

CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN HẢI PHÒNG (UPCOM: HND)
Lê Hữu Sơn

Chuyên viên Phân tích cơ bản

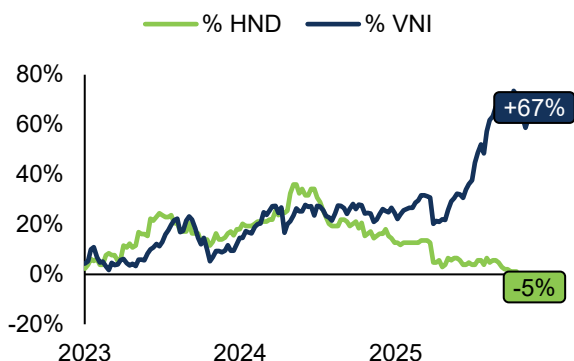
Email: sonlh@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7585

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Hữu Thiên Ân

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu HND và VNIndex

Thông tin giao dịch (25/12/2025)

Giá hiện tại (VND/cp)	10.400
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	12.800
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	10.300
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	500,00
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	500,00
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	20.720
% sở hữu nước ngoài	1,01%
Vốn hóa (tỷ VND)	5.200,00
P/E trailing 12 tháng (lần)	13,25
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	785

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng.
Địa chỉ	Thôn Đoàn, Xã Tam Hưng, Huyện Thủy Nguyên, Thành phố Hải Phòng
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh điện.
Chi phí chính	Chi phí mua than, chi phí khấu hao tài sản cố định.
Rủi ro chính	Biến động giá than.

 Giá hiện tại: **10.400**

Khuyến nghị

 Giá mục tiêu: **11.700**
THEO DÕI

 Tăng/(giảm): **+12,5%**
CHỮNG LẠI TRONG TRUNG HẠN DO CẠNH TRANH TỪ NHIỆT ĐIỆN KHÍ NỘI ĐỊA

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu HND với giá mục tiêu là **11.700 VND/cp**, cao hơn **+12,5%** so với giá đóng cửa ngày 24/12/2025 ([\(chi tiết\)](#)). Nhà đầu tư có thể chờ mua HND khi đạt mức giá 9.450 VND/cổ phiếu, tương ứng lợi nhuận kỳ vọng đạt +10,0%. Luận điểm đầu tư chính như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Trong Q4/2025F, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần HND giảm -13,1% YoY (đạt 2.113 tỷ VND) nhưng LNST tích cực ở 33 tỷ VND (cùng kỳ lỗ 163 tỷ), tương ứng cả năm 2025F giảm -11,4% & tăng +64,7% YoY (đạt 9.783 & 426 tỷ VND) ([\(chi tiết\)](#)).

Kết quả kinh doanh HND dự kiến giảm nhẹ tới 2028F (doanh thu thuần và LNST giảm -2,5% & -6,7%/năm) trước khi hồi phục trong giai đoạn 2029F – 2030F (lần lượt tăng +4,3% & +2,8%/năm, đạt 9.920 & 408 tỷ VND vào 2030F) ([\(chi tiết\)](#)).

➤ **Sản lượng điện chịu áp lực từ điện khí trong trung hạn.** Sản lượng điện tăng +4,5% & +3,2% YoY trong 2025F – 2026F, sau đó giảm -7,4%/năm trong 2027F – 2028F do gia tăng cạnh tranh từ nhóm điện khí nội địa. Trong 2029F – 2030F, sản lượng điện phục hồi +4,5%/năm nhờ không có dự án điện khí nội địa mới đi vào vận hành ([\(chi tiết\)](#)).

➤ **Giá bán điện đạt đỉnh vào 2027F nhờ tỷ lệ alpha phục hồi, sau đó giảm nhẹ theo giá than.** Giá bán điện dự kiến tăng +1,0%/năm trong giai đoạn 2025F – 2027F chủ yếu nhờ tỷ lệ alpha phục hồi 13 – 15 đpt kể từ năm 2026F, trong khi giá Pc & Pm duy trì mức thấp. Giá bán điện sau đó giảm -0,2%/năm trong giai đoạn 2028F – 2030F do giá Pc & Pm điều chỉnh giảm theo giá than của nhà máy điện ([\(chi tiết\)](#)).

➤ **Giá thành điện duy trì mức thấp nhờ giá than & chi phí khấu hao giảm.** Giá thành điện tăng +0,7%/năm trong giai đoạn 2025F – 2028F do sản lượng điện giảm khiến chi phí cố định/kWh điện tăng. Giá thành sau đó giảm -0,1%/năm trong 2029F – 2030F nhờ chi phí cố định giảm do tài sản máy móc của NMD HP2 hết khấu hao ([\(chi tiết\)](#)).

RỦI RO ĐẦU TƯ:

➤ **Biến động giá than.** HND phụ thuộc vào giá than thế giới khi phải nhập khẩu ~40 – 50% tổng sản lượng than tiêu thụ, và chi phí mua than chiếm ~90% tổng chi phí.

I. ĐÁNH GIÁ KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2025

HND ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan trong Q3/2025, với doanh thu thuần giảm -13,7% YoY (đạt 2.040 tỷ VND) và lợi nhuận sau thuế giảm 5,9 tỷ VND (đạt -15 tỷ VND) chủ yếu do áp lực từ sản lượng dồi dào của các nguồn điện có giá thành thấp hơn hoặc được ưu tiên huy động cao hơn, bao gồm: Thủy điện (+5,4% YoY), năng lượng tái tạo (+6,6% YoY), và nhiệt điện khí (+18,7% YoY). Cụ thể, **(1) Sản lượng điện giảm -0,8% YoY** (đạt 2.043 triệu kWh); và **(2) Giá bán điện bình quân giảm -13,0% YoY** (đạt 997 VND/kWh, thấp hơn -9,5% so với giá thành sản xuất điện), chủ yếu do giá bán điện trên thị trường cạnh tranh (Pm) giảm sâu -38,9% YoY (đạt 737 VND/kWh).

Bảng 1 – Kết quả kinh doanh Q3/2025 của HND kém khả quan do sản lượng và giá bán điện giảm

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	Q3/2025	%YoY	09T2025	%YoY	% KH 2025	Chú thích Q3/2025
Doanh thu thuần	2.041	-13,7%	7.670	-10,9%	70,1%	
<i>Sản lượng điện (triệu kWh)</i>	2.043	-0,8%	5.549	-6,5%	79,2%	Nhu cầu huy động nhiệt điện than & giá Pm giảm do sản lượng từ các nguồn có giá chào rẻ hơn như thủy điện và năng lượng tái tạo tăng.
<i>Giá bán điện bình quân (VND/kWh)</i>	997	-13,0%	1.381	-4,7%		
Lợi nhuận gộp	-1	N/A (cùng kỳ lời 18 tỷ)	502	-8,5%		
<i>Biên LNG</i>	-0,0%	-0,8 đpt	6,5%	+0,2 đpt		
Chi phí bán hàng & QLDN	17	-29,5%	64	-15,6%		Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm theo quy mô doanh thu.
% Doanh thu	0,8%	-0,2 đpt	0,8%	-0,0 đpt		
Lợi nhuận từ HĐKD	-18	N/A (cùng kỳ lỗ 6 tỷ)	438	-7,3%		
Doanh thu tài chính	3	+4.509,0%	3	+695,7%	619,4%	Tiền gửi có kỳ hạn dưới 3 tháng tăng +3.837,9% YoY (đạt 747 tỷ VND) nhờ thu được 670 tỷ VND tiền bán điện từ EVN trong Q3/2025.
Chi phí tài chính	0	-100,0%	3	-89,9%		Doanh nghiệp thanh toán hết nợ vay từ Q1/2025.
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	0	-100,0%	3	-75,2%		
Lợi nhuận trước thuế	-15	N/A (cùng kỳ lỗ 9 tỷ)	438	-1,5%	157,1%	
Lợi nhuận sau thuế	-15		393	-6,9%	156,5%	

Nguồn: HND, FPTs tổng hợp

II. CẬP NHẬT DỰ PHÓNG Q4/2025F

Lợi nhuận sau thuế của HND trong Q4/2025 dự kiến cải thiện so với cùng kỳ (đạt 33 tỷ VND so với cùng kỳ lỗ 163 tỷ) dù doanh thu thuần giảm -13,1% YoY (đạt 2.113 tỷ VND), đến từ: **(1) Sản lượng điện đi ngang** (đạt 1.499 triệu kWh, tăng +0,1% YoY) do mức huy động hạn chế do áp lực cạnh tranh từ các nguồn điện được ưu tiên huy động hơn (trong khi nhu cầu tiêu thụ toàn hệ thống tăng +6,8 YoY); **(2) Giá bán điện bình quân giảm -13,1% YoY** (đạt 1.551 VND/kWh), với giá Pc và giá Pm lần lượt giảm -11,4% & -15,3% YoY do giảm theo chi phí nhiên liệu; **(3) Giá thành điện giảm -14,0% YoY** (đạt 1.513 VND/kWh) nhờ chi phí mua than giảm -20,3% YoY theo giá than nhập khẩu vì nhu cầu tiêu thụ than cho phát điện của các nước lớn suy yếu nhưng sản lượng khai thác vẫn duy trì ở mức cao ([chi tiết: Báo cáo cập nhật định giá HND T07/2025](#)).

Theo đó, trong cả năm 2025F, HND dự kiến ghi nhận doanh thu thuần giảm -11,4% YoY (đạt 9.783 tỷ VND, hoàn thành 89,4% kế hoạch năm 2025) và lợi nhuận sau thuế sẽ tăng +64,7% YoY (đạt 426 tỷ VND, hoàn thành 169,9% kế hoạch) ([Quay lại trang bìa](#)).

Bảng 2 – Kết quả kinh doanh năm 2025F của HND tăng trưởng tích cực nhờ giá thành điện giảm mạnh

Chỉ tiêu (Tỷ VND)	Q4/2025	%YoY	2025F	%YoY	Chú thích 2025F
Doanh thu thuần	2.113	-13,1%	9.783	-11,4%	
<i>Sản lượng điện (triệu kWh)</i>	1.499	+0,1%	7.048	-5,2%	Nhu cầu huy động giảm do sản lượng thủy điện tăng +17,1% YoY.
<i>Giá bán điện bình quân (VND/kWh)</i>	1.551	-13,1%	1.527	-6,5%	Chủ yếu do giá Pm giảm -17,9% YoY vì nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng chậm trong khi sản lượng từ nguồn thủy điện giá rẻ tăng +17,1% YoY.
<i>Giá thành sản xuất điện (VND/kWh)</i>	1.513	-14,0%	1.442	-8,5%	Nhờ chi phí mua than giảm -17,0% YoY (đạt 2,2 triệu VND/tấn).
Lợi nhuận gộp	54	N/A (cùng kỳ lỗ 141 tỷ)	557	+36,7%	
<i>Biên LNG</i>	2,6%	+8,4 đpt	5,7%	+2,0 đpt	
Chi phí bán hàng & QLDN	18	-42,1%	82	-23,3%	
Lợi nhuận từ HĐKD	48	N/A (cùng kỳ lỗ 173 tỷ)	475	+58,1%	
Doanh thu tài chính	6	+4.262,8%	9	+1.596,7%	Đến từ khoản tiền gửi kỳ hạn dưới 3 tháng với lãi suất 3,1%/năm từ Q3/2025.
Chi phí tài chính	0	-100,0%	3	-89,9%	
Lợi nhuận trước thuế	42	N/A (cùng kỳ lỗ 172 tỷ)	480	+76,0%	
Lợi nhuận sau thuế	33	N/A (cùng kỳ lỗ 163 tỷ)	426	+64,7%	

Nguồn: HND, FPTS tổng hợp & dự phóng

III. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP & YẾU TỐ THEO DÕI

1. Triển vọng doanh nghiệp

[\(Quay lại\)](#)

Kết quả kinh doanh của HND kém khả quan trong giai đoạn 2025F – 2028F với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt giảm -2,5% & -6,7%/năm (đạt 9.074 & 346 tỷ VND trong năm 2028F, thấp hơn -23,7% & -26,1% so với dự phóng trước đó trong [Báo cáo cập nhật định giá HND T07/2025](#)). Nguyên nhân do:

(1) Sản lượng điện giảm -3,1%/năm (đạt 5,8 tỷ kWh trong năm 2028F, thấp hơn -18,1% so với dự phóng cũ) do HND chịu thêm áp lực cạnh tranh từ nhóm nhiệt điện khí nội địa sau khi các nhà máy này được huy động tối đa theo khả năng cấp khí theo Nghị định 100/2025/NĐ-CP ([chi tiết: Báo cáo chiến lược nhóm ngành Năng Lượng](#));

(2) Giá bán điện bình quân tăng +0,6%/năm (đạt 1.554 VND/kWh trong năm 2028F, thấp hơn -6,8% so với dự phóng cũ), chủ yếu do tỷ lệ alpha phục hồi về mức 70 – 75% (tương tự dự phóng cũ) kể từ năm 2026F nhằm đảm bảo an ninh cung ứng;

(3) Giá thành điện tăng +0,7%/năm (đạt 1.474 VND/kWh vào năm 2028F, thấp hơn -6,2% so với dự phóng cũ) do trượt giá theo các khoản chi phí biến đổi khác (nhân công, sửa chữa tài sản cố định).

Kết quả kinh doanh sau đó hồi phục trong giai đoạn 2029F – 2030F với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế tăng +4,3% & +2,8%/năm (đạt 9.920 & 408 tỷ VND vào năm 2030F, thấp hơn -18,4% & cao hơn +71,8% so với dự phóng cũ). Đến từ:

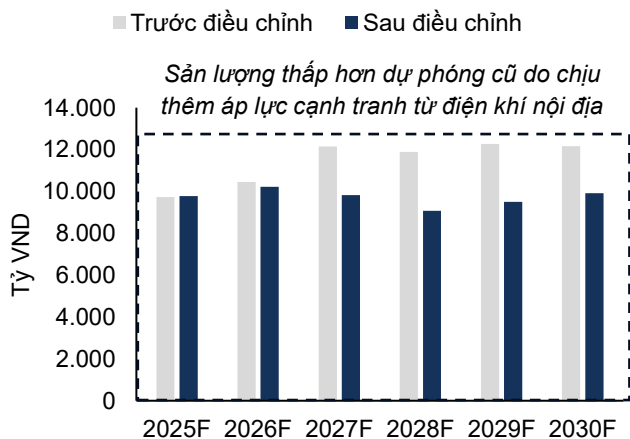
(1) Sản lượng điện tăng +4,5%/năm (đạt 6,4 tỷ kWh vào năm 2030F, thấp hơn -12,7% so với dự phóng cũ) nhờ nhu cầu tiêu thụ điện toàn hệ thống tăng, trong khi không có thêm dự án nhiệt điện khí nội địa mới đi vào vận hành trong giai đoạn này;

(2) Giá bán điện bình quân giảm -0,2%/năm (đạt 1.462 VND/kWh vào năm 2030F, thấp hơn -6,6% so với dự phóng cũ) do giá Pc điều chỉnh giảm theo giá than đầu vào khi giá than nhập khẩu duy trì xu hướng giảm -1,5%/năm;

(3) Giá thành điện giảm -0,1%/năm (đạt 1.457 VND/kWh vào năm 2030F, thấp hơn -8,7% so với dự phóng cũ) nhờ chi phí mua than & chi phí khấu hao giảm.

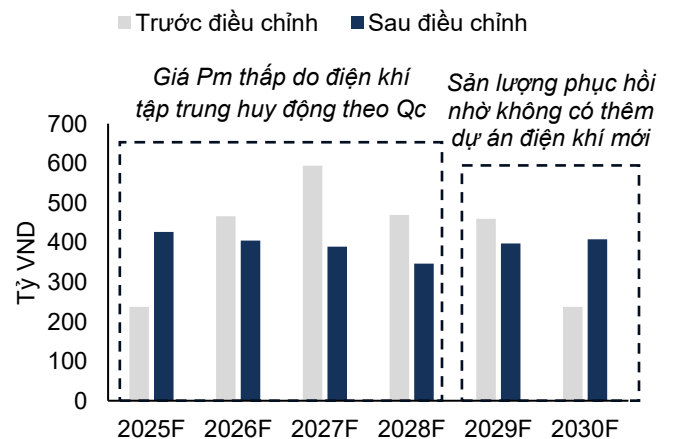
Biểu đồ 1 – KQKD của HND tiêu cực do chịu thêm áp lực cạnh tranh từ nhóm nhiệt điện khí nội địa

Doanh thu thuần trước và sau điều chỉnh



Nguồn: FPTIS dự phóng

Lợi nhuận sau thuế trước và sau điều chỉnh



Nguồn: FPTIS dự phóng

1.1. Sản lượng điện duy trì mức thấp từ năm 2027F do cạnh tranh từ nguồn điện khí nội địa [\(Quay lại\)](#)

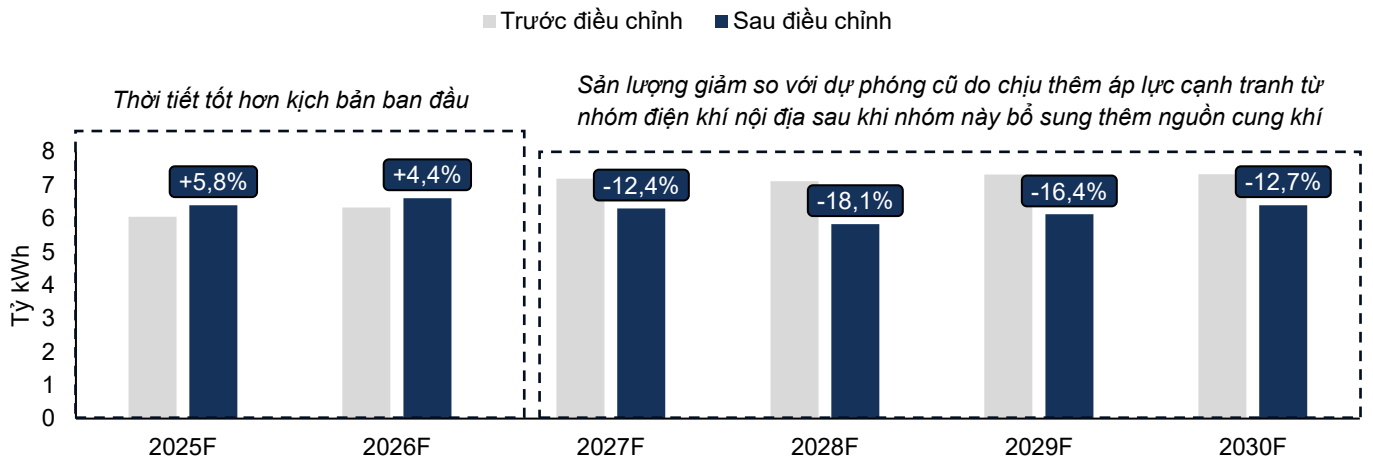
Sản lượng điện của HND tăng trưởng tích cực, lần lượt đạt +4,5% & +3,2% YoY trong giai đoạn 2025F – 2026F (đạt 6,6 tỷ kWh trong năm 2026F, cao hơn +4,4% so với dự phóng cũ). Mức tăng này cao hơn kỳ vọng trước đó nhờ điều kiện thời tiết nghiêng về pha trung tính, thay vì bước vào pha La Nina như kịch bản ban đầu — qua đó hạn chế mức tăng mạnh của thủy điện và tạo dư địa huy động cho nhóm nhiệt điện than.

Sản lượng điện của HND sau đó suy giảm -7,4%/năm (đạt 5,8 tỷ kWh vào năm 2028F, thấp hơn -18,1% so với dự phóng cũ). Nguyên nhân đến từ việc nhu cầu huy động các nhà máy nhiệt điện than dần bị thu hẹp do sản lượng nguồn nhiệt điện khí nội địa tăng cao sau khi các mỏ khí lớn được đưa vào vận hành (Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2

và Lô B – Ô Môn), trong bối cảnh loại hình này được ưu tiên huy động tối đa theo khả năng cấp khí ([chi tiết: Báo cáo chiến lược nhóm ngành Năng Lượng](#)).

Trong giai đoạn 2029F – 2030F, sản lượng điện dự kiến phục hồi +4,5%/năm (đạt 6,4 tỷ kWh vào năm 2030F, thấp hơn -12,7% so với dự phóng cũ) nhờ nhu cầu tiêu thụ điện toàn ngành tiếp tục tăng trưởng như kịch bản ban đầu, trong khi không có thêm dự án điện khí nội địa mới được đưa vào vận hành làm giảm nhu cầu huy động điện than.

Biểu đồ 2 – Sản lượng điện dự kiến giảm từ 2027F do gia tăng cạnh tranh từ nguồn nhiệt điện khí



Nguồn: FPTs dự phóng

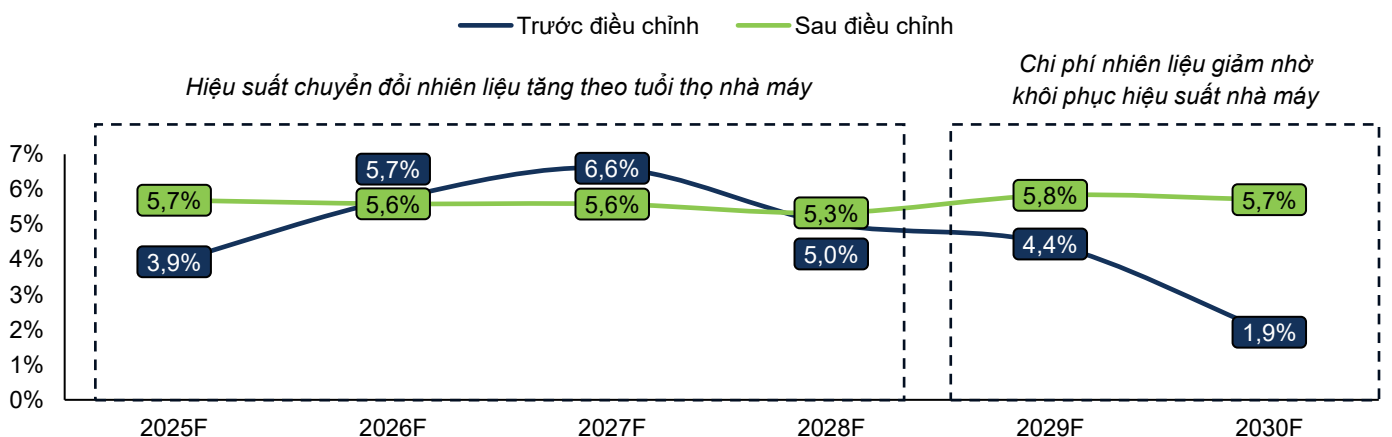
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện sẽ được bán theo hợp đồng PPA (Qc) sẽ duy trì mức 70 – 75% (tương tự dự phóng cũ) kể từ năm 2026F, với cơ sở đến từ việc nhiệt điện than được gia tăng chạy nền nhằm đảm bảo an ninh cung ứng điện trong bối cảnh công suất hệ thống ngày càng phụ thuộc vào các nguồn năng lượng tái tạo có tính biến động cao ([chi tiết: Báo cáo cập nhật định giá HND T07/2025](#)).

1.2. Biên lợi nhuận gộp mở rộng từ 2029F nhờ cải thiện hiệu suất nhà máy & chi phí khấu hao giảm

Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp giảm bình quân -0,1 đpt/năm trong giai đoạn 2025F – 2028F (đạt 5,3% trong năm 2028F, cao hơn +0,3 đpt so với dự phóng cũ) do: (1) Giá bán điện duy trì mức thấp khi giá Pc giảm theo giá than & giá Pm duy trì mức thấp do nhóm điện khí tập trung huy động theo Qc; (2) Giá thành điện tăng do sản lượng điện giảm khiến chi phí cố định phân bổ trên mỗi kWh điện năng tăng.

Biên lợi nhuận dần hồi phục +0,2 đpt/năm trong giai đoạn 2029F – 2030F (đạt 5,7% trong năm 2030F, cao hơn +3,8 đpt so với dự phóng cũ) nhờ: (1) Giá bán điện tiếp tục giảm nhẹ theo giá than đầu vào; (2) Giá thành điện giảm nhờ chi phí nhiên liệu tăng chậm lại, đến từ việc hiệu suất chuyển đổi nhiên liệu cải thiện sau khi doanh nghiệp hoàn thành công tác khôi phục hiệu suất nhà máy, trong khi chi phí cố định giảm nhờ tài sản máy móc thiết bị của Nhà máy điện Hải Phòng 2 được trích hết khấu hao.

Biểu đồ 3 – BLNG thu hẹp do giá thành tăng cao, mở rộng từ 2029F nhờ khôi phục hiệu suất nhà máy



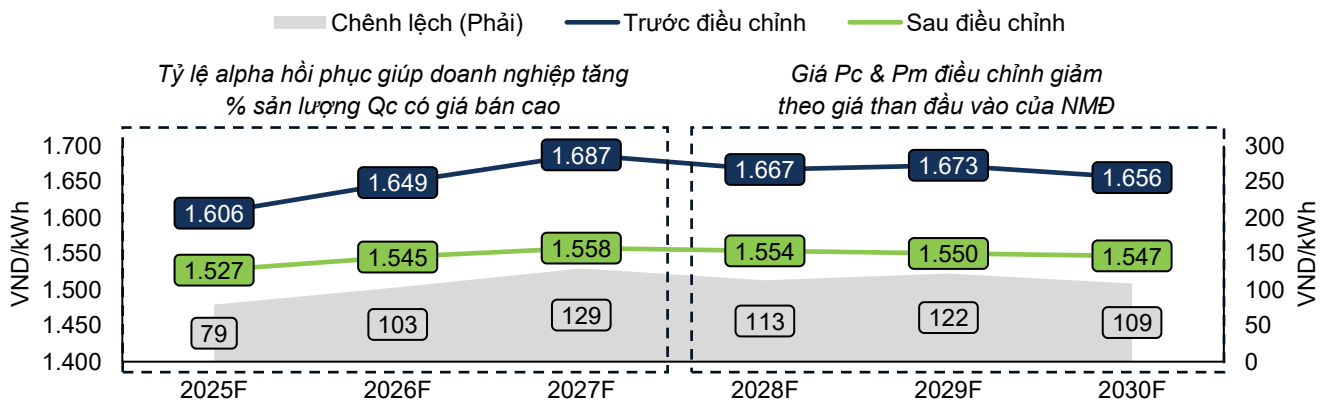
Nguồn: FPTs dự phóng

1.2.1. Giá bán điện đạt đỉnh vào 2027F nhờ tỷ lệ alpha phục hồi, sau đó giảm theo giá than [\(Quay lại\)](#)

Giá bán điện bình quân tăng +1,0%/năm trong giai đoạn 2025F – 2027F (đạt 1.558 VND/kWh trong năm 2027F, thấp hơn -7,7% so với dự phóng cũ). Nguyên nhân do: (1) Tỷ lệ alpha tăng 13 – 15 đpt kể từ năm 2026F (duy trì mức 70 – 75%, tương tự dự phóng cũ) nhằm gia tăng công suất nhiệt điện chạy nền để đảm bảo an ninh cung ứng điện; (2) Giá Pc tăng +0,4%/năm do trượt giá chi phí biến đổi khác (dầu, bảo dưỡng sửa chữa, ...), trong khi chi phí biến đổi than giảm theo giá than nhập khẩu; (3) Giá Pm duy trì mức thấp do giá chào nhóm điện than giảm theo chi phí nhiên liệu nhằm cạnh tranh với các nhà máy điện khác, trong khi nguồn nhiệt điện khí nội địa có giá chào cao tập trung huy động theo Qc làm mất bằng giá Pm giảm.

Giá bán điện bình quân sau đó giảm nhẹ -0,2%/năm trong giai đoạn 2028F – 2030F (đạt 1.547 VND/kWh trong năm 2030F, thấp hơn -6,6% so với dự phóng cũ). Đến từ giá than nhập khẩu tiếp tục giảm -1,5%/năm trong bối cảnh dư cung, khiến: (1) Giá Pc điều chỉnh giảm -0,2%/năm; (2) Giá Pm giảm -0,3%/năm do giá chào các nhà máy điện than giảm theo chi phí nhiên liệu.

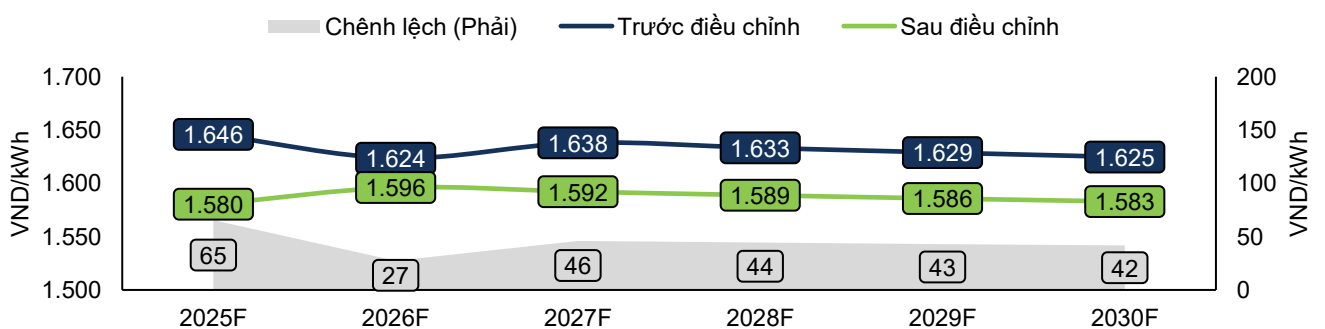
Biểu đồ 4 – Giá bán điện bình quân tăng nhờ tỷ lệ alpha phục hồi, sau đó điều chỉnh giảm theo giá than



Nguồn: FPTs dự phóng

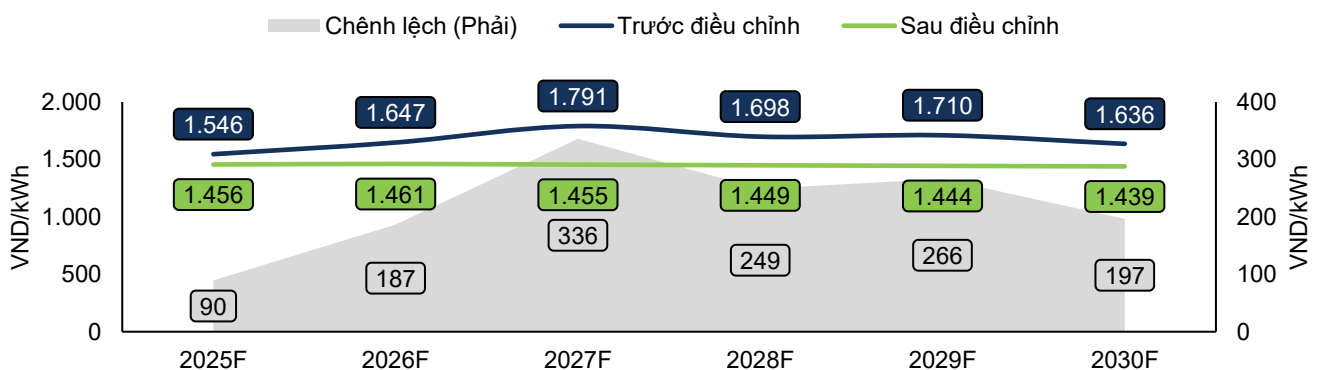
Biểu đồ 5 – Giá Pc & Pm duy trì mức thấp khi giá than giảm và nhóm điện khí tập trung huy động theo Qc

Giá Pc điều chỉnh giảm theo giá than đầu vào khi giá than nhập khẩu giảm -1,5%/năm trong bối cảnh dư cung



Nguồn: FPTs dự phóng

Giá Pm duy trì mức thấp sau khi nhóm điện khí nội địa có giá chào cao được tập trung huy động theo Qc



Nguồn: FPTs dự phóng

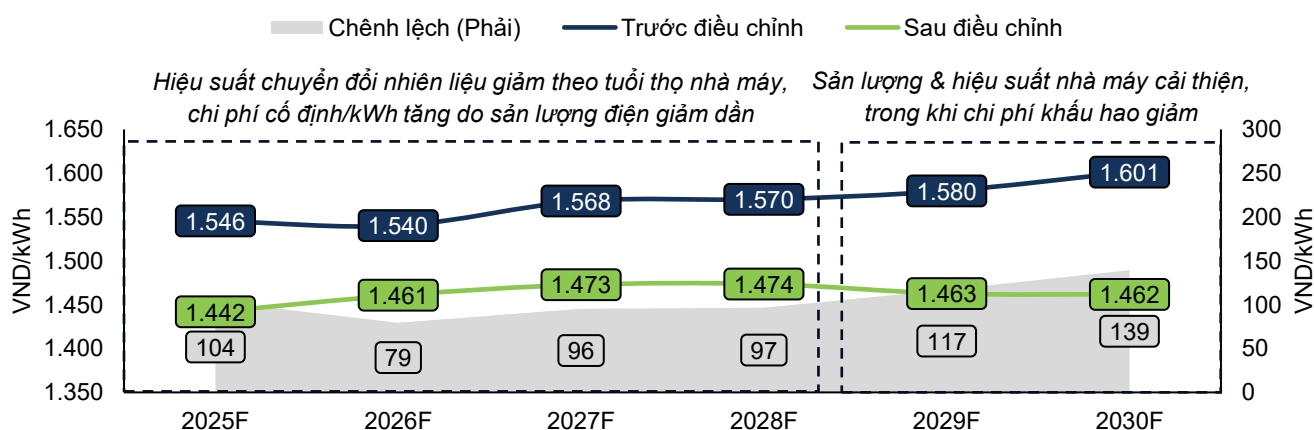
1.2.2. Giá thành điện duy trì mức thấp nhờ giá than đầu vào & chi phí khấu hao giảm [\(Quay lại\)](#)

Giá thành điện dự kiến tăng +0,7%/năm trong giai đoạn 2025F – 2028F (đạt 1.474 VND/kWh trong năm 2028F, thấp hơn -6,2% so với dự phóng cũ). Trong đó: (1) Chi phí nhiên liệu (chiếm 85,3% giá thành điện) giảm -0,6%/năm (đạt 1.234 VND/kWh trong năm 2028F, thấp hơn -10,5% so với dự phóng cũ) do giá than đầu vào giảm -0,07%/năm trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ than cho phát điện tại các nước lớn suy yếu nhưng sản lượng khai thác duy trì ở mức cao ([chi tiết: Báo cáo cập nhật định giá HND T07/2025](#)), đồng thời hiệu suất chuyển đổi nhiên liệu của nhà máy giảm -2,8%/năm do hao mòn thiết bị; (2) Chi phí khác (chiếm 14,7% giá thành điện) tăng +9,3%/năm do sản lượng điện giảm khiến phân bổ trên mỗi kWh điện năng tăng.

Trong giai đoạn 2029F – 2030F, giá thành điện dự kiến giảm -0,1%/năm (đạt 1.462 VND/kWh trong năm 2030F, thấp hơn -8,7% so với dự phóng cũ), với: (1) Chi phí nhiên liệu tăng +0,9%/năm (đạt 1.255 VND/kWh, thấp hơn -11,3% so với dự phóng cũ) do giá than đầu vào giảm -0,6%/năm & hiệu suất chuyển đổi nhiên liệu giảm -1,5%/năm. Mức suy giảm chậm hơn 1,3 đpt so với trước đây nhờ [doanh nghiệp đã bắt đầu triển khai công tác khôi phục hiệu suất tổ máy](#) và dự kiến hoàn thành trong giai đoạn này. Dự án này được triển khai đồng bộ với các kỳ trung tu/đại tu, do đó sẽ không ảnh hưởng đến vận hành nhà máy; (2) Chi phí khác giảm -5,3%/năm nhờ chi phí khấu hao thu hẹp, đến từ việc tài sản máy móc thiết bị của Nhà máy điện HP2 hoàn tất khấu hao.

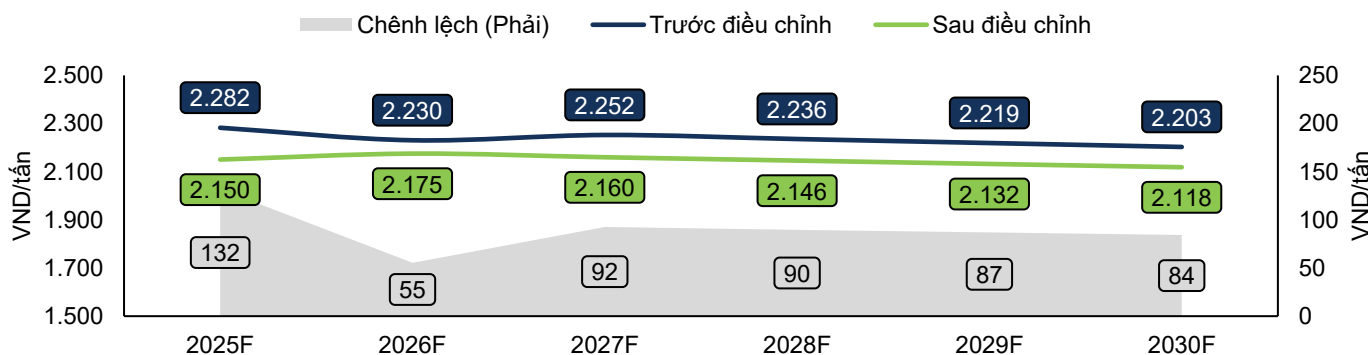
Biểu đồ 6 – Giá thành điện tăng giảm từ 2029F nhờ nhà máy khôi phục hiệu suất & chi phí khấu hao giảm

Giá thành điện duy trì mức thấp nhờ giá than giảm & doanh nghiệp đầu tư cải thiện hiệu suất của nhà máy



Nguồn: FPTIS dự phóng

Giá than trộn đầu vào của HND giảm bình quân -0,7%/năm nhờ giá than nhập khẩu giảm -1,5%/năm



Nguồn: FPTIS dự phóng

2. Yếu tố theo dõi [\(Quay lại\)](#)

Tương tự với [Báo cáo cập nhật định giá T7/2025](#), HND đang đối diện với rủi ro:

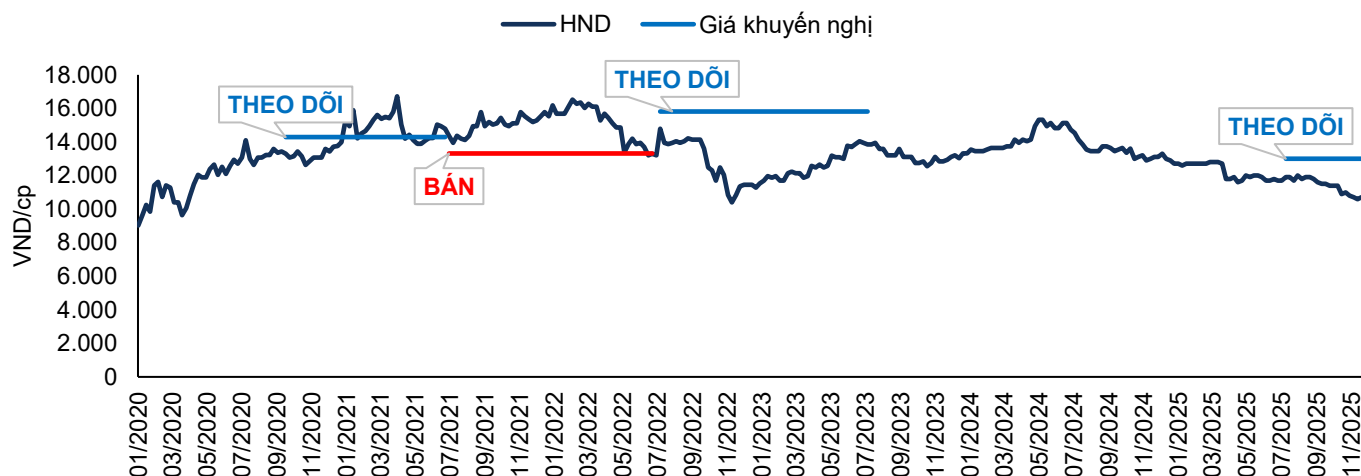
- Rủi ro biến động giá than:** Biên lợi nhuận của HND bị ảnh hưởng bởi giá than đầu vào do: (1) Giá Pc không bù đắp hết phần chi phí mua than do nhà máy đang vận hành kém hiệu quả (suất hao nhiệt thực tế cao hơn mức cam kết trong hợp đồng PPA), khiến giá than càng cao thì phần chi phí nhiên liệu vượt mức mà HND phải tự chi trả càng nhiều; (2) Lợi nhuận bán điện lên thị trường điện cạnh tranh giảm do giá chào chịu áp lực cạnh tranh từ các nguồn điện khác nên không thể tăng tương ứng với chi phí đầu vào.

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu HND với giá mục tiêu **11.700 VND/cổ phiếu**, cao hơn **+12,5%** so với giá đóng cửa ngày 24/12/2025. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) ([Quay lại trang 1](#)).

Giá mục tiêu giảm -10,7% so với [Báo cáo cập nhật định giá HND T07/2025](#), chủ yếu do: (1) Sản lượng điện thương phẩm hàng năm trong giai đoạn 2025F – 2030F thấp hơn so với dự phóng cũ, đến từ việc nhu cầu huy động bị thay thế bởi nguồn nhiệt điện khí nội địa sau khi loại hình này được huy động tối đa theo khả năng cấp khí; (2) Giá Pm duy trì mức thấp do nhóm nhiệt điện khí nội địa có giá chào cao được tập trung huy động theo Qc.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: HND, FPTTS tổng hợp

STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị (đã điều chỉnh)	Báo cáo chi tiết
1	THEO DÕI	10/2025	13.000	Báo cáo cập nhật định giá
2	THEO DÕI	07/2022	15.813	Báo cáo cập nhật định giá
3	BÁN	06/2021	13.313	Báo cáo cập nhật định giá
4	THEO DÕI	09/2020	14.288	Báo cáo định giá lần đầu

Kết quả định giá:

Tổng hợp Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Giá trị	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	11.697	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	11.703	50%
Giá mục tiêu	11.700	

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)	5.868
(+) Tiền mặt (tỷ VND)	33
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	0
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	5.851
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	500
Giá mục tiêu (VND/cp)	11.703
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	5.849
Giá mục tiêu (VND/cp)	11.697

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền:

Giả định mô hình	11/2025	Thay đổi so với T07/2025	Giả định mô hình	Giá trị	Thay đổi so với T07/2025
WACC 2025	13,4%	+1,1 đpt	Phần bù rủi ro thị trường	10,4%	-6,1 đpt
Chi phí sử dụng nợ	0,0%	-5,7 đpt	Hệ số Beta	0,9	-
Chi phí sử dụng VCSH	13,4%	+ 0,6 đpt	Tăng trưởng dài hạn	1,5%	-
Lãi suất phi rủi ro	3,7%	+0,7 đpt	Thời gian dự phóng	5 năm	-

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu HND, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính	Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.	Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.	100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng.
ĐT: 19006446	ĐT: 19006446	ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3 773 9058	Fax: (84.28) 6 291 0607	Fax: (84.236) 3553 888