

## Bước ngoặt tăng trưởng của ngành điện Việt Nam

**Natalie Nguyễn**  
 Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng  
 natalie.nguyen@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 110

**Nguyễn Hoàng Nam**  
 Giám Đốc, Ngành Năng Lượng  
 nam.nhoang@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 190

- Ngành điện Việt Nam đang đứng trước bước ngoặt tăng trưởng, khi Chính phủ ban hành 'Nghị quyết 70' ưu tiên các mục tiêu đảm bảo an ninh năng lượng và khuyến khích sự tham gia của khu vực tư nhân. Việc sửa đổi các nghị định và các cơ cấu giá bán điện nhằm mục đích loại bỏ tình trạng tắc nghẽn pháp lý, cải thiện khả năng thu xếp tài chính để phát triển dự án cũng như phù hợp với Quy hoạch Điện 8 (PDP8).
- Mặc dù việc triển khai các dự án phát điện và truyền tải vẫn còn chậm, nhưng chính phủ đang tiến hành cải cách nhằm mở khóa nguồn vốn và thu hút đầu tư tư nhân. Các công ty trong danh sách khuyến nghị của HSC đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ xu hướng này bao gồm PC1, GEG, POW, PGV và REE.
- Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi vẫn là PC1 (Tăng tỷ trọng) nhờ có vị thế dẫn đầu trong mảng xây lắp điện, sự hiện diện lớn trong mảng hạ tầng lưới điện và danh mục dự án có tiềm năng tăng trưởng trong trung hạn. GEG và POW cũng là những cổ phiếu được ưa thích ở mức giá hiện tại.

### Nghị quyết 70 hỗ trợ cải cách pháp lý

Ngành điện Việt Nam đang bước vào giai đoạn chuyển đổi mang tính quyết định khi Nghị quyết 70/NQ-TW được ban hành trong thời gian gần đây, đặt mục tiêu an ninh năng lượng và thu hút đầu tư tư nhân làm ưu tiên dài hạn. Phù hợp với Nghị quyết 70, việc sửa đổi các Nghị định 56, 57, 58 và 61 đang được xúc tiến nhằm tháo gỡ các rào cản trong đầu tư và tăng cường khả năng thu xếp tài chính cho dự án – đáng chú ý nhất là bằng cách nâng cao mức sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu cho các nhà máy nhiệt điện sử dụng khí đốt trong nước và LNG cũng như các dự án điện gió ngoài khơi, và bằng cách tinh chỉnh khung pháp lý đối với chính sách mua bán điện trực tiếp (DPPA). Các cải cách này là một bước ngoặt cho sự thay đổi rõ rệt hướng tới một hệ thống điện hiện đại, phi tập trung và có khả năng vượt qua các thách thức, phù hợp với Quy hoạch Điện 8 của chính phủ.

### Ngành điện: Các nỗ lực trong bối cảnh chậm trễ triển khai dự án

Ngành điện Việt Nam đang chịu áp lực từ tình trạng chậm triển khai dự án và các nút thắt pháp lý, nhưng các biện pháp cải cách đang được tiến hành. Tiến độ thực thi Quy hoạch Điện 8 đang bị trì hoãn do chậm triển khai các dự án nhiệt điện LNG, điện gió ngoài khơi, điện mặt trời, điện hạt nhân và lưới điện do các khoảng trống trong quy hoạch, rào cản về tài chính và quy trình cấp phép không rõ ràng. Nghị quyết 70 và các đề xuất sửa đổi pháp lý khác đã củng cố chủ trương thúc đẩy an ninh năng lượng và khuyến khích doanh nghiệp Nhà nước và khu vực tư nhân đầu tư vào mảng phát điện và truyền tải điện. Các công ty trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi đang có vị thế tốt để trở thành các đơn vị hưởng lợi chính.

### Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

HSC tăng dự báo lợi nhuận đối với POW dựa trên sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn và hoãn ghi nhận các khoản lỗ của dự án NT3&4, đồng thời củng cố sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận và tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn, cũng như đối với PGV nhờ sự hỗ trợ của sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn, chi phí nhiên liệu thấp hơn và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Các yếu tố trên dự kiến sẽ hỗ trợ cho đà phục hồi tích cực và tăng trưởng bền vững của Công ty. Ngoài ra, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo đối với PC1, GEG và REE, nhưng tin rằng các công ty này đều có vị thế tốt để hưởng lợi từ môi trường pháp lý được cải cách.

### Định giá và khuyến nghị

Trong 3 tháng qua, giá của các cổ phiếu ngành Tiện ích - Điện trong danh sách khuyến nghị của HSC tăng bình quân 5,7%, kém hơn so với mức tăng 28,9% của chỉ số VN30, với PC1 tăng mạnh nhất (15,8%) và REE/GEG tụt lại phía sau. PC1 là lựa chọn hàng đầu nhưng chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá, nhờ có năng lực vững chắc trong việc triển khai các gói thầu EPC, sự hiện diện tích cực trong hoạt động mở rộng lưới điện và tăng trưởng trung hạn từ các dự án BDS cũng như danh mục dự án năng lượng tái tạo đang triển khai trong bối cảnh cải cách pháp lý đầy hứa hẹn. Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá là 19%. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu GEG và POW (cả hai đều có khuyến nghị Tăng tỷ trọng; tiềm năng tăng giá 16-19%) ở mức giá hiện tại.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
GEG	16,000	Tăng tỷ trọng	-	18,800	-	17.5	8.65	12.6	5.97	6.32	0	0
PC1	25,300	Tăng tỷ trọng	Mua vào	30,000	-	18.6	11.5	10.7	6.80	5.80	0	0
PGV	20,800	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	22,700	16.4	9.13	10.7	8.44	5.15	4.90	0	4.69
POW	14,450	Tăng tỷ trọng	-	16,800	12.8	16.3	20.3	21.8	7.38	5.72	0	0
REE	65,000	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	69,130	-	6.35	13.2	13.9	9.31	9.37	2.01	2.01

Giá cổ phiếu tại ngày 6/10/2025.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Mục lục

### **Đẩy mạnh cải cách pháp lý và tiềm năng từ khối tư nhân; Tăng tỷ trọng** 3

Mở khóa tiềm năng từ việc hiện đại hóa các cơ chế và thu hút sự tham gia của tư nhân 3

Những diễn biến gần đây về cơ chế giá điện 7

Tác động của việc thực thi chính sách đối với các công ty trong ngành điện 8

Cập nhật dự báo lợi nhuận 9

### **Báo cáo thành phần**

CTCP Xây lắp điện 1 (PC1) 13

TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) 21

Tổng Công ty Phát điện 3 - CTCP (PGV) 30

CTCP Cơ điện lạnh (REE) 38

## Đẩy mạnh cải cách pháp lý và tiềm năng từ khối tư nhân; Tăng tỷ trọng

Ngành điện Việt Nam đang đứng trước bước ngoặt tăng trưởng, khi Chính phủ ban hành 'Nghị quyết 70' ưu tiên mục tiêu đảm bảo an ninh năng lượng và cải cách thị trường. Bất chấp các nút thắt về mặt pháp lý và tình trạng chậm triển khai dự án kéo dài, đặc biệt đối với các dự án nhiệt điện khí LNG, điện gió ngoài khơi và truyền tải điện, các sáng kiến nhằm giải quyết những vấn đề trên vẫn đang được triển khai. Chính phủ tiến hành cải cách nhằm thu hút sự tham gia của khu vực tư nhân và điều chỉnh sự phát triển của ngành để đáp ứng các mục tiêu năng lượng sạch của Việt Nam theo Quy hoạch Điện 8. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi vẫn là PC1 (Tăng tỷ trọng; tiềm năng tăng giá 19%) nhờ vị thế dẫn đầu trong hoạt động triển khai các gói thầu EPC, sự hiện diện tích cực trong mảng hạ tầng lưới điện và sự tăng trưởng của danh mục dự án trong trung hạn.

### Mở khóa tiềm năng từ việc hiện đại hóa các cơ chế và thu hút sự tham gia của tư nhân

Ngành điện Việt Nam đang đứng trước thời khắc chuyển đổi và được định hình từ chủ trương thúc đẩy chính sách của chính phủ nhằm thu hút sự tham gia của khu vực tư nhân, giải quyết các nút thắt pháp lý và vận hành đã tồn tại nhiều năm, cũng như việc triển khai các cải cách khác. Nghị quyết 70 của Bộ Chính trị đề ra định hướng chiến lược bằng cách xác định an ninh năng lượng là nền tảng cho sự phát triển kinh tế-xã hội của Việt Nam, với mục tiêu xây dựng hệ thống năng lượng đa dạng, bền vững và tự chủ vào năm 2045. Tầm nhìn này không chỉ củng cố vai trò của các công ty tư nhân trong hoạt động phát điện, truyền tải và phân phối điện, mà còn đặt ra yêu cầu cải cách về mặt thể chế để thu hút vốn đầu tư và tăng cường khả năng cạnh tranh.

Nhưng những thách thức trong việc thực thi các quy định mới và các khung pháp lý lỗi thời tiếp tục cản trở tiến độ phát triển dự án. Trong Công văn số 5464/EVN-PC, EVN đã nhấn mạnh những điểm khó khăn trong việc thực thi Luật Điện lực 2024 và các nghị định đi kèm theo đó. Trước những phản ánh của EVN, Bộ Công Thương đang xúc tiến sửa đổi Nghị định 56, 57, 58 và 61, trong đó có các lĩnh vực quan trọng như chính sách mua bán điện trực tiếp (DPPA), điện mặt trời mái nhà tự sản xuất tự tiêu thụ, các nhà máy điện sử dụng khí đốt trong nước và LNG, mức đảm bảo sản lượng hợp đồng tối thiểu cho các dự án điện gió ngoài khơi và thẩm quyền phê duyệt dự án ở cấp tỉnh. Những sửa đổi này nhằm loại bỏ các chướng ngại về thủ tục, làm rõ các điều khoản về giá điện và hợp đồng, và tăng cường khả năng thu xếp tài chính cho dự án mới, đặc biệt là LNG, năng lượng tái tạo và cơ chế mua bán điện trực tiếp. Những thay đổi này mang lại cho nhà đầu tư môi trường thân thiện hơn, phục vụ cho chu kỳ tăng trưởng tiếp theo. Các sửa đổi cho Nghị định 57 và 58 dự kiến sẽ được hoàn thiện vào năm 2026.

Song song đó, chính phủ đang tích cực thí điểm các cơ chế thị trường mới, bao gồm cơ cấu giá bán lẻ điện hai thành phần và khung DPPA linh hoạt hơn. Những sáng kiến này phản ánh chủ trương thay đổi toàn diện hơn, hướng đến tự do hóa thị trường và lấy khách hàng làm trung tâm trong việc đưa ra giá bán điện, phù hợp với Quy hoạch Điện 8 (PDP8) đã được điều chỉnh và tầm nhìn phát triển năng lượng trong dài hạn của chính phủ. Với việc tăng cường giám sát và có sự tham gia tích cực hơn của khu vực tư nhân, ngành điện sẽ có chuyển biến cùng với các cải cách pháp lý được đưa ra kịp thời, việc thực thi chính một cách minh bạch cũng như sự rõ ràng trong các ưu đãi đầu tư. Nhìn chung, những chuyển biến tích cực về mặt pháp lý không chỉ cho thấy quyết tâm cải cách, mà còn là một bước ngoặt quyết định nhằm hướng tới một thị trường điện hiện đại, phi tập trung và vững chắc.

### Nghị quyết 70: Lộ trình cho an ninh năng lượng và tăng trưởng bền vững

Ngày 20/8/2025, Bộ Chính trị đã ban hành Nghị quyết số 70-NQ/TW về an ninh năng lượng quốc gia đến năm 2030, với tầm nhìn đến năm 2045. Nghị quyết này cập nhật và củng cố các mục tiêu đã được đề ra trong Nghị quyết 55 (ban hành từ năm 2020) và thừa nhận rằng tiến độ thực thi còn khá chậm, đặc biệt trong việc triển khai các dự

án điện và giảm phụ thuộc vào năng lượng nhập khẩu. An ninh năng lượng hiện được xem là nền tảng để duy trì sự phát triển kinh tế-xã hội, quốc phòng và bảo vệ môi trường của Việt Nam trước nhu cầu tăng vọt và áp lực đến từ biến đổi khí hậu.

Nghị quyết đặt ra các mục tiêu táo bạo: đến năm 2030, Việt Nam đảm bảo nguồn cung năng lượng ổn định và đầy đủ (120-130 triệu tấn dầu tương đương), tổng công suất phát điện đạt 183-236 GW, cải thiện hiệu quả năng lượng 8-10%, và tăng tỷ trọng năng lượng tái tạo lên 25-30%. Đến năm 2045, cả nước đạt mục tiêu cao hơn trong cơ cấu điện, loại bỏ dần nhiệt điện than và đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0. Cơ cấu năng lượng sẽ được đa dạng hóa, ưu tiên điện mặt trời, điện gió, nhiên liệu hydro và khí đốt trong khi thận trọng phát triển điện hạt nhân.

Để đạt được các mục tiêu này, Nghị quyết 70 tích cực tập trung vào cải cách thể chế và tự do hóa thị trường. Các cải cách này bao gồm đẩy nhanh việc sửa đổi các luật về điện, xăng dầu và năng lượng tái tạo để loại bỏ các nút thắt pháp lý, tăng cường tính minh bạch và cải thiện môi trường đầu tư. Chính phủ đặt mục tiêu cắt giảm 30-50% thủ tục hành chính, cấp đủ vốn cho các doanh nghiệp Nhà nước để đầu tư vào các dự án năng lượng quan trọng, và khuyến khích khu vực tư nhân tham gia vào mảng truyền tải điện, hạ tầng LNG và dự trữ dầu khí.

Nghị quyết này cũng ưu tiên việc phát triển công nghệ và nguồn nhân lực. Nghị quyết đề ra các mục tiêu chuyển giao công nghệ cho 60-80 dự án và đào tạo 25.000-35.000 lao động lành nghề, đặc biệt trong lĩnh vực năng lượng hạt nhân và năng lượng sạch. Song song đó, Việt Nam có kế hoạch hội nhập sâu hơn trong khu vực thông qua hợp tác lưới điện ASEAN và thực hiện các cam kết Đối tác Chuyển đổi Năng lượng Công bằng (JETP) với sự hỗ trợ của các đối tác quốc tế và tài chính xanh.

Điều quan trọng là Nghị quyết 70 thể hiện sự chuyển dịch từ chiến lược sang hành động. Các bộ ngành đang được giao nhiệm vụ biến chính sách này thành các luật và quy định. Những quy định được cập nhật trong thời gian tới dự kiến sẽ giải quyết các vấn đề cấp bách như tình trạng tranh chấp về thời điểm cấp giấy chứng nhận nghiệm thu công trình xây dựng (CCA), làm ảnh hưởng đến 172 dự án năng lượng tái tạo (*vui lòng xem báo cáo gần đây của chúng tôi: [‘Sự rõ ràng trong pháp lý sẽ giúp khôi phục niềm tin vào ngành điện’](#)*), và việc triển khai cơ chế mua bán điện trực tiếp.

Tóm lại, Nghị quyết 70 là một bước ngoặt cho ngành năng lượng Việt Nam. Nghị quyết này đề ra hướng đi rõ ràng hướng tới một tương lai năng lượng xanh hơn, an toàn hơn và theo định hướng thị trường – tạo điều kiện cho các công ty Nhà nước và cả tư nhân tham gia, đồng thời đẩy nhanh quá trình chuyển đổi năng lượng sạch để hỗ trợ sự phát triển trong dài hạn của Việt Nam.

## Quy hoạch điện 8: Cập nhật tiến độ thực hiện

Tính đến 8 tháng đầu năm 2025, hệ thống điện quốc gia của Việt Nam đã ghi nhận phụ tải cao nhất từ trước đến nay là 54.370 MW vào ngày 4/8/2025, tăng 11,1% so với cùng kỳ, với miền Bắc đạt 28.167 MW, tăng 12,2% so với cùng kỳ. Tổng sản lượng điện truyền tải trong giai đoạn này đạt 171,5 tỷ kWh, tăng 2,8% so với cùng kỳ, hoàn thành 63,7% mục tiêu năm 2025 (Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia, EVNNPT).

Mặc dù nhu cầu phụ tải đạt mức kỷ lục, hệ thống vẫn ổn định và có khả năng đáp ứng nhu cầu điện của quốc gia trong các ngày lễ lớn và sự kiện. Tuy nhiên, an ninh nguồn cung trong tương lai ngày càng phụ thuộc vào việc đẩy nhanh triển khai các nhà máy điện nền (than và LNG), năng lượng tái tạo, hệ thống lưu trữ và đặc biệt là bổ sung công suất mới ở miền Bắc.

Chúng tôi lưu ý một số thách thức như sau:

- **Nhiều thách thức làm trì hoãn các dự án phát điện.** Các dự án điện mặt trời đang đối mặt với các trở ngại liên quan đến quy hoạch cấp tỉnh lỗi thời hoặc chưa hoàn chỉnh, phê duyệt đầu tư chậm và quy trình lựa chọn nhà đầu tư thiếu minh bạch. Loại hình điện mặt trời mái nhà tự sản tự tiêu thụ bị hạn chế bởi các vấn đề tương thích hạ tầng tại các khu công nghiệp cũng như thiếu hướng dẫn về kỹ thuật. Việc phát triển điện gió ngoài khơi vẫn còn khá non trẻ, khi Việt Nam thiếu cả kinh nghiệm thực tế và cơ sở hạ tầng hỗ trợ. Tài chính vẫn là mối quan ngại do yêu cầu vốn lớn và các rào cản về kiểm soát an ninh.

- Trong khi đó, tiến độ triển khai các dự án điện khí, vốn dựa vào nguồn khí trong nước (chẳng hạn như mỏ khí Cá Voi Xanh) bị chậm tiến độ do những bất ổn ở thượng nguồn, trong khi các nhà máy điện khí LNG gặp khó khăn trong việc đảm bảo các hợp đồng sản lượng dài hạn, cơ chế chia sẻ rủi ro liên quan đến giá điện và bảo lãnh của chính phủ. Các dự án điện hạt nhân (Ninh Thuận 1 & 2) không đạt tiến triển đúng theo kế hoạch, đa phần do Việt Nam phụ thuộc vào chuyên môn của nước ngoài và các cuộc đàm phán kéo dài.
- **Sự chậm trễ trong đầu tư lưới điện là rào cản quan trọng khác.** Đối với các dự án trong nước, hiện chưa có cơ chế thống nhất trong việc giao quyền sở hữu dự án cho EVN và các cơ quan cấp tỉnh vẫn chưa biết rõ về vai trò của mình trong việc phê duyệt các khoản đầu tư lưới điện theo Nghị định 144/2025/ND-CP. Về việc nhập khẩu điện, quy hoạch truyền tải đối cho việc nhập khẩu điện từ Lào vẫn còn rời rạc, khi các kết nối lưới điện được đề xuất đến miền Trung không được liên kết hiệu quả với các trung tâm có nhu cầu như ở miền Bắc. Điều này có nguy cơ dẫn đến tình trạng sử dụng công suất nhập khẩu kém hiệu quả và ảnh hưởng đến mức độ tin cậy của toàn hệ thống.
- **Khung pháp lý cũng tồn tại nhiều nút thắt.** Các quy hoạch điện cấp tỉnh không phù hợp với nhu cầu phát triển điện quốc gia và thường thiếu các hướng dẫn thực hiện cụ thể. Quy trình phê duyệt đầu tư vẫn còn chậm và các chính quyền địa phương thường chậm hành động nếu không có đề xuất từ phía nhà đầu tư. Các tranh chấp liên quan đến việc bồi thường đất, hạn chế về nhân sự và hồ sơ đất đai không nhất quán làm chậm quá trình giải phóng mặt bằng. Ngoài ra còn có một khoảng trống pháp lý trong các bảo lãnh của chính phủ, đặc biệt là đối với việc chuyển đổi tiền tệ và việc chậm thanh toán, cả hai đều rất quan trọng đối với việc tài trợ các dự án LNG.

Gần đây Bộ Công Thương đã đưa ra các giải pháp nhằm thúc đẩy tiến độ triển khai dự án bao gồm:

- Nhanh chóng triển khai mô hình điện mặt trời mái nhà tự sản tự tiêu thụ (có lưu trữ) và các trang trại điện mặt trời tích hợp pin trước năm 2031.
- Thúc đẩy các mục tiêu công suất điện gió ngoài khơi (2031–2035) và mở rộng điều kiện đầu tư để bao gồm các liên doanh với các doanh nghiệp Nhà nước.
- Phân quyền lựa chọn nhà đầu tư điện gió ngoài khơi từ Bộ Công Thương cho chính quyền cấp tỉnh.
- Tăng cường nhập khẩu điện từ Lào và Trung Quốc, bao gồm đường dây truyền tải 500 kV từ Lào kết nối trực tiếp với miền Bắc đã được đề xuất.
- Cải thiện khả năng vay vốn để phát triển các dự án LNG bằng cách tăng các hợp đồng sản lượng dài hạn và tạo điều kiện tiếp cận ngoại tệ để đảm bảo nguồn cung LNG trong dài hạn.
- Khôi phục việc đàm phán cho dự án năng lượng hạt nhân bằng cách khởi động lại các cuộc đàm phán cho các nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1 & 2 và quy hoạch địa điểm cho các dự án trong tương lai.
- Đẩy nhanh các khoản đầu tư lưới điện của EVN, đặc biệt là các kết nối liên vùng và vùng sâu vùng xa, vốn rất quan trọng đối với an ninh năng lượng.

### Các giải pháp được đề xuất cho cải cách ngành điện: Phân tích

Trong bối cảnh Việt Nam thúc đẩy chuyển đổi năng lượng và thu hút sự tham gia của khu vực tư nhân, EVN đã chỉ ra một số khó khăn chính trong việc thực thi Luật Điện lực 2024. Những thách thức này bao gồm các khung pháp lý không rõ ràng, sự chông chéo về thủ tục và các nút thắt trong các nghị định chính nhằm điều tiết thị trường điện. Kể đến, EVN đề xuất sửa đổi toàn diện Nghị định 56, 57, 58 và 61 để tăng cường hiệu quả hoạt động, cải thiện niềm tin của nhà đầu tư và đẩy nhanh việc triển khai các dự án năng lượng tái tạo và phân phối điện.

**Bảng 1: Đề xuất sửa đổi các nghị định quan trọng nhằm thúc đẩy việc thực thi Luật Điện lực 2024**

Nghị định số	Tổng quan	Đề xuất sửa đổi
<b>Nghị định 56</b>	Các quy định về quy hoạch điện, các dự án điện khí và đấu giá lựa chọn nhà đầu tư	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Làm rõ các trường hợp được miễn trừ quy hoạch dự án và đưa ra cơ chế xác định sản lượng điện tối thiểu theo hợp đồng đối với các nhà máy nhiệt điện sử dụng cả khí đốt trong nước và LNG.</li> <li>- Các trường hợp được miễn bổ sung vào quy hoạch năng lượng cấp tỉnh</li> </ul>
<b>Nghị định 57</b>	Khung pháp lý chính thức cho Cơ chế Mua bán điện trực tiếp (DPPA) theo Luật Điện lực 2024.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mở rộng đối tượng đủ điều kiện tham gia (ví dụ: các nhà bán lẻ điện trong KCN).</li> <li>- Xem xét lại mức giá trần áp dụng cho lưới điện tư nhân trong cơ chế DPPA. Cơ chế xử lý phần điện năng dư thừa được bán ra.</li> <li>- Cơ chế để khách hàng sử dụng điện có thể nhận được Chứng chỉ Năng lượng Tái tạo (REC).</li> </ul> <p>→ Những thay đổi này nhằm giúp cơ chế DPPA trở nên khả thi hơn về mặt thương mại và có khả năng mở rộng quy mô, đặc biệt đối với các khách hàng tiêu thụ điện lớn và các nhà phát triển năng lượng tái tạo</p>
<b>Nghị định 58</b>	Quy định chi tiết về các chính sách khuyến khích đối với điện mặt trời mái nhà, điện gió ngoài khơi và các nguồn năng lượng mới	<p>Tập trung vào cải cách kỹ thuật và thủ tục cho các dự án điện mặt trời trên mái nhà (RTS) và điện gió ngoài khơi, chẳng hạn như kiểm soát điều độ, tinh giản điểm kết nối và tăng sản lượng bao tiêu tối thiểu (ví dụ: 90% trong 19 năm đối với điện gió ngoài khơi).</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Kéo dài thời hạn giấy phép hoạt động điện lực lên 25-30 năm (thay vì 20 năm như hiện nay).</li> <li>- Cấp giấy phép hoạt động điện lực cho các dự án hoạt động trên địa bàn từ hai tỉnh trở lên.</li> </ul> <p>→ Sẽ thu hút vốn đầu tư dài hạn từ tư nhân và nước ngoài vào thị trường điện có cơ sở hạ tầng mạnh của Việt Nam.</p>
<b>Nghị định 61</b>	Các quy định chính về giấy phép hoạt động ngành điện	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kéo dài thời hạn giấy phép hoạt động điện lực lên 25-30 năm (thay vì 20 năm như hiện nay).</li> <li>- Cấp giấy phép hoạt động điện lực cho các dự án hoạt động trên địa bàn từ hai tỉnh trở lên.</li> </ul> <p>→ Sẽ thu hút vốn đầu tư dài hạn từ tư nhân và nước ngoài vào thị trường điện có cơ sở hạ tầng mạnh của Việt Nam.</p>

*Nguồn: HSC ước tính*

Đặc biệt, hội nghị sơ kết được Bộ Công Thương tổ chức vào tháng 8/2025 rút ra các nội dung chính cần thực hiện như sau: (1) đưa ra các cơ chế giá mua bán điện trực tiếp có tính minh bạch và có khả năng vay vốn; (2) cải cách cơ cấu giá và quy trình phê duyệt cho cả khung DPPA qua lưới điện quốc gia và qua lưới điện kết nối riêng; và (3) cho phép các nhà phân phối điện bán lẻ tăng cường khả năng tiếp cận thị trường tại các khu công nghiệp.

Các tín hiệu mới từ Bộ Công Thương cũng bao gồm việc: (i) cải cách thị trường bán buôn điện Việt Nam (VWEM) để áp dụng chu kỳ 15 phút (từ chu kỳ 30 phút), (ii) đơn giản hóa thủ tục đăng ký cho những đơn vị tham gia cơ chế mua bán điện trực tiếp (bởi cơ quan điều hành hệ thống điện và cơ quan điều hành giao dịch thị trường điện Hệ thống và Thị trường Điện quốc gia), (iii) tăng cường tính linh hoạt cho hoạt động bán điện dư thừa từ điện mặt trời mái nhà, và (iv) chính thức cấp phép cho các doanh nghiệp mua điện trực tiếp từ các hệ thống điện mặt trời mái nhà, tạo ra mô hình phân phối năng lượng sạch như ESCO (công ty dịch vụ năng lượng).

Nhưng vẫn còn các thách thức lớn – đáng chú ý nhất là việc thiếu sự hướng dẫn về việc chuyển đổi giữa các chương trình mua bán điện (PPA) và mua bán điện trực tiếp (DPPA) và quy trình lựa chọn nhà đầu tư cho các dự án có liên quan đến cơ chế DPPA còn mơ hồ. Tuy nhiên, quan điểm cởi mở và ủng hộ thị trường của Thứ trưởng Nguyễn Hoàng Long tại hội nghị đã cho thấy mức độ sẵn sàng của Bộ Công Thương trong việc hợp tác với khu vực tư nhân cũng như việc tiến hành điều chỉnh các quy định một cách có mục tiêu và thận trọng. Nếu được triển khai hiệu quả, những cải cách này có thể tạo điều kiện cho việc bổ sung một lượng lớn công suất, giúp ổn định các kỳ vọng về thu hút đầu tư và hỗ trợ các mục tiêu an ninh năng lượng trong dài hạn của Việt Nam.

## Những diễn biến gần đây về cơ chế giá điện

Ngành điện Việt Nam đang trải qua những thay đổi lớn trong cơ chế giá điện, dựa trên những nỗ lực nhằm tăng cường tính minh bạch, thu hút đầu tư và hỗ trợ quá trình chuyển đổi sang các nguồn năng lượng sạch hơn. Hai cải cách quan trọng từ Bộ Công Thương gần đây bao gồm: (1) công bố giá trần phát điện cho năm 2025 và (2) đề xuất lộ trình thực hiện biểu giá bán lẻ điện hai thành phần.

**Bảng 2: Tổng hợp mức giá trần của mỗi loại hình điện (2025), Việt Nam**

		Miền Bắc		Miền Trung		Miền Nam	
		Đồng/kWh	UScent/kWh	Đồng/kWh	UScent/kWh	Đồng/kWh	UScent/kWh
1	Điện mặt trời mặt đất	1,382.7	5.5	1,107.1	4.4	1,012.0	4.0
2	Điện mặt trời mặt đất + BESS	1,572.0	6.3	1,257.1	5.0	1,149.9	4.6
3	Điện mặt trời nổi	1,685.8	6.7	1,336.1	5.3	1,228.2	4.9
4	Điện mặt trời nổi + BESS	1,876.6	7.5	1,487.2	5.9	1,367.1	5.5
5	Điện gió trên bờ	1,959.4	7.8	1,807.4	7.2	1,840.3	7.4
6	Điện gió gần bờ	1,987.4	7.9	1,987.4	7.9	1,987.4	7.9
7	Điện gió ngoài khơi	3,975.1	15.9	3,078.9	12.3	3,868.5	15.4
8	Điện sinh khối	2,091.7	8.4	2,091.7	8.4	2,091.7	8.4
9	Điện LNTT từ khí thải	2,575.2	10.3	2,575.2	10.3	2,575.2	10.3
10	Khí tự nhiên	3,069.4	12.3	3,069.4	12.3	3,069.4	12.3
11	LNG	3,327.4	13.3	3,327.4	13.3	3,327.4	13.3
12	Thủy điện	1,110.0	4.4	1,110.0	4.4	1,110.0	4.4
13	Pumped storage thủy điện	3,457.0	13.8	3,457.0	13.8	3,457.0	13.8
14	Nhiệt điện than	1,705.7	6.8	1,705.7	6.8	1,705.7	6.8
15	Nhiệt điện than nhập khẩu từ Lào	1,758.4	7.0	1,758.4	7.0	1,758.4	7.0
16	Thủy điện nhập khẩu từ Lào	1,740.8	7.0	1,740.8	7.0	1,740.8	7.0
17	Điện gió nhập khẩu từ Lào	1,740.8	7.0	1,740.8	7.0	1,740.8	7.0
18	Nhập khẩu từ Trung Quốc	2,362.9	9.3	2,362.9	9.3	2,362.9	9.3

Ghi chú: \*Tỷ giá USD/VND = tỷ giá niêm yết của NHNN.  
Nguồn: HSC thu thập

Bộ cũng đã chính thức công bố **giá trần phát điện năm 2025 nhằm phục vụ cho đàm phán hợp đồng PPA**, với 18 nguồn điện, bao gồm điện mặt trời, điện gió trên bờ và ngoài khơi, điện sinh khối, điện khí LNG và điện nhập khẩu từ Lào và Trung Quốc. Các mức giá này được chia theo từng khu vực, phân theo miền Bắc, miền Trung và miền Nam. Trong số các nguồn này, điện gió ngoài khơi ở miền Bắc có giá trần cao nhất là 3.975,1đ/kWh, làm nổi bật bản chất thâm dụng vốn và sự phức tạp về mặt kỹ thuật của công nghệ phát điện này.

Ngược lại, thủy điện vẫn là lựa chọn năng lượng tái tạo có chi phí thấp nhất, với giá trần chỉ 1.110đ/kWh trên cả nước. Việc đưa giá điện nhập khẩu từ các nước láng giềng vào khung giá trần phát điện càng làm cho khung giá điện của Việt Nam phù hợp với các xu hướng thị trường năng lượng khu vực.

Khung giá điện này đóng vai trò tham chiếu quan trọng cho các đơn vị phát triển dự án, nhà đầu tư và các nhà quy hoạch tiện ích, tạo ra tính minh bạch cho các cuộc đàm phán mua bán điện và góp phần giảm thiểu rủi ro trong hiệu quả kinh tế dài hạn của dự án. Với việc xác định được khung giá điện, năm 2025 sẽ là một năm bản lề cho hoạt động mở rộng phát triển năng lượng tái tạo và hội nhập giao thương điện trong khu vực.

Song song đó, Bộ Công Thương đã đưa ra lộ trình toàn diện để thí điểm và áp dụng **cơ chế giá bán lẻ điện hai thành phần**. Cải cách này nhằm phản ánh tốt hơn cơ cấu chi phí thực tế của các hệ thống điện, đặc biệt khi Việt Nam đẩy mạnh đầu tư vào hạ tầng lưới điện và quản lý nhu cầu điện mùa cao điểm.

Lộ trình cải cách bao gồm bốn giai đoạn:

- Giai đoạn 1 (2025-6/2026): Thu thập và phân tích dữ liệu, bao gồm phân khúc khách hàng, lập hồ sơ phụ tải và cập nhật cơ cấu chi phí, cùng với việc xác định các khoảng trống pháp lý.
- Giai đoạn 2 (1/2026-6/2026): Xây dựng nhận thức và thiết kế tài liệu để giới thiệu cho khách hàng, nhà bán lẻ về cơ cấu giá điện mới.

- Giai đoạn 3 (7/2026-7/2027): Thí điểm triển khai với việc lập hóa đơn thực tế cho các nhóm khách hàng được lựa chọn để đánh giá các tác động tài chính, kỹ thuật và hành vi.
- Giai đoạn 4 (từ tháng 8/2027): Đánh giá và tinh chỉnh toàn diện hệ thống biểu giá, tiếp theo là triển khai trên toàn quốc dựa trên phản hồi của các bên liên quan và những đúc kết từ hoạt động thí điểm.

Biểu giá hai thành phần được đề xuất sẽ bao gồm:

- Một khoản phí công suất cố định, phản ánh chi phí cho lưới điện và hạ tầng có sẵn; và
- Một khoản phí tiêu thụ không cố định, dựa trên lượng điện tiêu thụ thực tế.

Cục Điều tiết Điện lực (ERAV) sẽ chịu trách nhiệm soạn thảo các quy định triển khai chi tiết, trong khi EVN và các công ty con sẽ đảm nhiệm việc triển khai thực địa, thu thập dữ liệu và báo cáo kết quả.

Các khách hàng lớn được chọn làm thí điểm sẽ phải tuân thủ các tiêu chuẩn kỹ thuật về đo lường, hệ thống thanh toán và chia sẻ dữ liệu, đảm bảo tính chính xác của kết quả thử nghiệm. Kết quả của chương trình thí điểm sẽ là cơ sở để tinh chỉnh và có khả năng mở rộng mô hình tính giá điện trên toàn quốc.

Nhìn chung, những sáng kiến này cho thấy cam kết ngày quyết liệt của chính phủ trong việc hiện đại hóa cơ chế tính giá điện, cân bằng giữa việc thu hồi chi phí, tính hấp dẫn đầu tư, tính hiệu quả của hệ thống và tính công bằng đối với người tiêu dùng. Nếu được triển khai thành công, những cải cách này có thể đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra sự bền vững và khả năng phát triển của ngành điện trong dài hạn.

### Tác động của việc thực thi chính sách đối với các công ty trong ngành điện

Làn sóng cập nhật chính sách và quy định gần đây, bao gồm Nghị quyết 70, các đề xuất sửa đổi Nghị định 56, 57, 58 và 61, và khung biểu giá năm 2025 đã được hoàn thiện trên tất cả các nguồn điện, cho thấy sự thay đổi tích cực cho các nhà phát triển điện. Những diễn biến này mang lại sự rõ ràng hơn cho việc lập kế hoạch đầu tư, đặt nền móng cho việc thực hiện cơ chế DPPA vốn được mong đợi từ lâu, và thể hiện cam kết giải quyết các vấn đề tồn tại lâu năm như những trì hoãn làm ảnh hưởng đến 172 dự án năng lượng tái tạo. Các cải cách cũng đưa ra các ưu đãi có tính hệ thống hơn để thu hút cả đầu tư công và tư nhân.

Đặc biệt, **các công ty tư nhân được kỳ vọng sẽ đóng vai trò nổi bật hơn** trong chuỗi giá trị điện, đặc biệt khi chính phủ thúc đẩy tự do hóa thị trường và đa dạng hóa nhóm nhà đầu tư. Đề xuất sửa đổi các nghị định (đặc biệt là Nghị định 57 và 58) sẽ giúp loại bỏ các rào cản pháp lý đối với sự tham gia của tư nhân vào điện mặt trời mái nhà, các dự án năng lượng tái tạo theo cơ chế DPPA và nhà phân phối điện trong các khu công nghiệp.

Trong khi đó, Nghị quyết 70 củng cố định hướng này bằng cách khuyến khích sự tham gia của khu vực tư nhân vào việc phát triển hạ tầng lưới điện, các kho cảng tiếp nhận LNG và lưu trữ điện, đồng thời tinh giản các thủ tục hành chính và đảm bảo khả năng vay vốn thông qua cơ chế định giá, cấp phép và sản lượng hợp đồng tối thiểu rõ ràng hơn. Bên cạnh đó, những cải cách này tạo tiền đề cho một thị trường điện cạnh tranh và toàn diện hơn, trong đó các công ty tư nhân có vốn lớn và nhanh nhạy có thể giành được thị phần lớn hơn trong mức tăng trưởng công suất trong tương lai.

Trong số các công ty trong danh sách khuyến nghị, chúng tôi có những lưu ý như sau:

- PC1 có vị thế tốt để hưởng lợi từ nhu cầu xây lắp điện (EPC), mua sắm và xây dựng ngày càng tăng, do đẩy nhanh phát triển lưới điện và tích cực triển khai các dự án năng lượng tái tạo theo khung DPPA.
- POW và PGV đều hưởng lợi từ các chính sách liên quan đến quy định sản lượng hợp đồng tối thiểu cho các nhà máy nhiệt điện sử dụng cả khí đốt trong nước và LNG theo dự thảo sửa đổi Nghị định 56, cũng như từ các điều khoản của Nghị quyết 70 tạo điều kiện cho các doanh nghiệp nhà nước như EVN và PVN tăng vốn chủ sở hữu để hỗ trợ đầu tư vào các dự án điện trọng điểm.

- Như đã đề cập trong các báo cáo trước đây, chúng tôi giữ nguyên quan điểm đối với GEG và REE – rằng hai công ty này sẽ tiếp tục hưởng lợi từ chính sách ưu tiên 'vào phát triển năng lượng tái tạo' vốn đã được nhấn mạnh trong các cải cách như PDP8 và luật điện mới (2024).

### Cập nhật dự báo lợi nhuận

Dựa trên các KQKD gần đây và các xu hướng cơ bản, và sau khi tính đến các tác động tiềm năng từ khung pháp lý mới, chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho các công ty trong danh sách khuyến nghị. Cụ thể, chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận đối với POW dựa trên việc tăng sản lượng hợp đồng phân bổ và hoãn ghi nhận các khoản lỗ của dự án NT3&4. Các yếu tố này giúp cải thiện của tỷ suất lợi nhuận và tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn, cũng như đối với PGV nhờ sự hỗ trợ của sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn, chi phí nhiên liệu thấp hơn và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Các yếu tố trên dự kiến sẽ hỗ trợ cho đà phục hồi tích cực và quỹ đạo tăng trưởng bền vững của Công ty. Trái lại, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo lợi nhuận đối với PC1, GEG và REE, nhưng tin rằng các công ty này có vị thế tốt để hưởng lợi từ môi trường cải cách pháp lý.

Chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận thuần của các công ty Tiện ích - Điện trong danh sách khuyến nghị tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 49%, nhờ PGV có chuyển biến lợi nhuận (so với lỗ thuần trong năm 2024) và lợi nhuận của GEG tăng trưởng với tốc độ CAGR là 70%.

**Bảng 3: Dự báo lợi nhuận thuần, Các công ty ngành Dịch vụ tiện ích - Điện HSC khuyến nghị**

Tỷ đồng	2024A	2025F	2026F	2027F	CAGR 3 năm
<b>PGV</b>	-878	2,192	2,768	3,093	N/m
<b>GEG</b>	115	663	454	565	70%
<b>POW</b>	1,112	1,670	1,555	2,061	23%
<b>PC1</b>	468	785	845	853	22%
<b>REE</b>	1,994	2,662	2,542	2,650	10%
<b>Tổng</b>	<b>2,811</b>	<b>7,972</b>	<b>8,164</b>	<b>9,222</b>	<b>49%</b>

Nguồn: HSC ước tính

Cụ thể, đối với các công ty trong danh sách khuyến nghị:

- PGV** đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ việc thay đổi chính sách, Nghị định 56 được sửa đổi đảm bảo cho máy điện khí Phú Mỹ của Công ty nhận được sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn và Nghị quyết 70 cho phép EVN hỗ trợ nhu cầu vốn, cùng với việc tăng sản lượng phân bổ cho các nhà máy nhiệt điện than và thủy điện khí việc thực thi Quy hoạch điện 8 được đẩy mạnh. Lợi nhuận của Công ty đã phục hồi mạnh trong nửa đầu năm 2025, chuyển sang lợi nhuận thuần 978 tỷ đồng từ thu lỗ trong năm 2024, nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn và sản lượng thủy điện cải thiện. Hợp đồng sản lượng vững chắc dự kiến sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong nửa cuối năm 2025.
- Chúng tôi tăng 96% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và tăng bình quân 7% dự báo cho năm 2026-2027, dựa trên giả định sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn, chi phí nhiên liệu thấp hơn và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Dự báo của HSC cho thấy doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2027 lần lượt là 8% và 30,5% (PGV ghi nhận thua lỗ trong năm 2024).
- POW** có vẻ là đơn vị hưởng lợi chính từ việc thay đổi chính sách, với Nghị định 56 sửa đổi dự kiến sẽ hỗ trợ sản lượng hợp đồng tối thiểu cho các nhà máy điện khí và LNG và Nghị quyết 70 giúp công ty nhận thêm trợ vốn đầu tư từ EVN. Những yếu tố trên sẽ củng cố vị thế của công ty trong quá trình chuyển đổi năng lượng của Việt Nam. Công ty công bố KQKD nửa đầu năm 2025 vững chắc với lợi nhuận thuần tăng 52% so với cùng kỳ nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ và tỷ suất lợi nhuận cao hơn. POW dự kiến sẽ duy trì lợi nhuận vững chắc trong nửa cuối năm 2025 mặc dù các nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 (NT3&4 - do công ty sở hữu 100%) chậm vận hành thương mại.
- Trong thời gian tới, chúng tôi tăng 32% dự báo cho năm 2025 và dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 lần lượt ở

mức 23,5% và 22,8%, nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ và tỷ suất lợi nhuận cao hơn cũng như việc hoãn ghi nhận các khoản lỗ từ NT3&4.

- **PC1** đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ những quy định mới trong việc hỗ trợ các công ty tư nhân tham gia đầu tư vào lĩnh vực truyền tải điện, năng lượng tái tạo và cơ chế mua bán điện trực tiếp. Chính sách này sẽ thúc đẩy danh mục hợp đồng EPC và tốc độ triển khai dự án của công ty. Mặc dù KQKD nửa đầu năm 2025 kém tích cực do lợi nhuận sản xuất công nghiệp, khai thác mỏ và thủy điện giảm, nhưng lợi nhuận nửa cuối năm 2025 dự kiến sẽ hồi phục nhờ ghi nhận doanh thu EPC từ đường dây 500 kV Lào Cai-Vĩnh Yên và bàn giao dự án bất động sản nhà ở Golden Tower-Gia Lâm. Tốc độ tăng trưởng trong trung hạn vẫn được hỗ trợ bởi danh mục dự án EPC vững chắc, sự mở rộng của các dự án năng lượng tái tạo và bất động sản, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 lần lượt là 8%/22%.
- **GEG** vị thế tốt để hưởng lợi từ các chính sách tập trung vào năng lượng tái tạo, với các dự án sắp được triển khai như điện mặt trời Đức Huệ 2 và điện gió VPL2. Nhìn về dài hạn, mảng thủy điện có vị thế tốt để tăng trưởng mạnh hơn trong nửa cuối năm 2025 nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi, trong khi điện gió vẫn là mảng đóng góp lớn nhất vào tổng sản lượng phát điện. HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 70,1%.
- **REE** có vẻ có vị thế tốt để hưởng lợi từ việc thay đổi quy định hướng đến việc thu hút các công ty tư nhân tham gia vào các dự án năng lượng tái tạo và cơ chế mua bán điện trực tiếp. Chúng tôi dự báo lợi nhuận nửa cuối năm 2025 của công ty sẽ vững chắc nhờ sản lượng thủy điện tăng mạnh và ghi nhận doanh thu từ dự án bất động sản nhà ở Light Square. Tốc độ tăng trưởng trong trung hạn – đến từ hoạt động cho thuê văn phòng và phát triển bất động sản – có vẻ khả quan, với doanh thu thuần/lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 lần lượt là 6% và 10%. Đáng chú ý, chúng tôi vẫn chưa phản ánh một số dự án năng lượng tái tạo mới vào mô hình dự báo lợi nhuận vì chưa có thêm thông tin chi tiết.

## Định giá và khuyến nghị

### Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các công ty Tiện ích - Điện trong danh sách khuyến nghị do tính chất dài hạn của các dự án hạ tầng cơ bản phản ánh khả năng ghi nhận dòng tiền dài hạn của các mô hình kinh doanh vốn phụ thuộc nhiều vào cơ sở hạ tầng. Những tiến triển về mặt chính sách trong thời gian gần đây đã hỗ trợ khung định giá với các giả định về dòng tiền trong tương lai ổn định hơn, việc mở rộng công suất và thời gian đầu tư. Do REE hoạt động trong nhiều ngành nghề hơn, chúng tôi sử dụng phương pháp SoTP để định giá công ty và sử dụng phương pháp DCF để định giá các dự án cơ bản.

Với phương pháp DCF, chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta cho tất cả các công ty (PC1 - 1,2 lần; POW - 0,9 lần; PGV - 0,9 lần; REE - 0,8 lần; và GEG - 0,9 lần). Do đó, giả định WACC của chúng tôi cho PC1, POW, PGV, REE và GEG lần lượt là 10,3%, 9,3%, 10%, 7,9-10,7% và 10,2%.

### Bối cảnh định giá

Giá của các cổ phiếu ngành điện đã tăng bình quân 5,7% và 14,1% trong 3 tháng và 12 tháng qua, nhưng vẫn diễn biến kém tích cực hơn so với mức tăng tương ứng của chỉ số VN30 ở mức 28,9% và 43,6%. Trong nhóm các cổ phiếu trên, giá cổ phiếu PC1 tăng 15,8% trong 3 tháng qua và tăng 5,6% trong 12 tháng qua, trong khi giá của POW cũng tăng vừa phải trong cả hai giai đoạn. Trong khi đó, giá cổ phiếu PGV (giảm 0,5% trong 12 tháng qua, nhưng tăng gần 10% trong 3 tháng qua), giá cổ phiếu GEG (giảm 2% trong 3 tháng qua; tăng 40% trong 12 tháng qua) và REE (giảm 2% trong 3 tháng qua; tăng 14% trong 12 tháng qua) đều có diễn biến trái chiều. Giá cổ phiếu của các công ty diễn biến khác nhau phản ánh sự khác biệt trong tiến độ triển khai dự án và tâm lý của nhà đầu tư đối với từng cổ phiếu, nhưng động lực tăng trưởng từ chính sách sẽ tiếp tục củng cố sức hấp dẫn của ngành trong dài hạn.

**Bảng 4: Diễn biến giá cổ phiếu gần đây, Các công ty ngành Dịch vụ tiện ích - Điện HSC khuyến nghị**

	3 tháng	12 tháng
<b>PC1</b>	15.8%	5.6%
<b>PGV</b>	9.8%	-0.5%
<b>POW</b>	7.4%	11.6%
<b>GEG</b>	-1.8%	39.7%
<b>REE</b>	-2.4%	14.3%
<b>Bình quân</b>	<b>5.7%</b>	<b>14.1%</b>
<b>VN30</b>	<b>28.9%</b>	<b>43.6%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 5: So sánh định giá, Các công ty ngành Dịch vụ tiện ích - Điện HSC khuyến nghị**

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	Lợi nhuận/vốn CSH bình quân 2025
Refrigeration Electrical Eng. (REE)	1,348.7	9.2	9.5	13.1	14.0	1.7	13.4%
PetroViệt Nam Power (POW)	1,276.1	7.2	5.7	20.7	22.2	1.0	5.1%
Power Generation JSC 3 (PGV)	877.9	5.0	4.9	11.3	8.9	1.4	14.4%
Power Construction JSC (PC1)	345.8	6.7	5.8	12.7	12.0	1.5	13.3%
Gialai Electricity JSC (GEG)	219.6	5.8	6.3	8.1	13.5	1.1	15.7%
<b>Bình quân ngành</b>	<b>813.6</b>	<b>6.8</b>	<b>6.4</b>	<b>13.2</b>	<b>14.1</b>	<b>1.3</b>	<b>12.4%</b>

Nguồn: HSC ước tính

Chúng tôi trình bày giả định định giá tại thời điểm cuối năm 2025 và cuối năm 2026 của các công ty tiện ích điện trong danh sách khuyến trong Bảng 5 ở bên trên). Trong khi đó, xét đến mức định giá trượt dự phóng 1 năm và định giá của các công ty cùng ngành:

- REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần, cao hơn bình quân quá khứ ở mức 11,4 lần, sát với P/E dự phóng bình quân năm 2025 của các công ty cùng ngành ở mức 13,2 lần.
- POW hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,8 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 23,9 lần, nhưng mức định giá này vẫn cao hơn 83% so với P/E dự phóng bình quân năm 2025 của các công ty cùng ngành Tiện ích - Điện.
- PGV có vẻ bị định giá thấp nhất, với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 1,3 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,6 lần. Cổ phiếu cũng đang cũng giao dịch với mức chiết khấu 17% so với P/E dự phóng bình quân năm 2025 của các công ty cùng ngành. Điều này cho thấy cổ phiếu rất xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng vì công ty lệ thuộc rất lớn vào hợp đồng sản lượng phân bổ và nguồn cung khí đốt trong nước.
- Trái lại, PC1 đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm hấp dẫn hơn là 12,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,5 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 5% so với mức bình quân của các công ty cùng ngành.
- Định giá của GEG có vẻ hấp dẫn, với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 22,4 lần.

#### Lựa chọn hàng đầu

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu **PC1 (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 30.000đ, tiềm năng tăng giá 18,6%)** nhờ có năng lực triển khai dự án tốt trong mảng xây lắp truyền tải điện, mảng mà công ty đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ chủ trương đẩy nhanh tiến độ mở rộng lưới điện theo Nghị quyết 70 và Quy hoạch Điện 8. Với số lượng gói thầu EPC chưa triển khai lớn và lợi nhuận mảng năng lượng tái tạo và bất động sản cao hơn kỳ vọng, lợi nhuận thuần của công ty dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 22%. Về mặt định giá, PC1 đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Cổ phiếu

cũng đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 12,7 lần, thấp hơn 5% so với bình quân của các công ty cùng ngành.

**GEG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 18.800đ, tiềm năng tăng giá 17,5%)** đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ chủ trương cải cách của toàn ngành. Công ty có danh mục dự án ngày càng mở rộng và tập trung vào mảng năng lượng tái tạo với nhiều dự án đang triển khai như điện mặt trời Đức Huệ 2 và điện gió VPL2. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của Công ty sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 70,1%. GEG đang có mức định giá hấp dẫn, với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 22,4 lần.

**POW (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 16.800đ, tiềm năng tăng giá 16,3%)** tiếp tục ghi nhận đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực (dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2027 ở mức 23%), nhờ tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ/sản lượng điện tại các nhà máy chính (NT1, NT2) đạt mức cao và tỷ suất lợi nhuận mảng điện khí và thủy điện cải thiện. Danh mục đầu tư đa dạng và dòng tiền ổn định làm vững chắc các yếu tố nền tảng của Công ty trong dài hạn. Với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,8 lần, POW đang giao dịch thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 23,9 lần. Việc cổ phiếu POW có được định giá lại ở mặt bằng cao hơn còn tùy thuộc khả năng phê duyệt nâng sản lượng hợp đồng tối thiểu cho các nhà máy điện khí LNG lên 75% (từ 65% trước đó).

**PGV (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 22.700đ, tiềm năng tăng giá 9,1%)** nổi lên như một cổ phiếu có khả năng phục hồi tốt, nhờ lợi nhuận hồi phục tốt sau khi giành được sản lượng hợp đồng phân bổ ở mức cao ở các loại hình phát điện khác nhau của công ty, bao gồm nhiệt điện than và thủy điện. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của công ty sẽ phục hồi mạnh trong năm 2025, nhờ tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ/sản lượng điện cao hơn. PGV cũng có mức định giá hấp dẫn, giao dịch với P/B thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,6 lần. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 là 11,3 lần, thấp hơn 17% so với bình quân của các công ty cùng ngành, cho thấy cổ phiếu có tiềm năng tăng giá khi Công ty lấy lại niềm tin từ nhà đầu tư và tỷ suất lợi nhuận cải thiện.

**REE (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 69.130đ, tiềm năng tăng giá 6,4%)** đang có vị thế tốt nhờ có khả năng phân bổ nguồn vốn lớn và Công ty cũng có vị thế tốt để hưởng lợi từ chủ trương xúc tiến mở rộng công suất phát điện theo Nghị quyết 70 và Quy hoạch điện 8. Lợi nhuận từ mảng điện của Công ty, cùng với việc lợi nhuận của mảng bất động sản và cơ điện cao hơn kỳ vọng có thể giúp lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2027 ở mức 10%. REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ ở mức 11,4 lần, và sát với P/E dự phóng bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 13 lần.

### Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng bao gồm:

- Những đề xuất sửa đổi trong các nghị định chính không được phê duyệt.
- Nhu cầu điện thấp hơn kỳ vọng do các hoạt động xuất khẩu chậm lại.
- Sự chậm trễ trong việc ban hành hướng dẫn chi tiết có thể cản trở việc triển khai thực hiện Quy hoạch Điện 8 đầy tham vọng.
- Giá đầu vào biến động mạnh hơn kỳ vọng.

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng bao gồm:

- Nhu cầu điện tăng mạnh hơn kỳ vọng.
- Giá bán lẻ điện bình quân được điều chỉnh tăng để tăng giá bán bình quân của các đơn vị phát điện và cải thiện khả năng sinh lời của các công ty này.
- Tỷ giá biến động ít hơn (chủ yếu là USD và EUR).

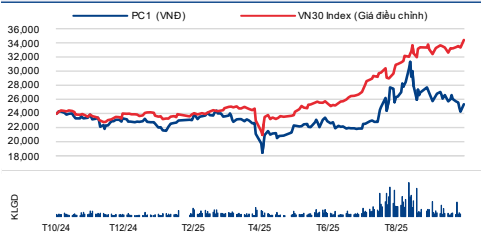
**Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)**

Giá mục tiêu: VNĐ30,000 (giữ nguyên)  
Tiềm năng tăng/giảm: 18.6%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (6/10/2025)</b>	<b>25,300</b>
Mã Bloomberg	PC1 VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,450-31,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,783
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,048
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	343
Slg CP lưu hành (tr.đv)	358
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	179
Slg CP NN được mua (tr.đv)	120
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	16.6%
Tỷ lệ freefloat	71.2%
Cổ đông lớn	Trịnh Văn Tuấn (21.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.95)	15.8	5.60
So với chỉ số	(9.55)	(10.2)	(26.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,975	1,812	9.0
2026F	2,127	2,497	(14.8)
2027F	2,145	3,065	(30.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

Từ một công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng điện, PC1 đang dần mở rộng sang đầu tư vào các dự án phát điện tái tạo. Ngoài ra, PC1 cũng có một số dự án phát triển bất động sản.

**Chuyên viên phân tích**

**Natalie Nguyễn**

Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng  
natalie.nguyen@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 110

**Nguyễn Hoàng Nam**

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng  
nam.nhoang@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 190

**Triển vọng vẫn còn nguyên vẹn, nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá**

- HSC giữ nguyên giá mục tiêu của PC1 ở mức 30.000đ sau khi công ty công bố KQKD Q2/2025 sát với dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027, cho thấy mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 22%, nhờ lợi nhuận gộp của các mảng kinh doanh chính như EPC/xây dựng và bất động sản tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR lần lượt ở mức 20% và 37%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, PC1 đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,5 lần. Các động lực tăng trưởng chính bao gồm danh mục hợp đồng EPC chưa triển khai vững chắc và ghi nhận doanh thu BĐS trong nửa cuối năm 2025.

**Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2025**

Doanh thu Q2/2025 của PC1 đạt 2.935 tỷ đồng (giảm 7% so với cùng kỳ) trong khi lợi nhuận thuần đạt 138 tỷ đồng (giảm 13% so với cùng kỳ), đa phần sát với dự báo của HSC. Tốc độ tăng trưởng doanh thu EPC vững chắc (tăng 32% so với cùng kỳ) và sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận gộp (tăng 4,4 điểm phần trăm so với cùng kỳ lên 17,4%) đã bù đắp sự suy yếu của mảng sản xuất công nghiệp và khai khoáng. Đáng chú ý, lợi nhuận dự kiến sẽ hồi phục khi các dự án lớn sẽ tiến hành bàn giao trong nửa cuối năm 2025.

**Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận**

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 785 tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 68%), 845 tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 8%) và 853 tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 1%), nhờ có danh mục dự án vững chắc ở các mảng EPC, năng lượng tái tạo, bất động sản nhà ở và khu công nghiệp. Chi tiết như sau:

- Mảng EPC vẫn là động lực tăng trưởng cốt lõi, với doanh thu năm 2025 dự kiến tăng trưởng 70% đạt 6.266 tỷ đồng, phù hợp với xu hướng mở rộng lưới điện quốc gia.
- Trong mảng phát điện, hai dự án thủy điện nhỏ tại Cao Bằng đang được thi công đúng tiến độ để bắt đầu vận hành vào nửa cuối năm 2026, trong khi công ty vẫn tiếp tục tìm cơ hội đầu tư vào điện mặt trời.
- Mức đóng góp từ mảng bất động sản nhà ở sẽ tăng mạnh từ Q4/2025 với việc bàn giao dự án Golden Tower, và tiềm năng lợi nhuận vượt kỳ vọng nằm ở các dự án như PC1 Gia Lâm và PCC1 Thăng Long (dự kiến hoàn thành vào năm 2027-2028).
- Tiến độ phát triển các khu công nghiệp Nomura 2 và Vũng Tàu đang tốt, trong khi PC1 cũng được hưởng lợi từ 30% cổ phần tại Western Pacific Group (WPG; chưa niêm yết).

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, PC1 giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,5 lần. Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu 30.000đ sau khi công ty công bố KQKD Q2/2025 sát với dự báo, nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào), cho thấy tiềm năng tăng giá 19%. Các động lực tăng trưởng chính bao gồm danh mục hợp đồng EPC chưa triển khai vững chắc và việc ghi nhận doanh thu bất động sản trong nửa cuối năm 2025.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,811	2,414	2,563	2,626	2,655
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	36.3	468	785	845	853
EPS ĐC (đồng)	243	1,177	1,975	2,127	2,145
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	14,200	15,452	17,590	19,997	22,427
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.78	7.27	6.80	5.80	5.19
P/E ĐC (lần)	104	21.5	12.8	11.9	11.8
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.78	1.64	1.44	1.27	1.13
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(82.2)	383	67.9	7.68	0.86
ROAE (%)	0.71	8.82	13.3	12.6	11.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Hưởng lợi từ việc sửa đổi chính sách

PC1 có vẻ sẽ hưởng lợi từ việc thay đổi các chính sách trong ngành điện, cũng như việc thu hút sự tham gia của khu vực tư nhân vào phát triển hạ tầng truyền tải điện và mở ra các cơ hội đầu tư vào mảng năng lượng tái tạo mới. Dựa trên đà tăng trưởng tích cực của mảng EPC (doanh thu năm 2025 dự kiến tăng trưởng 70%), danh mục dự án điện tái tạo, bất động sản và khu công nghiệp đang được mở rộng, PC1 đang có vị thế tốt để tăng trưởng trong trung hạn. Mặc dù lợi nhuận nửa đầu năm 2025 kém tích cực do các đợt suy thoái theo chu kỳ của mảng sản xuất công nghiệp và khai thác mỏ, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh trong nửa cuối năm 2025 nhờ ghi nhận doanh thu từ đường dây truyền tải Lào Cai-Vĩnh Yên và dự án BĐS nhà ở Golden Tower. Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp DCF ở mức 30.000đ (sau khi giữ nguyên dự báo EPS), cho thấy mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 22%, với tiềm năng tăng giá 19%. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với PC1 nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá.

### Vị thế tốt trong bối cảnh ngành đang cải cách pháp lý

Với tư cách là nhà thầu EPC và nhà phát triển năng lượng tái tạo hàng đầu, PC1 đang đứng trước cơ hội lớn để tham gia vào các dự án điện mặt trời mái nhà và dự án điện mặt trời tập trung, đặc biệt là những dự án có tích hợp hệ thống lưu trữ điện (BESS) nhờ các đề xuất sửa đổi Nghị định 58. Trong khi đó, Nghị quyết 70 ưu tiên nâng cấp hạ tầng truyền tải điện và đặc biệt khuyến khích sự tham gia đầu tư của khu vực tư nhân. Chính sách này có thể sẽ hỗ trợ danh mục dự án EPC chưa triển khai và cải thiện tỷ suất lợi nhuận của PC1, đặc biệt là phân khúc lưới điện liên vùng và các điểm đầu nối năng lượng tái tạo.

Hơn nữa, việc đẩy nhanh quy trình cấp phép dự án và phê duyệt đầu tư (sau khi sửa đổi các thủ tục pháp lý) sẽ đẩy nhanh tiến độ thực hiện dự án và hiệu quả vốn lưu động của PC1. PC1 cũng đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ chính sách mua bán điện trực tiếp (DPPA), như đã đề cập trong Nghị định 57 sửa đổi.

### Phân tích lợi nhuận: Các mảng kinh doanh...

Trong Q2/2025, doanh thu và lợi nhuận thuần của PC1 đạt lần lượt 2.935 tỷ đồng và 138 tỷ đồng, giảm 7% và 13% so với cùng kỳ – gần như sát với kỳ vọng của HSC. Mức tăng trưởng doanh thu tích cực của mảng EPC (tăng 32% so với cùng kỳ) bị bù trừ bởi mức sụt giảm mạnh của doanh thu mảng sản xuất công nghiệp (giảm 32% so với cùng kỳ) và mảng khai khoáng (giảm 40% so với cùng kỳ). Ngoài ra, doanh thu mảng phát điện giảm nhẹ 9% so với cùng kỳ do sản lượng thủy điện giảm, do so với mức nền cao của năm 2024 nhưng sát với kỳ vọng của công ty.

Theo đó, lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2025 giảm 19% so với cùng kỳ xuống 194 tỷ đồng, với lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi (không bao gồm tác động đến từ biến động tỷ giá) giảm mạnh 23% so với cùng kỳ xuống 255 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 33% dự báo cho cả năm của chúng tôi.

#### Bảng 6: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, PC1

Chúng tôi dự báo mảng BĐS sẽ hồi phục trong Q4/2025

Tỷ đồng	Q2/25	So với cùng kỳ	6 tháng đầu năm 2025	So với cùng kỳ	% dự báo 2025 của HSC
Xây dựng	1,566	32%	2,296	31%	37%
Điện	356	-9%	787	5%	45%
Sản xuất công nghiệp	534	-32%	713	-33%	44%
Khai thác nicken	231	-40%	459	-47%	39%
Quản lý BĐS KCN	167	8%	300	9%	49%
BĐS	4	8%	9	-61%	1%
Thương mại & mảng khác	76	-67%	231	-60%	24%
<b>Tổng cộng</b>	<b>2,935</b>	<b>-7%</b>	<b>4,795</b>	<b>-10%</b>	<b>35%</b>

Nguồn: PC1, HSC ước tính

**Bảng 7: Cơ cấu lợi nhuận gộp, PC1**

Tỷ đồng	Q2/25	So với cùng kỳ	6 tháng đầu năm 2025	So với cùng kỳ
Xây dựng	134.7	58%	181.7	30%
Điện	167.2	-24%	441.2	11%
Sản xuất công nghiệp	71.3	8%	93.6	-1%
Khai thác nicken	91.5	-34%	173.3	-37%
Quản lý BĐS KCN	34.4	-42%	63.8	-22%
BĐS	1.9	-46%	3.9	-65%
Thương mại & mảng khác	8.6	-419%	11.3	27%
<b>Tổng cộng</b>	<b>509.6</b>	<b>-11%</b>	<b>968.7</b>	<b>-4%</b>

Nguồn: PC1, HSC ước tính

**Bảng 8: Tỷ suất lợi nhuận gộp, PC1**

Tỷ suất lợi nhuận gộp mở rộng, dẫn đầu là mảng Công nghiệp

	Q2/25	So với cùng kỳ	6 tháng đầu năm 2025	So với cùng kỳ
Xây dựng	8.6%	+1.4ppts	7.9%	-0.1ppts
Điện	47.0%	-8.8ppts	56.0%	+2.8ppts
Sản xuất công nghiệp	13.4%	+4.9ppts	13.1%	+4.2ppts
Khai thác nicken	39.6%	+3.9ppts	37.8%	+6.2ppts
Quản lý BĐS KCN	20.6%	-18.1ppts	21.3%	-8.5ppts
BĐS	41.8%	-41.8ppts	45.2%	-5.7ppts
Thương mại & mảng khác	11.3%	+12.4ppts	4.9%	+3.3ppts
<b>Tổng cộng</b>	<b>17.4%</b>	<b>+4.4ppts</b>	<b>20.2%</b>	<b>+1.2ppts</b>

Nguồn: PC1, HSC ước tính

### ... nhưng kỳ vọng phục hồi trong nửa cuối năm 2025

HSC kỳ vọng việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sẽ được đẩy mạnh trong nửa cuối năm 2025, dựa trên việc hoàn thành các dự án EPC và bất động sản quan trọng. Đáng chú ý, dự án đường dây truyền tải 500 kV Lào Cai-Vĩnh Yên – hiện đã hoàn thành 100% – dự kiến sẽ đóng góp khoảng 1.000 tỷ đồng doanh thu và khoảng 70 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Dự án này sẽ củng cố uy tín của PC1 trong lĩnh vực EPC đồng thời hỗ trợ việc [triển khai các dự án trong tương lai](#).

Đối với mảng bất động sản, dự án Golden Tower-Gia Lâm vẫn đang được triển khai đúng tiến độ để bàn giao vào Q4/2025, dự kiến ghi nhận 1.300 tỷ đồng doanh thu trong năm 2025, mang lại lợi nhuận trên 200 tỷ đồng.

### Danh mục dự án vững chắc hỗ trợ triển vọng tăng trưởng trung hạn

**Mảng xây lắp điện (EPC, đóng góp 37% doanh thu năm 2024):** Ngày 21/7/2025, PC1 đã đạt được cột mốc quan trọng trong dự án lưới điện Lào Cai-Vĩnh Yên với việc đóng điện trạm biến áp 500 kV Vĩnh Yên, cùng với sự hợp tác của công ty Sông Đà và Thép Đông Anh. Với danh mục dự án ngày càng tăng, bao gồm trang trại điện gió Camarines Sur 58,5 MW ở Philippines và dự án cáp ngầm Côn Đảo 1.800 tỷ đồng, PC1 có vị thế tốt để hưởng lợi từ chủ trương mở rộng cơ sở hạ tầng điện của Việt Nam.

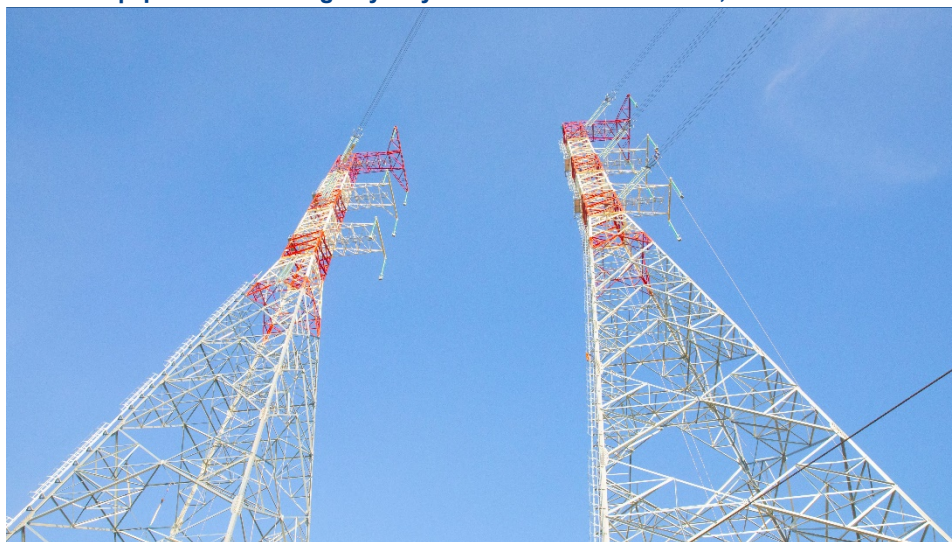
Nhìn về dài hạn, công ty đặt mục tiêu thắt chặt mối quan hệ hợp tác với các doanh nghiệp Nhà nước trong ngành điện như Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia (EVNNPT) để nhận được nhiều cơ hội hơn từ kế hoạch mở rộng lưới điện truyền tải điện của Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng EPC của PC1 sẽ đạt 6.266 tỷ đồng trong năm 2025 (tăng 70% so với cùng kỳ), sát với mục tiêu 6.500 tỷ đồng của công ty.

**Mảng phát điện (đóng góp 17% doanh thu năm 2024):** PC1 đang đẩy mạnh đầu tư vào mảng năng lượng tái tạo, với việc phát triển hai dự án thủy điện nhỏ tại tỉnh Cao Bằng – Bảo Lạc A (30 MW) và Thượng Hà (13 MW) – thông qua CTCP Thủy điện Sông Gâm, công ty con do PC1 sở hữu 60% cổ phần. Dự án Bảo Lạc A, dự kiến sẽ sản xuất 116,6 triệu kWh điện mỗi năm, có tổng vốn đầu tư 1.166 tỷ đồng, trong khi dự án Thượng Hà, được thiết kế để sản xuất 44,4 triệu kWh mỗi năm, có vốn đầu tư 524 tỷ đồng. Cả hai nhà máy đều nhắm đến mục tiêu vận hành thương mại vào Q3-

Q4/2026, mặc dù BLĐ cho biết thời gian vận hành sớm nhất có thể vào Q2/2026. Chúng tôi chưa phản ánh hai dự án mới này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Những dự án này chứng tỏ cam kết của PC1 trong việc mở rộng danh mục đầu tư vào mảng năng lượng tái tạo. Công ty cũng đang tiến hành nghiên cứu khả thi cho một dự án điện mặt trời nổi 50 MW trên hồ thủy điện Trung Thu và đang tích cực tìm kiếm cơ hội đầu tư mới tại Việt Nam và Lào thông qua việc hợp tác với các đơn vị khác.

**Hình 9: Một phần của đường dây truyền tải Lào Cai – Vĩnh Yên, PC1**



Nguồn: HSC

**Hình 10: Tiến độ dự án Golden Tower, PC1**



Nguồn: HSC

**Bắt động sản (đóng góp 6% doanh thu năm 2024):** PC1 đã đạt được một dấu mốc quan trọng trong việc xây dựng dự án BĐS nhà ở đầu tiên của Công ty, Golden Tower – Gia Lâm, với lễ cất nóc được tổ chức vào tháng 7/2025. Dự án có diện tích 1,5 ha với 182 căn hộ và có tổng vốn đầu tư là 1.500 tỷ đồng. Công tác xây dựng đang được triển khai đúng tiến độ để có thể bàn giao nhà vào Q4/2025, với tổng doanh thu dự

kiến đạt 2.000 tỷ đồng. Cho năm 2025, PC1 kỳ vọng ghi nhận khoảng 1.300 tỷ đồng doanh thu, mang lại trên 200 tỷ đồng lợi nhuận. Bên cạnh đó, công ty cũng đang xúc tiến 4 dự án nhà ở khác với tổng doanh dự kiến đạt khoảng 7.000 tỷ đồng đến năm 2028.

Trong số các dự án bất động sản đang trong giai đoạn triển khai, dự án **PC1 Gia Lâm** (xã Yên Thường, Hà Nội) có những tín hiệu tích cực ban đầu sau khi được đưa vào danh sách thí điểm theo Nghị quyết số 171/2024/QH5 của Quốc hội, cho phép các dự án nhà ở thương mại được triển khai thông qua việc thỏa thuận nhận quyền sử dụng đất. Dự án, với 54 căn hộ thấp tầng, tọa lạc trên nền đất cũ của Nhà máy kết cấu thép Yên Thường (ngừng hoạt động vào năm 2020). Lô đất này có diện tích 7.152 m<sup>2</sup> với diện tích xây dựng trên 3.129 m<sup>2</sup>. Doanh thu dự kiến đạt 300 tỷ đồng, với tỷ suất lợi nhuận gộp 15%, và thời gian hoàn thành dự kiến là năm 2027.

Dự án tiếp theo là PCC1 Thăng Long (quận Bắc Từ Liêm, Hà Nội), có quy mô lớn hơn nhiều, với diện tích đất trên 22.000 m<sup>2</sup>. Dự án bao gồm khu căn hộ cao 27 tầng và khu căn hộ thấp tầng (4 tầng). Dự án này dự kiến sẽ mang về cho Công ty 2.200 tỷ đồng doanh thu với tỷ suất lợi nhuận gộp 15%, dự kiến hoàn thành vào năm 2028.

**Khu công nghiệp (đóng góp 6% doanh thu năm 2024):** Trong nửa đầu năm 2025, mảng khu công nghiệp của PC1 vẫn giữ được đà tăng trưởng ổn định, với Khu công nghiệp Nhật Bản-Hải Phòng (NHIZ) mang lại 300 tỷ đồng doanh thu và 64 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Công ty tiếp tục triển khai nhiều dự án mới, với dự án Khu công nghiệp Nomura 2 (tỉnh Hải Phòng) dần có tiến triển tốt, dự kiến sẽ khởi công vào Q4/2025. Hiện công tác giải phóng mặt bằng và thiết kế chi tiết đang được thực hiện. Đồng thời, dự án KCN tại Vũng Tàu do công ty đề xuất đã chuyển sang giai đoạn phê duyệt quy hoạch và chính sách đầu tư. Điều này phản ánh cam kết dài hạn của PC1 trong việc mở rộng hạ tầng công nghiệp.

Ngoài ra, lợi nhuận của PC1 có tiềm năng cao hơn dự báo từ 30% cổ phần tại công ty liên kết WPG. Công ty này ghi nhận KQKD nửa đầu năm 2025 tích cực, với doanh thu 600 tỷ đồng và lợi nhuận thuần 231 tỷ đồng. Các dự án đang hoạt động của WPG – KCN Yên Phong 2A và Yên Lệnh – đang được triển khai qua giai đoạn xây dựng và bán hàng, trong khi ba dự án KCN mới (Đồng Văn 5, Đồng Văn 6 và Yên Lự) dự kiến sẽ khởi công vào Q4/2025. Tuy nhiên, về mặt thương mại, tốc độ bán hàng vẫn còn chậm do các nhà đầu tư FDI chọn “ngồi chờ” trong bối cảnh bất ổn liên quan đến chính sách thuế quan của Mỹ đối với Việt Nam và các nước láng giềng.

#### Bảng 11: Dự báo tốc độ tăng trưởng theo năm, PC1

HSC dự báo mảng xây dựng sẽ là động lực tăng trưởng chính của PC1 trong vòng 3 năm tới

	2025F	2026F	2027F	CAGR (2024A-2027F)
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>37.3%</b>	<b>-8.8%</b>	<b>0.2%</b>	<b>7.8%</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>10.6%</b>	<b>2.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>4.5%</b>
Điện	-5.7%	10.0%	3.3%	2.3%
Xây dựng	70.2%	-8.6%	10.0%	19.6%
BĐS	1,498.5%	-41.4%	-72.4%	37.3%
KCN	3.3%	0.0%	0.0%	1.1%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>67.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>22.0%</b>

Nguồn: HSC ước tính

#### Bảng 12: Dự báo lợi nhuận, PC1

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với CAGR là 8%/22% trong giai đoạn 2024-2027

Tỷ đồng	2024A	2025	Tăng trưởng	2026	Tăng trưởng	2027	Tăng trưởng	CAGR (2024A-27F)
Doanh thu thuần	10,089	13,861	37.4%	12,635	-8.8%	12,662	0.2%	7.9%
Lợi nhuận gộp	2,092	2,326	11.2%	2,379	2.3%	2,399	0.8%	4.7%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>468</b>	<b>785</b>	<b>67.9%</b>	<b>845</b>	<b>7.7%</b>	<b>853</b>	<b>0.9%</b>	<b>22.2%</b>
<b>Lợi nhuận 'cốt lõi'</b>	<b>553</b>	<b>846</b>	<b>53.0%</b>	<b>845</b>	<b>-0.1%</b>	<b>853</b>	<b>0.9%</b>	<b>15.5%</b>

Nguồn: HSC ước tính

### Giữ nguyên dự báo lợi nhuận

HSC giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 và 2027 đạt lần lượt 781 tỷ đồng (tăng trưởng 65%), 848 tỷ đồng (tăng trưởng 8%) và 857 tỷ đồng (tăng trưởng 1%). Mạng xây lắp điện vẫn là động lực tăng trưởng chính, được hỗ trợ bởi danh mục dự án chưa triển khai vững chắc, phù hợp với chủ trương đẩy mạnh mở rộng lưới điện quốc gia của Việt Nam. Đáng chú ý, chúng tôi chưa phản ánh doanh thu từ các dự án BĐS sắp triển khai như PC1 Gia Lâm và PC1 Thăng Long (dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2027-2028) vào mô hình dự báo lợi nhuận.

### Giữ nguyên giá mục tiêu, nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

#### Kết luận và phương pháp định giá

HSC giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 30.000đ. Tuy nhiên, sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào), với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn nhận thấy tiềm năng lợi nhuận cao hơn dự báo khi danh mục dự án ở tất cả các mảng kinh doanh của Công ty tiếp tục mở rộng, đặc biệt là mảng EPC và bất động sản, yếu tố thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn.

Các giả định cơ bản chính như sau:

- Doanh thu EPC tăng mạnh nhờ có danh mục dự án chưa triển khai vững chắc (6.892 tỷ đồng tính đến cuối năm 2024).
- Ghi nhận doanh thu từ dự án BĐS nhà ở đầu tiên Golden Tower-Gia Lâm, với 1.300 tỷ đồng trong năm 2025.
- Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 22%, chủ yếu nhờ lợi nhuận gộp của mảng EPC và mảng BĐS tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 19,6% và 37,3%.
- Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 3%.
- Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 1,2 lần. Theo đó, giả định WACC vẫn ở mức 10,3%.

**Bảng 13: Định giá DCF, PGV**

Giá mục tiêu mới là 30.000

Tỷ đồng	Giữa năm-2026
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
Giá trị hiện tại của UFCF giai đoạn 2025-2029	5,867
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	15,432
<b>Giá trị DN</b>	<b>21,298</b>
Cộng: tiền	2,788
Trừ: tổng nợ	(11,177)
<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>10,719</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	358
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>	<b>30,000</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 14: Tính toán WACC, PGV**

WACC không đổi ở mức 10,3%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.2
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>14.6%</b>
Ls bình quân	8.5%
Thuế TNDN	20.0%
<b>Chi phí vay</b>	<b>6.8%</b>
<b>WACC</b>	<b>10.3%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 15: Giá cổ phiếu và chỉ số VN30 Index**

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
<b>PC1</b>	<b>-5.9%</b>	<b>15.8%</b>	<b>5.6%</b>
VN30 Index	4.0%	28.9%	43.6%

Nguồn: HSC ước tính

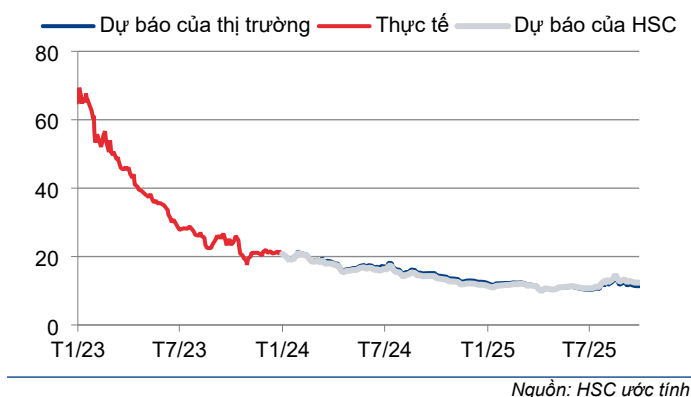
### Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của PC1 đã cải thiện trong 1 tháng qua, có thể nhờ tâm lý tích cực liên quan đến chủ trương cải cách ngành điện, đặc biệt là với nhiều dự án đường dây truyền tải và phát triển hạ tầng điện.

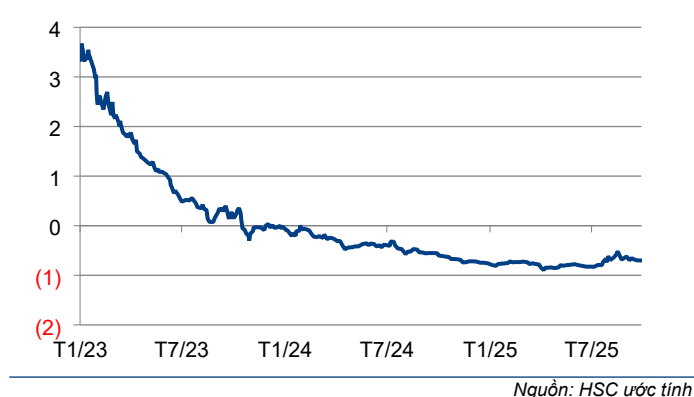
Cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 21,5 lần. Trong khi đó, như được trình bày trong Bảng 18, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn 5% so với bình quân của các công ty Tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị.

**Biểu đồ 16: P/B trượt dự phóng 1 năm, PC1**

PC1 hiện giao dịch tại /E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần ...


**Biểu đồ 17: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PC1**

và thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 21,5 lần


**Bảng 18: So sánh với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, PC1**

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	Lợi nhuận trên vốn CSH bq năm 2025
REE	1,348.7	9.2	9.5	13.1	14.0	1.7	13%
POW	1,276.1	7.2	5.7	20.7	22.2	1.0	5%
PGV	877.9	5.0	4.9	11.3	8.9	1.4	14%
GEG	219.6	5.8	6.3	8.1	13.5	1.1	16%
<b>Bình quân ngành trừ -PC1</b>	<b>930.6</b>	<b>6.8</b>	<b>6.6</b>	<b>13.3</b>	<b>14.7</b>	<b>1.3</b>	<b>12%</b>
<b>PC1</b>	<b>345.8</b>	<b>6.7</b>	<b>5.8</b>	<b>12.7</b>	<b>12.0</b>	<b>1.5</b>	<b>13%</b>
Chênh lệch so với bình quân các công ty khác	-63%	-2%	-12%	-5%	-18%	10%	+1ppts

Nguồn: HSC ước tính

### Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng bao gồm:

- Sản lượng quặng niken thấp hơn dự kiến do khó khăn trong khai thác.
- Chậm hoàn thành dự án BĐS nhà ở Golden Tower-Gia Lâm.
- Lỗ tỷ giá lớn do biến động tỷ giá.

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng bao gồm:

- Giá bán quặng niken cao hơn kỳ vọng.
- Tiến độ ghi nhận doanh thu từ các dự án BĐS nhà ở PC1 Gia Lâm và PCC1 Thăng Long nhanh hơn kỳ vọng.
- Tỷ suất lợi nhuận mảng EPC cao hơn kỳ vọng.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	7,694	10,089	13,861	12,635	12,662
Lợi nhuận gộp	1,448	2,092	2,326	2,379	2,399
Chi phí BH&QL	(391)	(566)	(674)	(683)	(697)
Thu nhập khác	10.8	19.3	0	0	0
Chi phí khác	(28.7)	(8.72)	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>1,039</b>	<b>1,537</b>	<b>1,652</b>	<b>1,696</b>	<b>1,701</b>
Lãi vay thuần	(785)	(743)	(524)	(416)	(345)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1.58	45.8	124	100	100
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>256</b>	<b>839</b>	<b>1,252</b>	<b>1,380</b>	<b>1,456</b>
Chi phí thuế TNDN	(74.3)	(129)	(250)	(276)	(291)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(145)	(242)	(216)	(259)	(313)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>36.3</b>	<b>468</b>	<b>785</b>	<b>845</b>	<b>853</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>87.0</b>	<b>421</b>	<b>706</b>	<b>761</b>	<b>767</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>1,811</b>	<b>2,414</b>	<b>2,563</b>	<b>2,626</b>	<b>2,655</b>
EPS (đồng)	101	1,307	2,195	2,363	2,384
EPS ĐC (đồng)	243	1,177	1,975	2,127	2,145
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,082	2,277	2,801	3,574	4,024
Đầu tư ngắn hạn	781	1,017	601	661	728
Phải thu khách hàng	2,771	3,112	4,236	3,844	4,016
Hàng tồn kho	958	1,588	1,710	1,494	1,509
Các tài sản ngắn hạn khác	92.0	92.3	239	244	228
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6,684</b>	<b>8,086</b>	<b>9,588</b>	<b>9,817</b>	<b>10,504</b>
TSCĐ hữu hình	9,752	9,343	9,798	9,079	8,375
TSCĐ vô hình	1,236	1,176	1,114	1,033	928
Bất động sản đầu tư	146	112	146	146	146
Đầu tư dài hạn	1.22	0.82	4.82	4.82	4.82
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,605	1,708	1,605	1,605	1,605
Tài sản dài hạn khác	751	561	570	597	627
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>13,492</b>	<b>12,902</b>	<b>13,238</b>	<b>12,465</b>	<b>11,685</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>20,175</b>	<b>20,988</b>	<b>22,826</b>	<b>22,282</b>	<b>22,189</b>
Nợ ngắn hạn	2,838	2,950	4,851	4,422	4,432
Phả trả người bán	1,049	1,121	1,121	1,121	1,121
Nợ ngắn hạn khác	577	478	763	811	790
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4,778</b>	<b>5,078</b>	<b>7,678</b>	<b>7,283</b>	<b>7,327</b>
Nợ dài hạn	7,902	7,831	6,331	5,331	4,331
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	305	305	305	305	305
Nợ dài hạn khác	11.8	12.5	0	0	0
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>8,219</b>	<b>8,148</b>	<b>6,636</b>	<b>5,636</b>	<b>4,636</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>13,028</b>	<b>13,272</b>	<b>14,345</b>	<b>12,941</b>	<b>11,978</b>
Vốn chủ sở hữu	5,078	5,526	6,291	7,152	8,021
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,069	2,190	2,190	2,190	2,190
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>7,148</b>	<b>7,716</b>	<b>8,481</b>	<b>9,342</b>	<b>10,211</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>20,175</b>	<b>20,988</b>	<b>22,826</b>	<b>22,282</b>	<b>22,189</b>
BVPS (đ)	14,200	15,452	17,590	19,997	22,427
Nợ thuần*/(tiền mặt)	8,658	8,504	8,380	6,179	4,739

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,039	1,537	1,652	1,696	1,701
Khấu hao	(772)	(878)	(911)	(929)	(954)
Lãi vay thuần	(785)	(743)	(524)	(416)	(345)
Thuế TNDN đã nộp	(74.3)	(129)	(250)	(276)	(291)
Thay đổi vốn lưu động	264	(568)	(532)	638	(119)
Khác	(165)	117	(245)	(182)	(249)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>1,051</b>	<b>1,090</b>	<b>1,011</b>	<b>2,390</b>	<b>1,651</b>
Đầu tư TS dài hạn	(492)	(446)	(1,304)	(129)	(144)
Góp vốn & đầu tư	(1,116)	(1,685)	416	(60.1)	(66.1)
Thanh lý	197	49.1	0	0	0
Khác	1,339	1,436	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(72.3)</b>	<b>(646)</b>	<b>(888)</b>	<b>(189)</b>	<b>(210)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(124)	(203)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	3.21	44.2	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,369)	(109)	401	(1,429)	(991)
Khác	(1.58)	(1.45)	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(1,492)</b>	<b>(268)</b>	<b>401</b>	<b>(1,429)</b>	<b>(991)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,581	2,082	2,277	2,801	3,574
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(513)</b>	<b>175</b>	<b>524</b>	<b>772</b>	<b>450</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	13.6	19.6	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>2,082</b>	<b>2,277</b>	<b>2,801</b>	<b>3,574</b>	<b>4,024</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>559</b>	<b>643</b>	<b>(292)</b>	<b>2,261</b>	<b>1,507</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.8	20.7	16.8	18.8	18.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	23.5	23.9	18.5	20.8	21.0
Tỷ suất LNT (%)	0.47	4.63	5.66	6.69	6.73
Thuế TNDN hiện hành (%)	29.0	15.4	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(7.94)	31.1	37.4	(8.84)	0.21
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(4.84)	33.3	6.14	2.46	1.12
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(82.2)	383	67.9	7.68	0.86
Tăng trưởng EPS (%)	(92.1)	1,189	67.9	7.68	0.86
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(82.2)	383	67.9	7.68	0.86
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	0.71	8.82	13.3	12.6	11.2
ROACE (%)	6.66	9.82	10.6	11.3	11.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.37	0.49	0.63	0.56	0.57
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.01	0.71	0.61	1.41	0.97
Số ngày tồn kho	56.0	72.5	54.1	53.2	53.7
Số ngày phải thu	162	142	134	137	143
Số ngày phải trả	61.3	51.2	35.5	39.9	39.9
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	174	159	139	91.4	63.4
Nợ/tài sản (%)	54.1	52.8	50.6	45.4	41.0
EBIT/lãi vay (lần)	1.32	2.07	3.15	4.08	4.93
Nợ/EBITDA (lần)	6.03	4.59	4.50	3.85	3.43
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.40	1.59	1.25	1.35	1.43
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	2.30	1.74	1.26	1.21	1.09
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.78	7.27	6.80	5.80	5.19
P/E (lần)	249	19.4	11.5	10.7	10.6
P/E ĐC (lần)	104	21.5	12.8	11.9	11.8
P/B (lần)	1.78	1.64	1.44	1.27	1.13
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

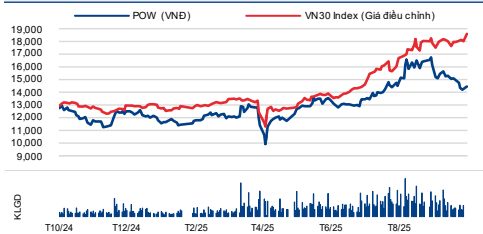
**Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ16,800 (từ VNĐ14,900)  
Tiềm năng tăng/giảm: 16.3%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (6/10/2025)</b>	<b>14,450</b>
Mã Bloomberg	POW VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,930-16,750
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,233
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	33,840
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,284
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,342
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,148
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,059
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.78%
Tỷ lệ freefloat	18.8%
Cổ đông lớn	PVN (79.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>-1 thg</b>	<b>-3 thg</b>	<b>-12 thg</b>
Cổ phiếu thường	(10.5)	7.43	11.6
So với chỉ số	(14.0)	(16.7)	(22.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	713	529	34.9
2026F	664	726	(8.5)
2027F	880	1,050	(16.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

POW đang vận hành công suất phát điện 4.2GW, khoảng 6% tổng công suất đặt của VN, và sẽ có thêm 1.6 GW điện LNG vận hành cuối năm 2025.

**Chuyên viên phân tích**

**Natalie Nguyễn**  
Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng  
natalie.nguyen@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 110

**Nguyễn Hoàng Nam**  
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng  
nam.nhoang@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 190

**Triển vọng lợi nhuận vững chắc, được hỗ trợ từ chính sách**

- Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi trong nửa đầu năm 2025 của POW tăng 69% so với cùng kỳ nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Sau chuyển đi thực địa đến công ty, HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của POW sẽ duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm 2025 khi công ty lùi thời gian vận hành nhà máy Nhơn Trạch 3&4 (NT3&4) đến Q1/2026.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 32% dự báo lợi nhuận năm 2025, do tác động tích cực của việc tăng sản lượng hợp đồng phân bổ tại nhà máy Nhơn Trạch 1&2 lớn hơn tác động từ sự sụt giảm sản lượng điện cũng như việc lùi thời gian ghi nhận các khoản lỗ trong thời gian đầu vận hành nhà máy NT3&4. Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 22,8% trong giai đoạn 2024-2027.
- Chúng tôi tăng 13% giá mục tiêu lên 16.800đ trong khi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng trong bối cảnh cải cách pháp lý đáng khích lệ.

**Sự kiện: KQKD vững chắc trong bối cảnh các dự án chậm tiến độ**

POW công bố KQKD Q2/2025 vững chắc với lợi nhuận thuần tăng 47% so với cùng kỳ đạt 574,7 tỷ đồng, nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ tại các nhà máy điện khí, điện than và thủy điện vững chắc, mặc dù sản lượng điện đầu ra chỉ tăng 2% so với cùng kỳ. Trong khi đó, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi (không bao gồm tác động của biến động tỷ giá) trong nửa đầu năm 2025 tăng vọt 69% so với cùng kỳ đạt 1.380 tỷ đồng nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ tăng mạnh 43% và tỷ suất lợi nhuận cải thiện.

Cho nửa cuối năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hợp đồng phân bổ của POW vẫn duy trì ở mức cao, tỷ suất lợi nhuận vẫn sẽ ổn định trong khi thời gian vận hành chính thức nhà máy NT3&4 được lùi đến Q1/2026. Tính đến 8 tháng đầu năm 2025, doanh thu tăng 15% so với cùng kỳ đạt 22,2 nghìn tỷ đồng, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng và tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ chiếm đến 95% sản lượng điện sản xuất. Kết quả trên đã củng cố niềm tin vào các chính sách hỗ trợ liên tục được ban hành.

**Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn**

HSC tăng 32% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, chủ yếu nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ của nhà máy Nhơn Trạch 1&2 cao hơn kỳ vọng cũng như việc lùi thời gian vận hành thương mại nhà máy NT3&4, điều này giúp Công ty chậm ghi nhận các khoản lỗ trong thời gian đầu vận hành và giảm chi phí lãi vay. Mặc dù chúng tôi giảm 26% dự báo sản lượng điện sản xuất cho năm 2025, tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ tăng cao đã giúp tỷ suất lợi nhuận gộp tăng thêm 3,5 điểm phần trăm lên 12,6%. Cho năm 2026-2027, tỷ lệ lợi nhuận gộp/kWh vẫn được giữ nguyên mặc dù sản lượng điện đầu ra có giảm nhẹ. Nhìn chung, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 lần lượt ở mức 23,5% và 22,8%, nhờ sự cải thiện của sản lượng hợp đồng phân bổ và tỷ suất lợi nhuận.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 3 tháng qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, POW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,8 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 23,9 lần. Chúng tôi tăng 12,8% giá mục tiêu lên 16.800đ – cho thấy tiềm năng tăng giá 16% và P/E năm 2025-2026 lần lượt ở mức 23,6 lần và 25,3 lần – duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu POW vì công ty đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ đề xuất sửa đổi Nghị định 56 nhằm quy định mức sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu cho các nhà máy nhiệt điện khí và LNG cũng như tác động tích cực của Nghị quyết 70 trong việc khuyến khích khu vực tư nhân đầu tư vào ngành điện.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,878	2,503	8,366	9,202	9,372
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,038	1,112	1,670 ▲	1,555 ▲	2,061 ▲
EPS ĐC (đồng)	359	475	713 ▲	664 ▲	880 ▲
DPS (đồng)	300	0	0	0	0
BVPS (đồng)	13,414	13,668	14,197	14,824	15,644
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.2	18.0	7.38	5.72	4.97
P/E ĐC (lần)	40.2	30.4	20.3	21.8	16.4
Lợi suất cổ tức (%)	2.08	0	0	0	0
P/B (lần)	1.08	1.06	1.02	0.97	0.92
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.2)	32.2	50.3	(6.90)	32.5
ROAE (%)	3.35	3.51	5.12	4.58	5.78

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Sửa đổi chính sách hỗ trợ tăng trưởng; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

POW đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ việc thay đổi chính sách theo hướng thuận lợi, với các đề xuất sửa đổi Nghị định 56 nhằm đảm bảo sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí và LNG ở mức cao, trong khi Nghị quyết 70 khuyến khích khu vực tư nhân đầu tư nhiều hơn vào các dự án điện. Dựa trên sản lượng hợp đồng phân bổ tại nhà máy Nhơn Trạch 1&2 cao hơn kỳ vọng và việc lùi thời gian ghi nhận các khoản lỗ của nhà máy NT3&4 (do chậm vận hành thương mại), HSC tăng 32% dự báo lợi nhuận năm 2025 mặc dù giảm 26% dự báo sản lượng điện sản xuất, với tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện 3,5 điểm phần trăm lên 12,6%. Dự báo mới cho thấy doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 23,5% và 22,8%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 16.800đ nhưng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 16%.

### Chính sách thuận lợi sẽ hỗ trợ công ty đẩy mạnh đầu tư

Với danh mục dự án phát điện đa dạng, POW có thể hưởng lợi trực tiếp từ các đề xuất sửa đổi Nghị định 56, nhằm quy định mức sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu cho các nhà máy nhiệt điện sử dụng khí đốt trong nước và LNG. Điều này sẽ giúp cải thiện doanh thu cho các nhà máy phát điện chính của POW như các nhà máy Nhơn Trạch 1&2 và các dự án LNG Nhơn Trạch 3&4 (NT3&4) trong thời gian tới. Ngoài ra, sự hỗ trợ của Nghị quyết 70 đối với các DNNN trong việc huy động vốn CSH có thể giúp PVN (công ty mẹ của POW) linh hoạt hơn về mặt tài chính, từ đó có thể bơm thêm vốn để mở rộng dự án hoặc củng cố bảng CĐKT. POW cũng hưởng lợi từ việc được đưa vào quy hoạch điện cho thời gian tới, vì các nhà máy điện khí LNG vẫn đóng vai trò rất quan trọng đối với nguồn cung điện nền ở miền Bắc và miền Nam.

### KQKD Q2/2025 vững chắc: Sản lượng điện tăng mạnh và sản lượng hợp đồng phân bổ cao

POW công bố KQKD Q2/2025 vững chắc, với lợi nhuận thuần tăng 47% so với cùng kỳ lên 574,7 tỷ đồng, mặc dù sản lượng điện sản xuất chỉ tăng khiêm tốn 2% so với cùng kỳ, phù hợp với nhu cầu điện của cả nước.

**Bảng 19: KQKD Q2/2025 và 6 tháng đầu năm 2025, POW**

Tỷ đồng	Q2/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	So với cùng kỳ	% dự báo của HSC	% kế hoạch Công ty
<b>Doanh thu</b>	<b>9,415</b>	<b>0.3%</b>	<b>16%</b>	<b>17,565</b>	<b>12%</b>	<b>41%</b>	<b>46%</b>
Giá vốn hàng bán	-8,210	-5%	12%	-15,544	7%		
Lợi nhuận gộp	1,205	64%	48%	2,021	82%		
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>13%</i>	<i>+5 ppts</i>	<i>+3ppts</i>	<i>12%</i>	<i>+5ppts</i>	<i>9.1%</i>	
Chi phí BH&QL	-227	16%	-33%	-565	81%		
Thu nhập tài chính	205	96%	N/m	413	101%		
Chi phí tài chính thuần	-399	94%	127%	-574	59%		
Công ty liên kết	0.04	N/m	N/m	1	-19%		
Thu nhập thuần khác	1	N/m	-166%	-0.3	N/m		
LNTT	784	77%	54%	1,295	80%		
LNST	733	66%	55%	1,205	83%		275%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>575</b>	<b>47%</b>	<b>29%</b>	<b>1,020</b>	<b>52%</b>	<b>80%</b>	
<b>Lợi nhuận 'cốt lõi'</b>	<b>782</b>	<b>61%</b>	<b>31%</b>	<b>1,380</b>	<b>69%</b>	<b>97%</b>	

Nguồn: POW, HSC ước tính

**Bảng 20: KQKD Q2/2025 và 6 tháng đầu năm 2025 theo loại hình điện, POW**

Phân bổ sản lượng Qc được cải thiện đáng kể cho NT1 và NT2 đã giúp tổng sản lượng hợp đồng Qc của POW tăng lên.

triệu kWh	Q2/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	So với cùng kỳ
<b>Nhiệt điện khí</b>	<b>2,716</b>	<b>38%</b>	<b>32%</b>	<b>4,768</b>	<b>52%</b>
Cà Mau 1 & 2	1,302	11%	5%	2,547	9%
Nhơn Trạch 2 (NT2)	956	21%	52%	1,584	100%
Nhơn Trạch 1 (NT1)	458	N/m	156%	637	N/m
<b>Nhiệt điện than</b>	<b>1,708</b>	<b>27%</b>	<b>16%</b>	<b>3,176</b>	<b>33%</b>
Vũng Áng 1	1,708	27%	16%	3,176	33%
<b>Thủy điện</b>	<b>242</b>	<b>45%</b>	<b>33%</b>	<b>424</b>	<b>27%</b>
Hua Na	114	52%	75%	179	44%
Dak drink	128	39%	9%	245	17%
<b>Tổng cộng</b>	<b>4,666</b>	<b>34%</b>	<b>26%</b>	<b>8,368</b>	<b>43%</b>

Nguồn: POW, HSC ước tính

KQKD trên có được là nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ của tất cả các nhà máy phát điện tăng mạnh (Bảng 20), với 1) nhà máy điện khí Nhơn Trạch 2 nhận tăng 21% so với cùng kỳ (chiếm 20% tổng sản lượng hợp đồng phân bổ trong nửa đầu năm 2025), trong khi nhà máy điện khí Nhơn Trạch 1 được phân bổ trở lại ở mức 458 triệu kWh (so với mức 0 trong Q2/2024), 2) nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng tăng 27% so với cùng kỳ, và 3) sản lượng hợp đồng phân bổ cho thủy điện tăng vọt 45% so với cùng kỳ.

Đáng chú ý, tổng sản lượng hợp đồng phân bổ đã cao hơn sản lượng điện sản xuất thực tế. Đặc biệt đối với các nhà máy điện khí, sản lượng hợp đồng phân bổ tăng 38% so với cùng kỳ trong khi sản lượng điện sản xuất giảm 9% so với cùng kỳ (Bảng 21). Tại nhà máy Nhơn Trạch 1 và 2, sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn 29% và 23% so với sản lượng điện đầu ra.

**Bảng 21: Sản lượng điện theo loại hình Q2/2025 và 6 tháng đầu năm 2025, POW**

Tổng sản lượng điện Q2/2025 đi ngành so với cùng kỳ

triệu kWh	Q2/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	So với cùng kỳ
<b>Nhiệt điện khí</b>	<b>2,528</b>	<b>-9%</b>	<b>16%</b>	<b>4,703</b>	<b>7%</b>
Cà Mau 1 & 2	1,397	-15%	-5%	2,862	-8%
Nhơn Trạch 2 (NT2)	776	-24%	31%	1,369	16%
Nhơn Trạch 1 (NT1)	355	246%	203%	472	345%
<b>Nhiệt điện than</b>	<b>1,936</b>	<b>4%</b>	<b>10%</b>	<b>3,696</b>	<b>4%</b>
Vũng Áng 1	1,936	4%	10%	3,696	4%
<b>Thủy điện</b>	<b>330</b>	<b>63%</b>	<b>3%</b>	<b>651</b>	<b>58%</b>
Hua Na	175	114%	50%	292	86%
Dak drink	132	10%	-32%	325	27%
Nậm Nơn	23	N/m	109%	34	N/m
<b>Nhiệt điện khí LNG</b>	<b>105</b>	<b>N/m</b>	<b>0</b>	<b>105</b>	<b>N/m</b>
Nhơn Trạch 3&4	105	N/m	0	105	N/m
<b>Tổng cộng</b>	<b>4,899</b>	<b>2%</b>	<b>15%</b>	<b>9,155</b>	<b>9%</b>

Nguồn: POW, HSC ước tính

**Bảng 22: Doanh thu theo loại hình điện, POW**

Tỷ đồng	Q2/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	So với cùng kỳ
<b>Nhiệt điện khí</b>	<b>5,385</b>	<b>-5%</b>	<b>21%</b>	<b>9,835</b>	<b>14%</b>
Cà Mau 1 & 2	2,478	-24%	-10%	5226	-13%
Nhơn Trạch 2 (NT2)	2,052	-6%	52%	3406	40%
Nhơn Trạch 1 (NT1)	855	291%	146%	1203	432%
<b>Nhiệt điện than</b>	<b>3,527</b>	<b>3%</b>	<b>12%</b>	<b>6,671</b>	<b>5%</b>
Vũng Áng 1	3,527	3%	12%	6671	5%
<b>Thủy điện</b>	<b>301</b>	<b>159%</b>	<b>-7%</b>	<b>624</b>	<b>50%</b>
Hua Na	193	1114%	36%	335	89%
Dak drink	108	8%	-40%	289	20%
<b>Tổng cộng</b>	<b>9,213</b>	<b>0%</b>	<b>16%</b>	<b>17,130</b>	<b>12%</b>

Nguồn: POW, HSC ước tính

Trong nửa đầu năm 2025, lợi nhuận thuần của POW đạt 1.020 tỷ đồng (tăng 52% so với cùng kỳ và bằng 80% dự báo trước đó cho cả năm 2025 của chúng tôi) trên doanh thu 17.565 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ, bằng 41% dự báo trước đó cho cả năm của chúng tôi). Lợi nhuận gộp của POW tăng mạnh 82% so với cùng kỳ lên 2 nghìn tỷ đồng, nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 5 điểm phần trăm lên 12%. Tỷ suất lợi nhuận cải thiện đa phần nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ tăng 43% so với cùng kỳ, cao hơn nhiều so với mức tăng 9% của sản lượng phát điện thực tế, đảm bảo cho POW đạt được mức doanh thu cao hơn sản lượng phân bổ thực tế. Chi phí bán hàng & quản lý tăng 81% so với cùng kỳ lên 550 tỷ đồng do trích lập dự phòng 136 tỷ đồng và chi phí lao động tăng cao. Tuy nhiên, mức tăng của tỷ suất lợi nhuận đã bù trừ gần như toàn bộ phần chi phí tăng cao này.

Loại trừ tác động từ tỷ giá và chi phí dự phòng, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi đã tăng 69% so với cùng kỳ lên 1.380 tỷ đồng (bằng 97% dự báo trước đó cho cả năm 2025 của chúng tôi), cho thấy tác động tích cực từ việc phân bổ sản lượng hợp đồng thuận lợi hơn cho các nhà máy điện khí của Công ty Vận hành hệ thống điện và thị trường điện Quốc gia (NSMO).

### Triển vọng nửa cuối năm 2025: Sản lượng hợp đồng phân bổ vẫn ở mức cao + hoãn vận hành thương mại nhà máy NT3&4

HSC dự báo POW sẽ tiếp tục hưởng lợi trong nửa cuối năm 2025, từ việc tăng sản lượng hợp đồng phân bổ, đặc biệt là việc đưa ra chính sách ưu đãi trước khi các nhà máy điện khí LNG là Nhơn Trạch 3 và 4 (NT3&4) chính thức vận hành thương mại. Với nhu cầu điện trên cả nước nhìn chung vẫn tương đối yếu, việc giữ sản lượng hợp đồng phân bổ ổn định có thể sẽ giúp tỷ suất lợi nhuận ổn định, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp được duy trì ở mức trên 10%.

Tính đến 8 tháng đầu năm 2025, POW ghi nhận KQKD vững chắc, với doanh thu 22,2 nghìn tỷ đồng (tăng 15% so với cùng kỳ) và sản lượng tiêu thụ 11,6 tỷ kWh (tăng 12% so với cùng kỳ). Đà tăng trưởng trên có được là nhờ sản lượng tiêu thụ cải thiện và giá bán bình quân tăng 3% so với cùng kỳ khi sản lượng hợp đồng phân bổ được giữ ở mức cao, đóng góp lên đến 95% tổng sản lượng điện đầu ra. Đáng chú ý, mặc dù giá phát điện cạnh tranh trong tháng 8 còn khá thấp, ở mức 837đ/kWh (giảm 44% so với cùng kỳ, tăng 31% so với tháng trước), doanh thu thuần của POW vẫn nhận được sự hỗ trợ từ sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn. Điều này củng cố kỳ vọng rằng sản lượng hợp đồng phân bổ sẽ tiếp tục thuận lợi trong những tháng còn lại của năm 2025.

Đối với thủy điện, mặc dù sản lượng đầu ra đạt mức vừa phải trong Q3/2025, mùa mưa đến sớm báo hiệu mảng này sẽ ghi nhận KQKD tích cực. Đối với mảng điện than, nhà máy Vũng Áng 1 vẫn là trường hợp ngoại lệ với sản lượng đầu ra và vận hành ổn định (tốt hơn các nhà máy khác thuộc mảng phát điện này) bất chấp những khó khăn như sự mất cân đối giữa nguồn cung than thực tế và mức nhiên liệu đầu vào theo thiết kế của nhà máy.

Đối với các nhà máy điện khí LNG, tính đến cuối tháng 7/2025, tiến độ triển khai các gói thầu EPC cho các dự án Nhơn Trạch 3&4 đạt 98,2%, với các hạng mục chính gần hoàn thành, bao gồm 99% thiết kế chi tiết, 99,97% xây dựng và 66,6% thử nghiệm. Nhà máy Nhơn Trạch 3 đã đạt được nhiều cột mốc quan trọng, bao gồm lần đốt lửa đầu tiên (11/1) và hòa lưới điện (5/2), và hiện đang chạy thử nghiệm với chu kỳ hỗn hợp, với khoảng 195 triệu kWh đã được phát lên lưới điện. Nhà máy dự kiến sẽ được vận hành thương mại vào đầu Q1/2026. Trong khi đó, nhà máy Nhơn Trạch 4 đã hoàn thành việc hòa lưới điện cho tuabin khí số 2 vào ngày 27/6/2025 và hiện đang trong giai đoạn điều chỉnh thông số, dự kiến vận hành thương mại vào Q1/2026. Các mốc thời gian hoàn thành cho thấy công tác thi công nhà máy NT3&4 chậm hơn một chút so với dự báo của chúng tôi là sẽ bắt đầu vận hành thương mại trong Q3-Q4/2025.

### Dự báo mới: Sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn kỳ vọng, lùi thời gian vận hành nhà máy NT3&4

HSC tăng 32% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 chủ yếu do (1) sản lượng hợp đồng phân bổ cho nhà máy Nhơn Trạch 1 và 2 cao hơn kỳ vọng, và (2) lùi thời gian vận hành chính thức nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4, dự kiến sẽ tạo ra các khoản lỗ trong giai đoạn đầu vận hành. Chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 nhưng giảm nhẹ dự báo sản lượng đầu ra của các nhà máy điện khí nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn trong bối cảnh nhu cầu điện của cả nước tăng chậm lại. Cụ thể:

- **Điều chỉnh sản lượng đầu ra sau điều chỉnh sản lượng điện khí:** HSC giảm 28% dự báo tổng sản lượng điện đầu ra cho năm 2025 chủ yếu do điều chỉnh sản lượng đầu ra điện khí: 1) giảm 19% dự báo sản lượng đầu ra của nhà máy Nhơn Trạch 2 xuống còn 3.250 triệu kWh, 2) lùi thời điểm vận hành thương mại nhà máy Nhơn Trạch 3&4 từ Q3-Q4/2025 sang cuối Q1/2026 (như đã đề cập ở phần trên) làm sản lượng đầu ra của POW giảm 2.500 triệu kWh. Cho năm 2026-2027, chúng tôi giảm lần lượt 1%/4% dự báo tổng sản lượng đầu ra nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với nhà máy Nhơn Trạch 2. Chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng đầu ra của nhà máy này ở mức 3.250 triệu kWh mỗi năm.
- **Giả định sản lượng hợp đồng phân bổ vẫn thuận lợi** Dự báo mới của HSC phản ánh sản lượng hợp đồng phân bổ dành cho các nhà máy nhiệt điện khí của POW cải thiện hơn. Chúng tôi điều chỉnh tăng tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên sản lượng đầu ra của nhà máy Nhơn Trạch 1 trong năm 2025 lên 100% từ 80% trước đó. Đối với nhà máy Nhơn Trạch 2, chúng tôi tăng dự báo tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên sản lượng đầu ra lên 120% năm 2025 và lên 92% trong năm 2026-2027 (từ 88% trước đó). Việc điều chỉnh tăng này dựa trên giả định rằng POW sẽ tiếp tục hưởng lợi từ việc tăng sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy NT3&4 trong giai đoạn đầu vận hành thương mại. Giả định này được đưa ra dựa trên các đề xuất sửa đổi Nghị định 56, trong đó có cơ chế sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu cho các nhà máy nhiệt điện khí trong nước, giúp cải thiện công suất hoạt động và lợi nhuận trong những năm đầu hoạt động của NT3&4.
- **Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ cao:** Tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên sản lượng đầu ra cải thiện sẽ tác động trực tiếp và tích cực đến khả năng sinh lời. Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của POW trong năm 2025 sẽ tăng 3,5 điểm phần trăm lên 12,6%. Cho năm 2026-2027, mặc dù sản lượng đầu ra được dự báo giảm nhưng tác động này sẽ được bù đắp bởi mức tăng của tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ/sản lượng đầu ra, cho phép POW duy trì lợi nhuận gộp trên mỗi kWh ổn định, ở mức khoảng 200đ/kWh. Điều này phản ánh chất lượng lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận ổn định trên toàn bộ danh mục phát điện của công ty.
- **Chi phí lãi vay giảm lùi thời điểm vận hành thương mại nhà máy mới:** Việc lùi thời điểm vận hành chính thức nhà máy NT3&4 dẫn đến việc giảm 24% chi phí lãi vay trong năm 2025.

**Bảng 23: Điều chỉnh tỷ lệ sản lượng hợp đồng đầu ra, POW**

	Cũ			Mới		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Nhơn Trạch 1	80%	80%	80%	100%	80%	80%
Nhơn Trạch 2	88%	88%	88%	120%	92%	92%

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 24: Dự báo sản lượng điện, POW**

Chúng tôi điều chỉnh hạ dự báo sản lượng điện đầu ra của nhà máy Nhơn Trạch 2 và NT3&amp;4

triệu kWh	Cũ			Mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Nhiệt điện khí	13,500	18,500	19,500	8,200	18,250	18,750	-39%	-1%	-4%
Nhiệt điện than	6,000	5,800	5,800	6,000	5,800	5,800	0%	0%	0%
Thủy điện	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	0%	0%	0%
Điện mặt trời	6	6	6	6	6	6	0%	0%	0%
<b>Tổng cộng</b>	<b>20,526</b>	<b>25,326</b>	<b>26,326</b>	<b>15,226</b>	<b>25,076</b>	<b>25,576</b>	<b>-26%</b>	<b>-1%</b>	<b>-3%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 25: Dự báo cũ và dự báo mới, POW**

Tỷ đồng	Cũ				Mới			Điều chỉnh		
	2024A	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>30,306</b>	<b>43,286</b>	<b>55,902</b>	<b>57,427</b>	<b>30,648</b>	<b>56,471</b>	<b>57,144</b>	<b>-29%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>
Lợi nhuận gộp	1,998	3,956	4,773	4,946	3,860	4,915	5,090	-2%	3%	3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6.6%	9.1%	8.5%	8.6%	12.6%	8.7%	8.9%	+3.5ppts	+0.2ppts	+0.3ppts
Thu nhập/ (chi phí) lãi thuần	(279)	(1,501)	(1,832)	(1,353)	(1,138)	(1,837)	(1,349)	-24%	0%	0%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>1,112</b>	<b>1,268</b>	<b>1,458</b>	<b>1,941</b>	<b>1,670</b>	<b>1,555</b>	<b>2,061</b>	<b>32%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>
<b>Lợi nhuận 'cốt lõi'</b>	<b>938</b>	<b>1,421</b>	<b>1,458</b>	<b>1,941</b>	<b>1,922</b>	<b>1,555</b>	<b>2,061</b>	<b>35%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>
Tổng sản lượng (triệu kWh)	16,077	20,526	25,326	26,326	15,226	25,076	25,576	-26%	-1%	-3%
Lợi nhuận gộp (đồng/kWh)	124	193	188	188	253	196	199	32%	4%	6%
Giá bán bình quân (đồng/kWh)	1,885	2,109	2,207	2,181	2,013	2,252	2,234	-5%	2%	2%

Nguồn: HSC ước tính

Với sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn kỳ vọng và tỷ suất lợi nhuận cải thiện, HSC nâng dự báo lợi nhuận năm 2025 của POW. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 lần lượt là 23,5% và 22,8%. Đà tăng trưởng tích cực này cho thấy vị thế vững chắc của POW trong bối cảnh môi trường pháp lý thuận lợi, sự hỗ trợ của sản lượng hợp đồng phân bổ cao và đòn bẩy hoạt động cải thiện khi các nhà máy điện khí và LNG cũ của công ty đã chuyển đổi sang một danh mục cân bằng và có tính hiệu quả cao hơn.

### Cập nhật thông tin tại ĐHCĐ bất thường: Kế hoạch chia cổ tức/cổ phiếu thưởng + phát hành quyền mua

Tại ĐHCĐ bất thường diễn ra vào ngày 25/9/2025, POW đã được cổ đông thông qua kế hoạch tăng vốn điều lệ bằng cách phát hành cổ phiếu. Kế hoạch phát hành bao gồm hai phần: phát hành 19% thông qua cổ tức bằng cổ phiếu và cổ phiếu thưởng, được lấy từ lợi nhuận giữ lại hoặc quỹ đầu tư phát triển và dự kiến sẽ được thực hiện trong năm 2025. Ngoài ra, công ty sẽ phát hành quyền mua 12% với giá 10.000đ/cp, dự kiến triển khai vào cuối năm 2025 hoặc Q1/2026. Công ty kỳ vọng sẽ thu được 2.810 tỷ đồng thông qua phát hành quyền mua để tài trợ cho các dự án nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4, dự kiến giải ngân trong Q4/2025 và Q1/2026. POW dự kiến sẽ nộp hồ sơ lên Ủy ban Chứng khoán Nhà nước từ ngày 26/9/2025 đến ngày 5/11/2025. Việc phân phối cổ phiếu và hoàn tất việc phát hành vào ngày 7/2/2026.

### Định giá và khuyến nghị

#### Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 12,8% giá mục tiêu đối với POW lên 16.800đ (so với trước đó là 14.900đ trước đó). Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 16% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 23,6 lần và 25,3 lần. Chúng tôi duy trì

khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với POW trong bối cảnh cải cách quy định theo hướng tích cực.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá POW vì công ty tiếp tục tạo ra dòng tiền bền vững từ danh mục các nhà máy điện đa dạng, đặc biệt là với cụm nhà máy điện Nhơn hưởng lợi từ sản lượng hợp đồng phân bổ. Các giả định cơ bản chính như sau:

- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.
- Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 0,9 lần. Theo đó, giả định WACC được giữ nguyên ở mức 9,3%.

Theo đó, giá trị hiện tại của định giá cuối kỳ chiếm 67% (so với 56% trước đây) giá trị công ty của POW (chưa được điều chỉnh cho phần nợ thuần của công ty).

**Bảng 26: Định giá DCF, POW**

Giá mục tiêu mới là 16.800

Tỷ đồng	Giá trị (Giữa năm 2026)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị hiện tại của UFCF giai đoạn 2025-2029	24,641
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	42,775
<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>67,416</b>
Cộng: tiền	3,515
Trừ: tổng nợ	(31,441)
<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>39,490</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>16,800</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 27: Tính toán WACC, POW**

WACC duy trì ở mức 9.3%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	11.8%
Chi phí vay	6.8%
<b>WACC</b>	<b>9.3%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 28: Diễn biến giá cổ phiếu, POW và VN30 Index**

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
<b>POW</b>	<b>-10.5%</b>	<b>7.4%</b>	<b>11.6%</b>
VN30 Index	4%	28.9%	43.6%

Nguồn: HSC ước tính

**Bối cảnh định giá**

Giá cổ phiếu của POW đã tăng trong 3 tháng qua, có thể nhờ tâm lý tích cực của thị trường xung quanh các cải cách của ngành điện cũng như tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên sản lượng đầu của nhà máy Nhơn Trạch 1 và 2 cao hơn kỳ vọng.

Cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,8 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 23,9 lần. Trong khi đó, như được trình bày trong Bảng 31, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 cao hơn 83% so với bình quân của các công ty Tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị.

**Biểu đồ 29: P/E trượt dự phóng 1 năm, POW**

Biểu đồ 30: P/E trượt dự phóng 1 năm, POW 21,8 lần...



Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 31: Độ lệch chuẩn so với bình quân, POW**

... thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 23,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 32: So sánh với các công ty cùng ngành, POW**

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	Lợi nhuận/ vốn CSH trung bình 2025
REE	1,348.7	9.2	9.5	13.1	14.0	1.7	13%
PGV	877.9	5.0	4.9	11.3	8.9	1.4	14%
PC1	345.8	6.7	5.8	12.7	12.0	1.5	13%
GEG	219.6	5.8	6.3	8.1	13.5	1.1	16%
<b>Bình quân ngành trừ POW</b>	<b>698.0</b>	<b>6.7</b>	<b>6.6</b>	<b>11.3</b>	<b>12.1</b>	<b>1.4</b>	<b>14%</b>
<b>POW</b>	<b>1,276.1</b>	<b>7.2</b>	<b>5.7</b>	<b>20.7</b>	<b>22.2</b>	<b>1.0</b>	<b>5%</b>
<i>Chênh lệch so với bình quân</i>	83%	8%	-14%	83%	83%	-29%	-9ppts

Nguồn: HSC ước tính

### Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng bao gồm:

- Sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí thấp hơn kỳ vọng.
- Giá đầu khí đốt/than đầu vào cao hơn dự kiến.
- Lỗ tỷ giá lớn do biến động tỷ giá.
- Tiếp tục lùi thời gian vận hành thương mại nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG NT3&4.

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng bao gồm:

- Sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí năm 2026-2027 cao hơn kỳ vọng.
- Sản lượng đầu ra từ nhà máy NT3&4 trong năm 2026-2027 cao hơn kỳ vọng, đặc biệt sau đề xuất tăng sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí LNG từ 65% lên 75%.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	28,329	30,306	30,648	56,471	57,144
Lợi nhuận gộp	2,704	1,998	3,860	4,915	5,090
Chi phí BH&QL	(1,268)	(878)	(613)	(1,129)	(1,143)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>1,436</b>	<b>1,120</b>	<b>3,247</b>	<b>3,785</b>	<b>3,947</b>
Lãi vay thuần	(186)	(279)	(1,138)	(1,837)	(1,349)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	40.1	42.2	50.3	51.0	51.8
Lợi nhuận khác	152	500	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>1,442</b>	<b>1,383</b>	<b>2,159</b>	<b>1,999</b>	<b>2,650</b>
Chi phí thuế TNDN	(159)	(172)	(194)	(170)	(225)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(245)	(99.8)	(295)	(274)	(364)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>1,038</b>	<b>1,112</b>	<b>1,670</b>	<b>1,555</b>	<b>2,061</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>841</b>	<b>209</b>	<b>1,670</b>	<b>1,555</b>	<b>2,061</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>2,878</b>	<b>2,503</b>	<b>8,366</b>	<b>9,202</b>	<b>9,372</b>
EPS (đồng)	443	475	713	664	880
EPS ĐC (đồng)	359	475	713	664	880
DPS (đồng)	300	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	8,440	11,564	3,515	15,749	16,455
Đầu tư ngắn hạn	2,391	4,112	4,112	4,112	4,112
Phải thu khách hàng	14,560	11,873	12,400	22,686	22,725
Hàng tồn kho	2,167	1,795	1,607	3,093	3,123
Các tài sản ngắn hạn khác	1,484	636	506	974	983
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>29,042</b>	<b>29,981</b>	<b>22,140</b>	<b>46,615</b>	<b>47,399</b>
TSCĐ hữu hình	35,394	44,029	56,637	51,390	46,135
TSCĐ vô hình	39.3	51.4	44.6	37.1	28.9
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	375	678	360	342	325
Đầu tư vào Cty LD,LK	585	88.1	645	677	711
Tài sản dài hạn khác	4,927	5,088	4,000	4,000	4,000
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>41,320</b>	<b>49,934</b>	<b>61,687</b>	<b>56,447</b>	<b>51,201</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>70,362</b>	<b>79,915</b>	<b>83,827</b>	<b>103,062</b>	<b>98,600</b>
Nợ ngắn hạn	5,507	13,508	10,289	18,394	18,042
Phải trả người bán	15.9	15.7	13.2	28.7	27.8
Nợ ngắn hạn khác	21,090	19,768	14,224	29,223	28,353
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>26,785</b>	<b>33,457</b>	<b>24,748</b>	<b>47,896</b>	<b>46,727</b>
Nợ dài hạn	7,172	9,151	21,151	16,151	11,151
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	121	119	120	126	132
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>7,294</b>	<b>9,270</b>	<b>21,271</b>	<b>16,277</b>	<b>11,284</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>36,243</b>	<b>45,234</b>	<b>47,774</b>	<b>65,401</b>	<b>58,871</b>
Vốn chủ sở hữu	31,415	32,009	33,248	34,715	36,637
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,705	2,671	2,805	2,945	3,093
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>34,119</b>	<b>34,681</b>	<b>36,053</b>	<b>37,661</b>	<b>39,729</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>70,362</b>	<b>79,915</b>	<b>83,827</b>	<b>103,062</b>	<b>98,600</b>
BVPS (đ)	13,414	13,668	14,197	14,824	15,644
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,239	11,095	27,926	18,796	12,738

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,436	1,120	3,247	3,785	3,947
Khấu hao	(1,442)	(1,383)	(5,119)	(5,416)	(5,425)
Lãi vay thuần	(186)	(279)	(1,138)	(1,837)	(1,349)
Thuế TNDN đã nộp	(159)	(172)	(194)	(170)	(225)
Thay đổi vốn lưu động	(1,249)	941	(1,782)	3,739	(928)
Khác	2,068	1,351	(3,842)	(1,040)	(3,465)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>3,352</b>	<b>4,344</b>	<b>1,410</b>	<b>9,894</b>	<b>3,405</b>
Đầu tư TS dài hạn	(6,312)	(9,793)	(17,721)	(162)	(162)
Góp vốn & đầu tư	(3,071)	(6,452)	0	0	0
Thanh lý	2,455	4,730	0	0	0
Khác	443	542	457	636	648
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(6,485)</b>	<b>(10,973)</b>	<b>(17,263)</b>	<b>474</b>	<b>486</b>
Cổ tức trả cho CSH	(365)	(132)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	81.9	21.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	3,604	9,866	7,803	1,867	(3,185)
Khác	0	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>3,321</b>	<b>9,754</b>	<b>7,803</b>	<b>1,867</b>	<b>(3,185)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,252	8,440	11,564	3,515	15,749
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>188</b>	<b>3,125</b>	<b>(8,050)</b>	<b>12,235</b>	<b>706</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.37	0.06	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>8,440</b>	<b>11,564</b>	<b>3,515</b>	<b>15,749</b>	<b>16,455</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(2,960)</b>	<b>(5,449)</b>	<b>(16,310)</b>	<b>9,732</b>	<b>3,243</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.55	6.59	12.6	8.70	8.91
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.2	8.26	27.3	16.3	16.4
Tỷ suất LNT (%)	3.67	3.67	5.45	2.75	3.61
Thuế TNDN hiện hành (%)	11.0	12.4	9.00	8.50	8.50
Tăng trưởng doanh thu (%)	0.37	6.98	1.13	84.3	1.19
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(49.2)	(13.0)	234	9.99	1.86
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(57.2)	(75.1)	698	(6.90)	32.5
Tăng trưởng EPS (%)	(49.6)	7.05	50.3	(6.90)	32.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.2)	32.2	50.3	(6.90)	32.5
Tăng trưởng DPS (%)	nm	(100)	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	67.7	0	0	0	0
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	3.35	3.51	5.12	4.58	5.78
ROACE (%)	3.50	2.49	6.15	6.63	7.38
Vòng quay tài sản (lần)	0.45	0.40	0.37	0.60	0.57
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.33	3.88	0.43	2.61	0.86
Số ngày tồn kho	30.9	23.1	21.9	21.9	21.9
Số ngày phải thu	207	153	169	161	159
Số ngày phải trả	0.23	0.20	0.18	0.20	0.20
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	13.5	34.9	84.1	54.4	35.0
Nợ/tài sản (%)	18.0	28.5	37.5	33.6	29.7
EBIT/lãi vay (lần)	7.72	4.01	2.85	2.06	2.92
Nợ/EBITDA (lần)	4.41	9.09	3.76	3.76	3.13
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.08	0.90	0.89	0.97	1.01
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	1.34	1.48	2.02	0.93	0.82
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.2	18.0	7.38	5.72	4.97
P/E (lần)	32.6	30.4	20.3	21.8	16.4
P/E ĐC (lần)	40.2	30.4	20.3	21.8	16.4
P/B (lần)	1.08	1.06	1.02	0.97	0.92
Lợi suất cổ tức (%)	2.08	0	0	0	0

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

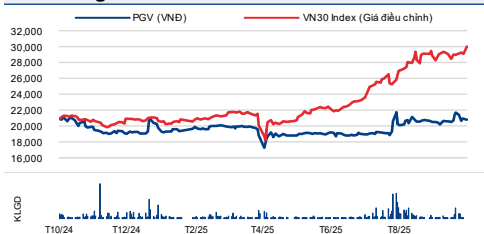
**Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)**

Giá mục tiêu: VNĐ22,700 (từ VNĐ19,500)  
 Tiềm năng tăng/giảm: 9.1%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (6/10/2025)</b>	<b>20,800</b>
Mã Bloomberg	PGV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,200-21,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	20,917
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	23,368
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	886
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,123
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	562
Slg CP NN được mua (tr.đv)	562
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.02%
Tỷ lệ freefloat	0.81%
Cổ đông lớn	EVN (99.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



<b>Giá cổ phiếu (%)</b>	<b>-1 thg</b>	<b>-3 thg</b>	<b>-12 thg</b>
Cổ phiếu thường	1.46	9.76	(0.48)
So với chỉ số	(2.42)	(14.8)	(30.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

<b>EPS ĐC (đồng)</b>	<b>HSC</b>	<b>Thị trường</b>	<b>% ch.lệch</b>
2025F	1,796	840	113.8
2026F	2,309	2,142	7.8
2027F	2,599	2,407	8.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

Tổng công ty phát điện lớn thứ 2 Việt Nam với tổng công suất đạt 6,0 GW gồm cả thủy điện, điện khí, điện than, và điện mặt trời.

**Chuyên viên phân tích**

**Natalie Nguyễn**

Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng  
 natalie.nguyen@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 110

**Nguyễn Hoàng Nam**

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng  
 nam.nhoang@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 190

**Lợi nhuận cải thiện vượt kỳ vọng; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng**

- HSC tăng 16% giá mục tiêu đối với PGV lên 22.700đ và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ). Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 9% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 12,6 lần và 9,8 lần.
- Sau chuyến đi thực địa đến công ty, BLĐ cho biết sản lượng hợp đồng phân bổ cho năm 2025 có triển vọng tốt hơn so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi. Dựa trên yếu tố này (đặc biệt đối với các nhà máy điện khí Phú Mỹ) và chi phí than và khí đốt đầu vào thấp hơn dự kiến, chúng tôi tăng lần lượt 96%/7%/7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025/2026/2027.
- PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần (thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ) và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 11,3 lần, thấp hơn 17% so với bình quân của các công ty cùng ngành trong nước. Chúng tôi nhận thấy giá trị đầu tư ở mức định giá này.

**Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2025 và chuyến thăm công ty**

Lợi nhuận của PGV phục hồi mạnh trong Q2/2025, với lợi nhuận thuần đạt 882 tỷ đồng (so với thua lỗ trong Q2/2024) khi tỷ suất lợi nhuận gộp tăng gấp đôi so với cùng kỳ lên 16% nhờ tăng sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí Phú Mỹ và sản lượng thủy điện cải thiện (tăng 58% so với cùng kỳ). Trong nửa đầu năm 2025, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi đạt 1.701 tỷ đồng – bằng 152% dự báo trước đó cho cả năm 2025 của chúng tôi – nhờ doanh thu thuần tăng mạnh, sản lượng hợp đồng cải thiện với doanh thu đảm bảo cao hơn sản lượng huy động thực tế.

**Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện**

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 nhằm phản ánh sản lượng hợp đồng phân bổ tại các nhà máy điện khí Phú Mỹ cao hơn kỳ vọng, giá nhiên liệu đầu vào ổn định và triển vọng tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Chi tiết như sau:

Cho năm 2025, chúng tôi tăng 96% dự báo lợi nhuận thuần do sản lượng hợp đồng phân bổ trong nửa đầu năm 2025 tăng 34% so với cùng kỳ lên 4,3 tỷ kWh và dự kiến sẽ tăng thêm 13% trong nửa cuối năm 2025 lên khoảng 4,7 tỷ kWh, tạo điều kiện cho PGV đạt doanh thu đảm bảo cao hơn sản lượng huy động thực tế.

Trong khi đó, cho năm 2026-2027, chúng tôi giảm định tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ/sản lượng điện đầu ra trở về mức bình thường khoảng 70% (so với mức 60% trước đó) và thấp hơn mức cao bất thường 96% dự kiến cho năm 2025. Điều này cho thấy chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn vì có khả năng các cơ quan quản lý sẽ giảm sản lượng hợp đồng phân bổ khi nhu cầu năm 2025 giảm. Dựa trên việc điều chỉnh này, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025 tăng 2,5 điểm phần trăm và tiếp tục tăng nhẹ đến năm 2027, với lợi nhuận gộp trên mỗi kWh tăng 28% trong năm 2025 và giữ mức ổn định sau đó.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 3 tháng qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 1,6 lần. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,8 lần. Chúng tôi tăng 16% giá mục tiêu lên 22.700đ – cho thấy tiềm năng tăng giá 9% và P/E năm 2025-2026 lần lượt ở mức 12,6 lần và 9,8 lần – nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ). PGV đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ những thay đổi mang tính hệ thống trên thị trường – yếu tố này chưa được phản ánh đầy đủ vào mức giá hiện tại của cổ phiếu, theo quan điểm của chúng tôi.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	8,385	6,816	9,837 ▲	9,506	9,784
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,065	(878)	2,192 ▲	2,768 ▲	3,093 ▲
EPS ĐC (đồng)	801	(920)	1,796 ▲	2,309 ▲	2,599 ▲
DPS (đồng)	2,110	666	0	976 ▲	1,232 ▲
BVPS (đồng)	13,719	12,683	14,479 ▲	16,886 ▲	19,606 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.02	8.02	5.15	4.90	4.19
P/E ĐC (lần)	26.0	N/a	11.6	9.01	8.00
Lợi suất cổ tức (%)	10.1	3.20	0	4.69	5.92
P/B (lần)	1.52	1.64	1.44	1.23	1.06
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(60.7)	(215)	295	28.6	12.5
ROAE (%)	6.53	(5.92)	14.4	15.7	15.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Lợi nhuận phục hồi cao hơn kỳ vọng

PGV đang trở thành đơn vị hưởng lợi chính từ việc sửa đổi các chính sách quan trọng, với việc tăng và giữ ổn định sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí Phú Mỹ và khả năng nhận được hỗ trợ vốn tích cực hơn như được đề cập trong 'Nghị quyết 70', cùng với tiềm năng lợi nhuận của các nhà máy điện than và thủy điện cao hơn kỳ vọng khi chính phủ đẩy nhanh tiến độ triển khai Quy hoạch Điện 8. Công ty đã ghi nhận chuyển biến lợi nhuận tích cực trong nửa đầu năm 2025, nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ cải thiện và sản lượng thủy điện tăng mạnh, trong khi chúng tôi kỳ vọng sản lượng hợp đồng phân bổ trong nửa cuối năm 2025 vẫn được giữ ở mức cao, nguồn cung khí đốt ổn định và tỷ lệ sử dụng LNG thấp. Nhằm phản ánh các xu hướng này, chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn năm 2025-2027, dựa trên sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn, chi phí đầu vào giảm và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Chúng tôi cũng tăng 16% giá mục tiêu và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

### Lợi nhuận có thể cao hơn kỳ vọng nhờ thay đổi chính sách

Rõ ràng, PGV là đơn vị hưởng lợi chính từ đề xuất sửa đổi Nghị định 56 của chính phủ. Các nhà máy điện khí Phú Mỹ của công ty dự kiến sẽ nhận được sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn và ổn định hơn nếu đề xuất này được thông qua. Những thay đổi này phù hợp với các ưu tiên về an ninh năng lượng quốc gia và các mục tiêu sử dụng LNG hiệu quả. Trong khi đó, việc chỉ thị của Nghị quyết 70 cho phép các DNNN tái cấp vốn hoặc tái cấu trúc các khoản đầu tư sẽ thúc đẩy EVN tạo điều kiện tăng vốn cho PGV, đặc biệt là khi công ty đóng vai trò quan trọng trong kế hoạch chuyển đổi từ điện than sang điện khí. Ngoài ra, các nhà máy điện than và thủy điện của PGV cũng có thể có sản lượng điện huy động cao hơn khi việc triển khai Quy hoạch Điện 8 tăng tốc và các nút thắt truyền tải được giải quyết.

### KQKD Q2/2025 vững chắc: Sản lượng hợp đồng phân bổ cao và sản lượng thủy điện tăng mạnh

Lợi nhuận Q2/2025 của PGV phục hồi mạnh nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ cải thiện và điều kiện thời tiết thuận lợi cho các nhà máy thủy điện. Doanh thu đạt 11,9 nghìn tỷ đồng (giảm 6% so với cùng kỳ, nhưng tăng 12% so với quý trước), bất chấp tổng sản lượng điện đầu ra giảm 4% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp gần như tăng gấp đôi lên 1.919 tỷ đồng (tăng 97% so với cùng kỳ), nâng tỷ suất lợi nhuận gộp lên 16% từ mức chỉ 8% trong Q2/2024. Sự cải thiện của sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí Phú Mỹ là nguyên nhân chính giúp tỷ suất lợi nhuận mở rộng, cùng với sản lượng thủy điện tăng 58% so với cùng kỳ. Do đó, PGV đã có chuyển biến lợi nhuận tích cực, từ lỗ thuần 295 tỷ đồng trong Q2/2024 sang lợi nhuận thuần 882 tỷ đồng trong Q2/2025. Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi (không bao gồm các tác động tỷ giá) đạt 1.392 tỷ đồng, tăng mạnh 688% so với cùng kỳ.

Doanh thu trong nửa đầu năm 2025 của PGV đạt 22,5 nghìn tỷ đồng, tăng 1% so với cùng kỳ (và bằng 28% dự báo trước đó cho cả năm 2025 của chúng tôi), trong khi lợi nhuận gộp tăng 78% so với cùng kỳ đạt 2.816 tỷ đồng, với tỷ suất lợi nhuận gộp 12%, cao hơn nhiều so với mức 7% trong nửa đầu năm 2024. Mặc dù tổng sản lượng điện của các nhà máy điện Phú Mỹ vẫn đi ngang nhưng sản lượng hợp đồng phân bổ tăng 34% so với cùng kỳ lên 4,3 tỷ kWh, dẫn đến doanh thu cam kết của PGV cao hơn sản lượng huy động thực tế. Ngoài ra, giống như các công ty cùng ngành khác, sản lượng thủy điện của PGV cũng tăng mạnh 50% so với cùng kỳ nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi.

**Bảng 33: KQKD Q2/2025 và 6 tháng đầu năm 2025, PGV**

Tỷ đồng	Q2/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	6 tháng đầu năm 2025	So với cùng kỳ	% dự báo cả năm của HSC	% kế hoạch cả năm của Cty
<b>Doanh thu</b>	<b>11,931</b>	<b>-6%</b>	<b>12%</b>	<b>22,539</b>	<b>1%</b>	<b>45%</b>	<b>28%</b>
Giá vốn hàng bán	-10,012	-14%	3%	-19,723	-5%		
Lợi nhuận gộp	1,919	97%	114%	2,816	78%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16%	+8 ppts	+8 ppts	12%	76%	9.6%	
Chi phí BH&QL	-170	23%	42%	-289	17%		
Thu nhập tài chính	31	12%	-37%	81	-32%		
Chi phí tài chính	-1,063	-12%	47%	-1,787	-27%		
Lợi nhuận từ CT liên kết	169	288%	N/m	169	288%		
Thu nhập thuần khác	-3	N/m	135%	-4	N/m		
LNTT	884	N/m	N/m	987	N/m		
LNST	884	N/m	N/m	985	N/m		173%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>882</b>	<b>N/m</b>	<b>N/m</b>	<b>978</b>	<b>N/m</b>	<b>53%</b>	
<b>Lợi nhuận 'cốt lõi'</b>	<b>1,392</b>	<b>688%</b>	<b>349%</b>	<b>1,701</b>	<b>12.5x</b>	<b>152%</b>	

Nguồn: PGV, HSC ước tính

**Bảng 34: Cơ cấu sản lượng điện theo loại hình, PGV**

Mức sụt giảm tổng sản lượng điện được đã giảm nhẹ nhờ sản lượng thủy điện tăng mạnh

Triệu kWh	Q2/25	So với cùng kỳ	6 tháng đầu năm 2025	So với cùng kỳ
<b>Công ty mẹ</b>	<b>6,482</b>	<b>-7%</b>	<b>12,509</b>	<b>-4%</b>
Nhiệt điện khí	2,133	-6%	4,055	-2%
Nhiệt điện than	3,777	-13%	7,396	-9%
Thủy điện	556	58%	1,027	50%
Điện mặt trời	16	-7%	31	-8%
<b>Công ty liên kết</b>	<b>752</b>	<b>40%</b>	<b>1,529</b>	<b>35%</b>
<b>Tổng cộng</b>	<b>7,234</b>	<b>-4%</b>	<b>14,038</b>	<b>-1%</b>

Nguồn: PGV, HSC ước tính

Lợi nhuận thuần trong nửa đầu năm 2025 của PGV đạt 978 tỷ đồng (so với lỗ 950 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái) trong khi lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi đạt 1.701 tỷ đồng (so với chỉ 13 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024), đạt 152% dự báo trước đó cho cả năm 2025 của chúng tôi ở mức 1.118 tỷ đồng. Kết quả trên có được là nhờ tăng sản lượng hợp đồng phân cho các nhà máy điện khí và sản lượng thủy điện tăng vọt. Nhìn về dài hạn, việc duy trì sản lượng hợp đồng phân bổ ở mức cao là rất cần thiết, đặc biệt là khi giá khí đốt trong nước và LNG đầu vào có thể sẽ tăng cao.

### Triển vọng nửa cuối năm 2025: Sản lượng hợp đồng phân bổ vẫn ở mức cao, với giá đầu vào ổn định

HSC kỳ vọng sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí Phú Mỹ của công ty sẽ tăng 13% trong nửa cuối năm 2025 (so với nửa đầu năm 2025), củng cố khả năng sinh lời trong ngắn hạn. Mức sản lượng hợp đồng phân bổ bền vững này chứng tỏ tầm quan trọng chiến lược của các nhà máy điện Phú Mỹ trong việc ổn định lưới điện quốc gia, đặc biệt khi Việt Nam đang phải đối phó với tình trạng tăng trưởng phụ tải không đồng đều và sự mất cân đối cung cầu theo mùa. Mặc dù điều này mang lại nền tảng doanh thu ổn định, song việc hiện thực hóa lợi nhuận thực tế vẫn sẽ phụ thuộc đáng kể vào một số biến số chủ chốt.

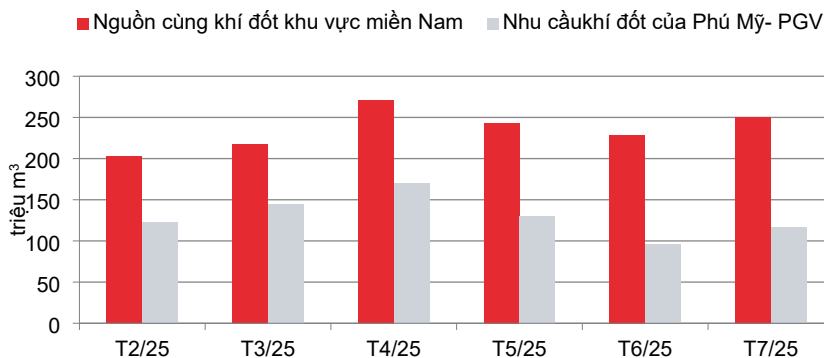
Giá khí đốt trong nước và động lực tăng giá nhiên liệu vẫn là những biến số chính đối với chi phí đầu vào của PGV. Mặc dù giá LNG trên toàn cầu tiếp tục biến động nhưng cho đến nay, tác động của xu hướng này đến PGV không đáng kể. Trong nửa đầu năm 2025, nguồn cung khí đốt ở Đông Nam Bộ vẫn đủ để đáp ứng nhu cầu của các nhà máy điện khí Phú Mỹ mà không bị gián đoạn (Biểu đồ 34). LNG nhập khẩu chỉ được sử dụng trong khoảng thời gian ngắn vào tháng 3 và tháng 5, với rất ít tác động lên chi phí, khi giá đầu vào có xu hướng giảm trong Q2/2025 (Biểu đồ 35).

Hơn nữa, khả năng công ty tiếp tục sử dụng LNG nhập khẩu trong nửa cuối năm 2025 là khá thấp trừ khi có cú sốc về nguồn cung thượng nguồn, đặc biệt khi sản lượng điện của các nhà máy điện khí của PGV giảm 2% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm

2025, cho thấy nhu cầu không chịu áp lực và hầu như Công ty không có nhu cầu thay thế nhiên liệu trong ngắn hạn.

**Biểu đồ 35: Nguồn cung khí trong nước (khu vực Đông Nam Bộ) so với nhu cầu sử dụng của PGV**

Nguồn cung khí đốt trong nước vẫn đáp ứng đủ nhu cầu của Phú Mỹ, do sản lượng huy động điện giảm

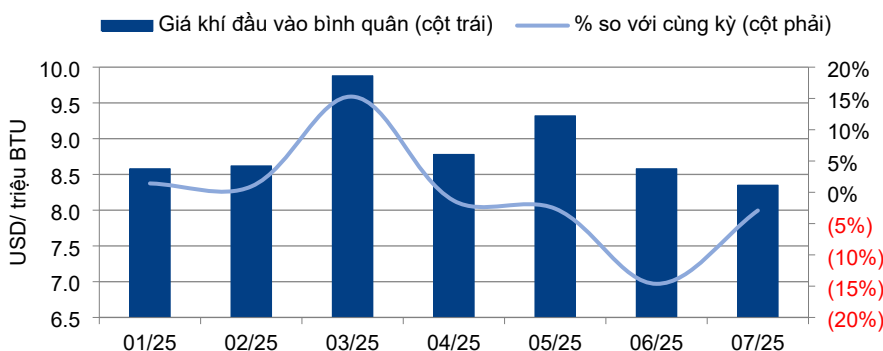


Nguồn: PGV, HSC ước tính

Nhìn về dài hạn, với việc giữ sản lượng hợp đồng phân bổ ở mức cao, cùng với việc có đủ nguồn cung khí đốt và ít chịu ảnh hưởng từ biến động giá LNG, PGV có vị thế thuận lợi trong nửa cuối năm 2025. Tuy nhiên, đà tăng trưởng lợi nhuận vẫn sẽ phụ thuộc vào sản lượng huy động thực tế, vốn có mối liên hệ mật thiết với nhu cầu điện quốc gia trong những tháng cao điểm.

**Biểu đồ 36: Giá khí đầu vào bình quân của nhà máy Phú Mỹ, PGV**

Giá khí đầu vào tăng trong tháng 3 và tháng 5 do LNG được bổ sung vào cơ cấu đầu vào



Nguồn: PGV, HSC ước tính

**Bảng 37: Dự báo giá khí đầu, PGV**

HSC điều chỉnh giảm dự báo giá khí/than do xu hướng giảm trong 6 tháng đầu năm và dự báo cho 6 tháng cuối năm 2025

		2024	2025F	2026F	2027F
Dự báo cũ	Giá khí (USD/TRIỆU BTU)	8.90	9.12	9.35	9.58
	Giá than (nghìn đồng/tấn)	2,305	2,490	2,539	2,539
Dự báo mới	Giá khí (USD/TRIỆU BTU)	8.90	8.90	9.08	9.30
	Giá than (nghìn đồng/tấn)	2,305	2,374	2,421	2,421
Điều chỉnh	Giá khí	-	-2%	-3%	-3%
	Giá than	-	-5%	-5%	-5%

Nguồn: PGV, HSC ước tính

**Bảng 38: Dự báo lợi nhuận, PGV**

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ mở rộng đáng kể trong năm 2025 do sản lượng hợp đồng phân bổ cao và giá đầu vào ổn định

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024A	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	40,690	50,398	61,572	64,161	50,271	59,829	62,339	-0.3%	-3%	-3%
Lợi nhuận gộp	2,980	4,837	5,916	5,928	6,194	6,054	6,070	28%	2%	2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.3%	9.6%	9.6%	9.2%	12.3%	10.1%	9.7%	+2.7ppts	+0.5ppts	+0.5ppts
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>(876)</b>	<b>1,118</b>	<b>2,581</b>	<b>2,877</b>	<b>2,192</b>	<b>2,768</b>	<b>3,093</b>	<b>96%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
<b>Lợi nhuận 'cốt lõi'</b>	<b>159</b>	<b>1,118</b>	<b>2,581</b>	<b>2,877</b>	<b>2,916</b>	<b>2,768</b>	<b>3,093</b>	<b>161%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
Tổng sản lượng (triệu kWh)	22,422	26,848	31,638	32,396	26,848	31,638	32,396	0%	0%	0%
Lợi nhuận gộp (đồng/kWh)	133	180	187	183	231	191	187	28%	2%	2%

Nguồn: HSC ước tính

### Dự báo mới: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhờ cải thiện tỷ suất lợi nhuận

Lưu ý quan điểm của HSC về bối cảnh trong nửa cuối năm 2025 và các xu hướng cơ bản, dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh tăng, chủ yếu nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn kỳ vọng và triển vọng tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Cụ thể, chúng tôi tăng 96% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và tăng bình quân 7% dự báo cho năm 2026-2027, dựa trên các giả định đã được điều chỉnh như sau:

- Sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn kỳ vọng:** Trong nửa đầu năm 2025, mặc dù sản lượng điện tại các nhà máy điện khí Phú Mỹ vẫn gần như không đổi, sản lượng hợp đồng phân bổ tăng mạnh 34% so với cùng kỳ lên 4,3 tỷ kWh, cho phép PGV ghi nhận doanh thu cam kết cao hơn sản lượng huy động thực tế. Cho nửa cuối năm 2025, HSC dự báo sản lượng hợp đồng phân bổ sẽ tăng lên khoảng 4,7 tỷ kWh (tăng 13% so với nửa đầu năm 2025), sát với kỳ vọng của công ty.
- Nhìn về dài hạn, chúng tôi điều chỉnh các giả định cho năm 2026-2027, với sản lượng hợp đồng phân bổ sẽ chiếm khoảng 70% tổng sản lượng điện đầu ra, cao hơn dự báo trước đó ở mức 60%, nhưng thấp hơn mức sản lượng hợp đồng phân bổ dự kiến cao bất thường trong năm 2025 ở mức 96%. Chúng tôi đưa ra quan điểm thận trọng nhằm phản ánh khả năng NSMO sẽ giảm sản lượng hợp đồng phân bổ trong những năm tới, đặc biệt là khi sản lượng hợp đồng phân bổ cho năm 2025 cao bất thường nhưng sản lượng huy động thực tế lại tương đối thấp.**
- Giá đầu vào ổn định:** HSC giảm 2-3% giả định chi phí khí đầu vào đồng thời giảm 5% giả định chi phí than đầu vào do nhu cầu trong nửa đầu năm 2025 thấp hơn kỳ vọng và nhu cầu ở châu Á cũng kém. Hơn nữa, điều kiện thời tiết thuận lợi châu Âu và châu Á dẫn đến nhu cầu LNG tăng chậm. Đáng chú ý, LNG chỉ được sử dụng trong khoảng thời gian ngắn vào tháng 3 và tháng 5, trong khi sản lượng điện từ các nhà máy điện khí giảm 2% so với cùng kỳ, cho thấy rủi ro thay thế nhiên liệu trong ngắn hạn là rất thấp. Chúng tôi giả định công ty sẽ sử dụng rất ít LNG trong thời gian tới, trừ khi có cú sốc nguồn cung khí đốt ở thượng nguồn.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp:** Cho năm 2025, HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng 2,5 điểm phần trăm (so với dự báo trước đây) dựa trên tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ/sản lượng điện đầu ra ở mức thuận lợi và chi phí nhiên liệu giảm. Trong năm 2026-2027, tỷ suất lợi nhuận dự kiến sẽ cải thiện ở mức vừa phải, nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ được duy trì ở mức cao và chi phí đầu vào thuận lợi. Lợi nhuận gộp trên mỗi kWh được điều chỉnh tăng 28% trong năm 2025 và sau đó tăng nhẹ 2% trong năm 2026-2027.

### Định giá và khuyến nghị

#### Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 16% giá mục tiêu đối với PGV lên 22.700đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 9%. Cổ phiếu đang được giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 12,6 lần và 9,8 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với PGV lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ), dựa trên môi trường pháp lý thuận lợi.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá PGV vì công ty tiếp tục tạo ra dòng tiền bền vững từ danh mục các nhà máy điện đa dạng và đang hưởng lợi từ việc tăng sản lượng hợp đồng phân bổ. Các giả định cơ bản chính như sau:

- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.
- Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 0,9 lần. Theo đó, giả định WACC vẫn ở mức 10%.

Theo đó, giá trị hiện tại của định giá cuối kỳ đóng góp 56% (so với 47% trước đây) giá trị doanh nghiệp của PGV (chưa được điều chỉnh cho phần nợ thuần của công ty).

**Bảng 39: Định giá DCF, PGV**

Giá mục tiêu mới là 20.700đ

Tỷ đồng	Giữa năm-2026
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị hiện tại của UFCF	22,572
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	30,605
<b>Giá trị DN</b>	<b>53,177</b>
Cộng: tiền	1,594
Trừ: tổng nợ	(28,895)
<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>25,552</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>	<b>22,700</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 40: Tính toán WACC, PGV**

WACC không đổi ở mức 10%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	11.9%
Chi phí nợ	5.6%
<b>WACC</b>	<b>10.0%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 41: Giá cổ phiếu và chỉ số VN30 Index**

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
<b>PGV</b>	<b>1.5%</b>	<b>9.8%</b>	<b>-0.5%</b>
VN30 Index	4.0%	28.9%	43.6%

Nguồn: HSC ước tính

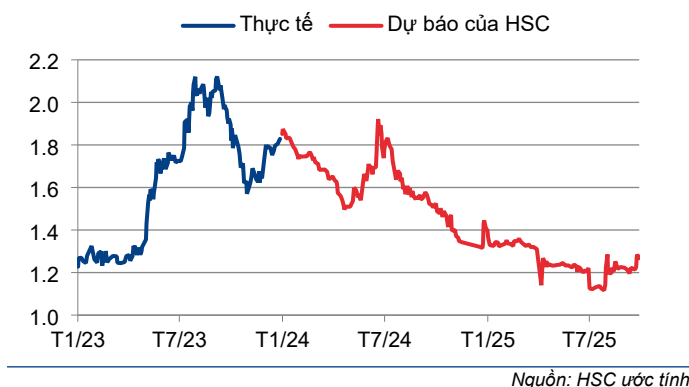
### Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu PGV cải thiện trong 3 tháng qua, có thể nhờ tâm lý tích cực của thị trường xung quanh các cải cách của ngành điện cũng như lợi nhuận phục hồi cao hơn kỳ vọng.

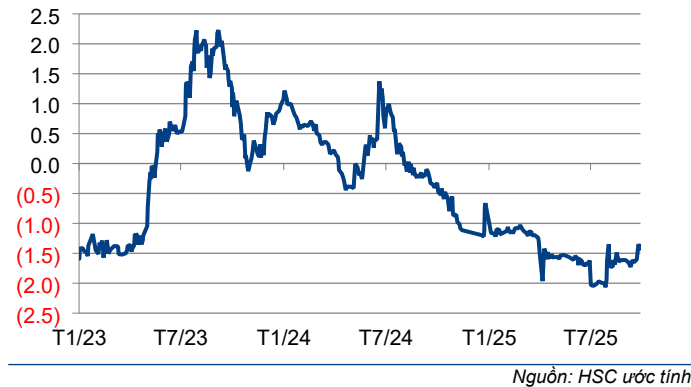
PGV hiện đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 1,6 lần. Trong khi đó, như được trình bày trong Bảng 43, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn 17% so với bình quân của các công ty Tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị.

**Biểu đồ 42: P/B trượt dự phóng 1 năm, PGV**

PGV hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần ...


**Biểu đồ 43: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PGV**

... thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với P/B bình quân là 1,6 lần



**Bảng 44: So sánh định giá với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, PGV**

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	Lợi nhuận trên vốn CSH bq năm 2025
REE	1,348.7	9.2	9.5	13.1	14.0	1.7	13%
POW	1,276.1	7.2	5.7	20.7	22.2	1.0	5%
PC1	345.8	6.7	5.8	12.7	12.0	1.5	13%
GEG	219.6	5.8	6.3	8.1	13.5	1.1	16%
<b>Bình quân ngành trừ PGV</b>	<b>797.5</b>	<b>7.2</b>	<b>6.8</b>	<b>13.6</b>	<b>15.4</b>	<b>1.3</b>	<b>12%</b>
<b>PGV</b>	<b>877.9</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>	<b>11.3</b>	<b>8.9</b>	<b>1.4</b>	<b>14%</b>
<i>Chênh lệch so với bình quân các công ty khác</i>	10%	-31%	-29%	-17%	-42%	7%	+2ppts

Nguồn: HSC ước tính

### Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng bao gồm:

- Sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí thấp hơn kỳ vọng.
- Giá khí đốt/than đầu vào cao hơn dự kiến
- Lỗi tỷ giá lớn do biến động tỷ giá.

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng bao gồm:

- Các dự án đang triển khai bao gồm (1) dự án điện mặt trời nổi trong các nhà máy thủy điện Buôn Kuốp (80 MW) với tổng vốn đầu tư 1.935 tỷ đồng và (2) nhà máy điện linh hoạt tại Ninh Bình (300 MW) với tổng vốn đầu tư 6.758 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ vận hành thương mại trong năm 2026-2027, nhưng theo PGV, các dự án này có thể vận hành thương mại sớm hơn sau khi nhận được tất cả các phê duyệt và thỏa thuận cần thiết, chẳng hạn như hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA) cho dự án điện mặt trời nổi.
- EVN có thể sẽ sớm thanh toán cho PGV khoản lỗ tỷ giá lũy kế khoảng 5 nghìn tỷ đồng phát sinh trong giai đoạn 2019–2023. Chúng tôi chưa phản ánh bất cứ khoản tiền thanh toán nào liên quan đến vấn đề này vào mô hình dự báo lợi nhuận, nhưng khi EVN bắt đầu có lãi trở lại, chúng tôi cho rằng PGV sẽ sớm nhận được khoản tiền này.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	45,862	40,690	50,271	59,829	62,339
Lợi nhuận gộp	4,518	2,980	6,194	6,054	6,070
Chi phí BH&QL	(652)	(672)	(1,005)	(1,197)	(935)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>3,867</b>	<b>2,308</b>	<b>5,188</b>	<b>4,857</b>	<b>5,135</b>
Lãi vay thuần	(2,993)	(3,361)	(2,634)	(1,595)	(1,487)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	376	208	218	240	264
Lợi nhuận khác	(8.75)	(24.7)	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	<b>1,241</b>	<b>(871)</b>	<b>2,773</b>	<b>3,502</b>	<b>3,913</b>
Chi phí thuế TNDN	(157)	(5.05)	(555)	(700)	(783)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(18.6)	(2.82)	(26.6)	(33.6)	(37.6)
LNST không thường xuyên	0	(5.05)	0	0	0
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>1,065</b>	<b>(878)</b>	<b>2,192</b>	<b>2,768</b>	<b>3,093</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>900</b>	<b>(1,034)</b>	<b>2,018</b>	<b>2,594</b>	<b>2,919</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>8,385</b>	<b>6,816</b>	<b>9,837</b>	<b>9,506</b>	<b>9,784</b>
EPS (đồng)	948	(782)	1,951	2,464	2,753
EPS ĐC (đồng)	801	(920)	1,796	2,309	2,599
DPS (đồng)	2,110	666	0	976	1,232
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	510	619	1,594	686	1,240
Đầu tư ngắn hạn	2,935	2,880	2,880	2,880	2,880
Phải thu khách hàng	9,977	10,331	11,060	13,162	13,715
Hàng tồn kho	3,095	2,454	3,082	3,760	3,935
Các tài sản ngắn hạn khác	460	537	337	411	430
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>16,977</b>	<b>16,821</b>	<b>18,952</b>	<b>20,899</b>	<b>22,200</b>
TSCĐ hữu hình	36,546	33,037	28,888	25,453	22,021
TSCĐ vô hình	592	590	578	563	547
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	536	537	537	537	537
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,985	2,010	2,402	2,642	2,906
Tài sản dài hạn khác	2,205	2,272	2,544	3,078	3,279
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>41,864</b>	<b>38,446</b>	<b>34,948</b>	<b>32,273</b>	<b>29,289</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>58,841</b>	<b>55,267</b>	<b>53,900</b>	<b>53,173</b>	<b>51,489</b>
Nợ ngắn hạn	5,335	5,885	5,885	5,885	5,885
Phả trả người bán	4,101	5,610	4,408	5,377	5,627
Nợ ngắn hạn khác	1,958	2,218	2,996	3,555	3,541
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>11,480</b>	<b>13,814</b>	<b>13,427</b>	<b>14,992</b>	<b>15,248</b>
Nợ dài hạn	30,675	26,010	23,010	18,010	13,010
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	915	873	873	873	873
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>31,590</b>	<b>26,883</b>	<b>23,883</b>	<b>18,883</b>	<b>13,883</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>43,070</b>	<b>40,697</b>	<b>37,310</b>	<b>33,875</b>	<b>29,131</b>
Vốn chủ sở hữu	15,413	14,249	16,267	18,970	22,027
Lợi ích cổ đông thiểu số	359	320	324	327	330
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>15,771</b>	<b>14,570</b>	<b>16,591</b>	<b>19,297</b>	<b>22,357</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>58,841</b>	<b>55,267</b>	<b>53,900</b>	<b>53,173</b>	<b>51,489</b>
BVPS (đ)	13,719	12,683	14,479	16,886	19,606
Nợ thuần*/(tiền mặt)	35,500	31,276	27,301	23,209	17,654

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	3,867	2,308	5,188	4,857	5,135
Khấu hao	(4,519)	(4,509)	(4,649)	(4,649)	(4,649)
Lãi vay thuần	(2,993)	(3,361)	(2,634)	(1,595)	(1,487)
Thuế TNDN đã nộp	(445)	(17.6)	(555)	(700)	(783)
Thay đổi vốn lưu động	(10,133)	(7,502)	(3,887)	(2,916)	(1,972)
Khác	-	-	-	-	-
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>(1,485)</b>	<b>351</b>	<b>5,985</b>	<b>5,890</b>	<b>7,407</b>
Đầu tư TS dài hạn	(372)	(422)	(487)	(1,200)	(1,200)
Góp vốn & đầu tư	(2,884)	(3,465)	(1,733)	(866)	(866)
Thanh lý	3,755	3,520	0	0	0
Khác	523	602	210	268	214
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>1,022</b>	<b>236</b>	<b>(2,010)</b>	<b>(1,798)</b>	<b>(1,852)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(40.1)	(50.7)	0	(110)	(138)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,139)	(2,616)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
Khác	424	2,189	2,000	110	138
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(755)</b>	<b>(478)</b>	<b>(3,000)</b>	<b>(5,000)</b>	<b>(5,000)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,728	510	619	1,594	686
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(1,218)</b>	<b>109</b>	<b>975</b>	<b>(908)</b>	<b>555</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>510</b>	<b>619</b>	<b>1,594</b>	<b>686</b>	<b>1,240</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(1,857)</b>	<b>(71.0)</b>	<b>5,498</b>	<b>4,690</b>	<b>6,207</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.85	7.32	12.3	10.1	9.74
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	18.3	16.8	19.6	15.9	15.7
Tỷ suất LNT (%)	2.32	(2.16)	4.36	4.63	4.96
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.7	(0.58)	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.81)	(11.3)	23.5	19.0	4.20
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.62)	(18.7)	44.3	(3.36)	2.92
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(60.7)	(215)	295	28.6	12.5
Tăng trưởng EPS (%)	(57.3)	(182)	350	26.3	11.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(60.7)	(215)	295	28.6	12.5
Tăng trưởng DPS (%)	14.1	(68.4)	(100)	nm	26.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	223	(85.2)	0	39.6	44.8
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	6.53	(5.92)	14.4	15.7	15.1
ROACE (%)	7.70	5.20	12.7	12.4	13.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.73	0.71	0.92	1.12	1.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.38)	0.15	1.15	1.21	1.44
Số ngày tồn kho	27.3	23.8	25.5	25.5	25.5
Số ngày phải thu	88.1	100.0	91.6	89.3	89.0
Số ngày phải trả	36.2	54.3	36.5	36.5	36.5
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	230	219	168	122	80.1
Nợ/tài sản (%)	61.2	57.7	53.6	44.9	36.7
EBIT/lãi vay (lần)	1.29	0.69	1.97	3.04	3.45
Nợ/EBITDA (lần)	4.29	4.68	2.94	2.51	1.93
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.48	1.22	1.41	1.39	1.46
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	1.28	1.34	1.01	0.78	0.66
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.02	8.02	5.15	4.90	4.19
P/E (lần)	21.9	N/a	10.7	8.44	7.56
P/E ĐC (lần)	26.0	N/a	11.6	9.01	8.00
P/B (lần)	1.52	1.64	1.44	1.23	1.06
Lợi suất cổ tức (%)	10.1	3.20	0	4.69	5.92

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

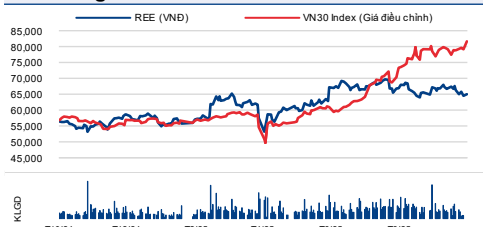
### Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ69,130 (giữ nguyên)  
Tiềm năng tăng/giảm: 6.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/10/2025)	65,000
Mã Bloomberg	REE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	53,046-69,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	64,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	35,208
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,335
Slg CP lưu hành (tr.đv)	542
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	265
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	35.4%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

### Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.27)	(2.40)	14.3
So với chỉ số	(6.98)	(24.3)	(20.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

### HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,914	4,176	17.7
2026F	4,692	4,636	1.2
2027F	4,893	4,914	(0.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

### Mô tả doanh nghiệp

REE là tập đoàn đa ngành đầu tư chuyên về các ngành dịch vụ tiện ích. Công ty đang dần mở rộng sang phát triển năng lượng tái tạo bên cạnh các mảng kinh doanh khác như cho thuê văn phòng, bất động sản và xây lắp điện.

### Chuyên viên phân tích

#### Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng  
nam.nhoang@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 190

#### Natalie Nguyễn

Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng  
natalie.nguyen@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 110

## Hai dự án điện gió mới; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- REE đang phát triển hai dự án điện gió mới tại Việt Nam, với mục tiêu vận hành thương mại vào Q4/2026. Công ty cũng có kế hoạch dài hạn là phát triển thêm 10 GW điện gió ngoài khơi.
- Do chưa biết rõ REE sẽ phát triển các dự án này như thế nào (theo hình thức PPA hay DPPA), HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, cho thấy mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 6% đối với doanh thu và 10% đối với lợi nhuận thuần. Giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 69.130đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm nhẹ, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với REE lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ). Chúng tôi đang xem xét các tác động tiềm năng từ các chính sách mới của chính phủ đối với REE – có khả năng là tích cực.
- Cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần, cao hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,4 lần. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá 6% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 14,0 lần và 14,7 lần.

### Sự kiện: Khởi công hai dự án điện gió mới tại Trà Vinh

Tháng 9/2025, REE đã khởi công xây dựng hai dự án điện gió gần bờ (V1-5 và V1-6 giai đoạn 2) tại tỉnh Vĩnh Long, với tổng công suất 80 MW (khoảng 8% công suất phát điện hiện tại của công ty). Tổng vốn đầu tư ước tính là 3,8 nghìn tỷ đồng (khoảng 146 triệu USD) và công ty đặt mục tiêu vận hành thương mại vào Q4/2026. REE đã công bố kế hoạch dài hạn là đầu tư 40 tỷ USD để phát triển thêm 10 GW điện gió ngoài khơi.

Đáng chú ý, tiến độ phát triển các dự án điện gió ngoài khơi sẽ phụ thuộc vào các quy định mới về điện gió ngoài khơi, cũng như về lưới điện truyền tải. Những động thái ban đầu cho thấy dấu hiệu tích cực. Ngược lại, chúng tôi lưu ý rằng ngày càng có nhiều đối thủ cạnh tranh muốn tham gia phân khúc này (chẳng hạn như Vingroup (VIC); Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 105.000đ), có thể làm ảnh hưởng đến tham vọng phát triển điện gió ngoài khơi của REE.

### Giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2025-2027; triển vọng nửa cuối năm 2025 tích cực

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 (như được trình bày trong báo cáo này). Dự báo này cho thấy lợi nhuận mảng điện của REE (được hỗ trợ bởi lợi nhuận của mảng BĐS và cơ điện) dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 10%. Đáng chú ý, chúng tôi vẫn chưa phản ánh hai dự án điện gió mới tại tỉnh Vĩnh Long vào mô hình dự báo lợi nhuận do chờ nhận được thông tin chi tiết như loại hình hợp đồng, thông qua hợp đồng mua bán điện (PPA) hay là hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA). Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 của REE sẽ đạt 1,4 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng mạnh 23%. Tiềm năng tăng trưởng của công ty có thể đến từ sản lượng thủy điện cao hơn kỳ vọng (chẳng hạn như từ các nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh và Thác Bà).

### Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2,4% trong 3 tháng qua, REE hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần, cao hơn bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,4 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch sát với P/E dự phóng năm 2025 của ngành ở mức 13,2 lần – mức định giá tương đối rẻ so với triển vọng của công ty, theo quan điểm của chúng tôi. Chúng tôi thích REE vì công ty đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ các kế hoạch đẩy nhanh tiến độ mở rộng công suất phát điện theo Nghị quyết 70 và Quy hoạch Điện 8.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,218	3,727	4,308	4,131	4,252
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,188	1,994	2,662	2,542	2,650
EPS ĐC (đồng)	5,354	4,534	4,914	4,692	4,893
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,304	1,304	1,304
BVPS (đồng)	42,372	40,126	38,512	41,902	45,485
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.13	9.49	9.31	9.37	8.77
P/E ĐC (lần)	12.1	14.3	13.2	13.9	13.3
Lợi suất cổ tức (%)	1.54	1.54	2.01	2.01	2.01
P/B (lần)	1.53	1.62	1.69	1.55	1.43
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.7)	(15.3)	8.37	(4.51)	4.28
ROAE (%)	13.3	11.0	13.4	11.7	11.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	8,570	8,384	9,692	9,750	10,043
Lợi nhuận gộp	3,710	3,124	3,690	3,567	3,684
Chi phí BH&QL	(756)	(696)	(675)	(701)	(726)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>2,954</b>	<b>2,429</b>	<b>3,015</b>	<b>2,866</b>	<b>2,957</b>
Lãi vay thuần	(789)	(470)	(471)	(428)	(387)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	877	717	814	849	882
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	14.0	15.3	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>3,056</b>	<b>2,690</b>	<b>3,359</b>	<b>3,287</b>	<b>3,452</b>
Chi phí thuế TNDN	(269)	(294)	(336)	(329)	(345)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(598)	(402)	(361)	(417)	(457)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>2,188</b>	<b>1,994</b>	<b>2,662</b>	<b>2,542</b>	<b>2,650</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>2,188</b>	<b>1,994</b>	<b>2,662</b>	<b>2,542</b>	<b>2,650</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>4,218</b>	<b>3,727</b>	<b>4,308</b>	<b>4,131</b>	<b>4,252</b>
EPS (đồng)	5,354	4,534	4,914	4,692	4,893
EPS ĐC (đồng)	5,354	4,534	4,914	4,692	4,893
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,304	1,304	1,304
Slg CP bình quân (triệu đv)	409	440	542	542	542
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	409	471	542	542	542
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	409	471	542	542	542

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	3,023	5,636	4,984	5,891	6,816
Đầu tư ngắn hạn	1,132	1,060	1,060	1,060	1,060
Phải thu khách hàng	3,780	3,129	4,116	4,141	4,267
Hàng tồn kho	1,354	1,277	1,578	1,629	1,678
Các tài sản ngắn hạn khác	235	184	287	295	304
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>9,524</b>	<b>11,286</b>	<b>12,024</b>	<b>13,016</b>	<b>14,125</b>
TSCĐ hữu hình	14,845	13,890	15,558	15,803	16,020
TSCĐ vô hình	71.3	71.0	64.4	55.5	43.6
Bất động sản đầu tư	1,345	2,542	2,447	2,352	2,257
Đầu tư dài hạn	287	266	316	332	348
Đầu tư vào Cty LD,LK	6,274	5,933	6,170	6,417	6,673
Tài sản dài hạn khác	2,566	2,373	1,006	1,011	1,041
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>25,388</b>	<b>25,075</b>	<b>25,561</b>	<b>25,970</b>	<b>26,384</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>34,912</b>	<b>36,361</b>	<b>37,585</b>	<b>38,986</b>	<b>40,509</b>
Nợ ngắn hạn	1,238	1,244	1,244	1,244	1,244
Phả trả người bán	619	724	780	804	827
Nợ ngắn hạn khác	1,177	914	1,060	1,100	1,139
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3,945</b>	<b>4,052</b>	<b>3,830</b>	<b>3,904</b>	<b>3,992</b>
Nợ dài hạn	9,505	9,153	8,653	8,153	7,653
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	189	189	189	189	189
Nợ dài hạn khác	451	466	466	466	466
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>10,145</b>	<b>9,808</b>	<b>9,308</b>	<b>8,808</b>	<b>8,308</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>14,142</b>	<b>13,906</b>	<b>13,170</b>	<b>12,734</b>	<b>12,316</b>
Vốn chủ sở hữu	17,318	18,900	20,860	22,697	24,638
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,452	3,555	3,555	3,555	3,555
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>20,770</b>	<b>22,455</b>	<b>24,416</b>	<b>26,252</b>	<b>28,193</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>34,912</b>	<b>36,361</b>	<b>37,585</b>	<b>38,986</b>	<b>40,509</b>
BVPS (đ)	42,372	40,126	38,512	41,902	45,485
Nợ thuần*/(tiền mặt)	7,720	4,761	4,913	3,506	2,081

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,954	2,429	3,015	2,866	2,957
Khấu hao	(1,264)	(1,299)	(1,293)	(1,265)	(1,295)
Lãi vay thuần	(789)	(470)	(471)	(428)	(387)
Thuế TNDN đã nộp	(269)	(294)	(336)	(329)	(345)
Thay đổi vốn lưu động	(1,293)	232	(1,842)	(861)	(913)
Khác	950	584	1,255	1,253	1,245
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>2,817</b>	<b>3,779</b>	<b>2,915</b>	<b>3,767</b>	<b>3,852</b>
Đầu tư TS dài hạn	(873)	(1,045)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Góp vốn & đầu tư	(977)	(710)	0	0	0
Thanh lý	1,418	653	(590)	162	89.5
Khác	1,075	1,320	183	185	190
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>642</b>	<b>218</b>	<b>(1,906)</b>	<b>(1,154)</b>	<b>(1,220)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(886)	(1,029)	(660)	(707)	(707)
Thu từ phát hành CP	0	27.7	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(701)	(383)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Khác	0	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(1,588)</b>	<b>(1,384)</b>	<b>(1,660)</b>	<b>(1,707)</b>	<b>(1,707)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,151	3,023	5,636	4,984	5,891
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>1,872</b>	<b>2,613</b>	<b>(652)</b>	<b>907</b>	<b>925</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	0.02	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>3,023</b>	<b>5,636</b>	<b>4,984</b>	<b>5,891</b>	<b>6,816</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>1,944</b>	<b>2,734</b>	<b>1,415</b>	<b>2,267</b>	<b>2,352</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	43.3	37.3	38.1	36.6	36.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	49.2	44.5	44.4	42.4	42.3
Tỷ suất LNT (%)	25.5	23.8	27.5	26.1	26.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	8.82	10.9	10.00	10.0	10.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	(8.56)	(2.17)	15.6	0.61	3.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(13.7)	(11.6)	15.6	(4.10)	2.93
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(18.7)	(8.86)	33.5	(4.51)	4.28
Tăng trưởng EPS (%)	(18.7)	(15.3)	8.37	(4.51)	4.28
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.7)	(15.3)	8.37	(4.51)	4.28
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	30.4	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.7	22.1	26.5	27.8	26.7
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	13.3	11.0	13.4	11.7	11.2
ROACE (%)	9.72	7.68	9.13	8.33	8.26
Vòng quay tài sản (lần)	0.25	0.24	0.26	0.25	0.25
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.95	1.56	0.97	1.31	1.30
Số ngày tồn kho	102	88.6	96.0	96.2	96.3
Số ngày phải thu	284	217	250	244	245
Số ngày phải trả	46.5	50.2	47.5	47.4	47.5
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	48.7	30.5	26.0	17.8	10.6
Nợ/tài sản (%)	32.8	31.3	27.7	25.5	23.3
EBIT/lãi vay (lần)	3.74	5.16	6.41	6.70	7.64
Nợ/EBITDA (lần)	2.71	3.06	2.42	2.40	2.22
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.41	2.79	3.14	3.33	3.54
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	4.00	4.22	4.14	3.97	3.71
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.13	9.49	9.31	9.37	8.77
P/E (lần)	12.1	14.3	13.2	13.9	13.3
P/E ĐC (lần)	12.1	14.3	13.2	13.9	13.3
P/B (lần)	1.53	1.62	1.69	1.55	1.43
Lợi suất cổ tức (%)	1.54	1.54	2.01	2.01	2.01

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
 76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM  
 T: (+84 28) 3823 3299  
 F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
 T: (+84 24) 3933 4693  
 F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)