Báo cáo cổ phiếu: POW

Nửa năm lãi kỷ lục nhờ 2.476 tỷ hồi tố; lõi gấp đôi nhờ NT3&4 nhưng giảm từ quý 3 khi giá thị trường điện xuống dưới chi phí nhiên liệu — P/B 0,9x chỉ ngang giá trị hợp lý

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam – CTCP (HOSE: POW) · nhiệt điện khí, LNG, than, thủy điện · BCTC hợp nhất đến Q2/2026 (soát xét 6T), dự báo Q3, Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 12,2 nghìn đ (16/10/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST MẸ Q3/2026F	LNST MẸ 2026F	P/B	HỒI TỐ 6T/2026
12,2 nghìn đ · 16/10/2026	12,8 nghìn đ · **+5%**	711 tỷ đ · –12% so cùng kỳ	5.946 tỷ đ · lõi 3.792 tỷ đ	0,91x P/E lõi 10,1x	2.476 tỷ đ · 46% LNTT 6T

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG CHỐT LỜI	LNST MẸ 2027F
NẮM GIỮ	12,2 nghìn đ	12,8 nghìn đ (+5%)	< 11,4 nghìn đ	> 14,4 nghìn đ	3.114 tỷ đ

Tỷ trọng vừa phải. Nâng lên TÍCH LŨY khi giá dưới 11,4 nghìn đ (P/B ≤ 0,85x) hoặc khi EPTC trả nợ làm dòng tiền kinh doanh dương lại; hạ xuống THEO DÕI nếu LNST mẹ lõi quý 3 dưới 300 tỷ hoặc phương án tăng vốn phát hành dưới giá trị sổ sách.

KẾT LUẬN

LNTT 6T/2026 5.329 tỷ gấp 4 lần cùng kỳ nhưng 2.476 tỷ là ghi nhận hồi tố (chênh lệch tỷ giá Vũng Áng 1, quyết toán giá khí Cà Mau, giảm trích O&M). Phần lõi 2.951 tỷ vẫn gấp đôi nhờ Nhơn Trạch 3&4 được trả theo Qc cao hơn sản lượng và mùa khô giá thị trường cao. Từ quý 3, giá thị trường xuống dưới chi phí biến đổi và chi phí nền của NT3&4 (khấu hao, lãi vay ~550 tỷ/quý) lộ ra: LNST mẹ Q3 ~711 tỷ, 2027 ~3.114 tỷ.

Ở 12,2 nghìn đ, P/B 0,91x thấp so lịch sử và gần giá trị hợp lý 12,8 nghìn đ (bình quân P/E lõi, P/B). Tiền bị khóa ở phải thu EPTC 24,8 nghìn tỷ và nhu cầu ~17 nghìn tỷ vốn chủ cho hai dự án LNG mới làm rủi ro pha loãng; AAS khuyến nghị NẮM GIỮ, tích lũy dưới 11,4 nghìn đ.

ĐIỆN KHÍ + LNG

3.502 tỷ LN gộp 6T/2026

- NT3&4 Qc ~120% sản lượng phát
- Sàn Qc dài hạn 65% (NĐ 100/2025)
- Gồm 991 tỷ quyết toán Cà Mau

ĐIỆN THAN VŨNG ÁNG 1

2.399 tỷ LN gộp 6T/2026

- Gồm 1.103 tỷ CLTG 2019–2021
- Còn 492,6 tỷ CLTG chờ duyệt
- Q3 bám Qc, dừng dự phòng 1 tổ máy

DỰ ÁN LNG MỚI

3.000 MW: Quỳnh Lập, Vũng Áng III

- POW nắm 51% mỗi dự án
- Vốn chủ cần ~17 nghìn tỷ đến 2031
- Đang chọn tư vấn tăng vốn

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **LNTT 6T/2026 5.329 tỷ (gấp 4,0 lần), LNST mẹ 4.575 tỷ;** 2.476 tỷ là hồi tố một lần, lõi 2.951 tỷ (+95%).
2. **Cơ chế Qc bảo vệ doanh thu:** ~70–90% sản lượng bán theo giá hợp đồng; NT3&4 Qc ~120% sản lượng, sàn dài hạn 65%. Giá thị trường chỉ chi phối phần vượt Qc.
3. **Q3/2026F 711 tỷ (–12%), Q4 660 tỷ:** FMP tháng 7–8 ~1.200 đ/kWh dưới chi phí biến đổi; khấu hao, lãi vay NT3&4 ~550 tỷ/quý.
4. **2026F 5.946 tỷ (lõi 3.792), 2027F 3.114 tỷ;** dòng tiền kinh doanh 6T âm 2.943 tỷ vì phải thu EPTC 24,8 nghìn tỷ.
5. **Định giá:** P/B 0,91x, giá trị hợp lý 12,8 nghìn đ (+5%); NẮM GIỮ, tích lũy dưới 11,4 nghìn đ.

1 Mô hình kinh doanh: nhà phát điện nhiệt điện lớn thứ hai sau EVN, bán toàn bộ cho EVN qua thị trường điện; PVN nắm 79,9%

- **5.849 MW, ~5% công suất hệ thống:** nhiệt điện khí 74% (gồm NT3&4 LNG 1.624 MW mới vận hành), than 21%, thủy điện 5%. Năm 2025 doanh thu 34.306 tỷ (khí 61%, than 33%, thủy 5%), LNST mẹ 2.427 tỷ.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** sản lượng hợp đồng Qc do EVN/BCT phân bổ và giá hợp đồng Pc (gồm nhiên liệu chuyển ngang + phần thu hồi vốn); phần sản lượng ngoài Qc bán theo giá thị trường FMP; độ khả dụng nhà máy (sự cố VA1 2023–2024); khấu hao và lãi vay của NT3&4; các khoản quyết toán, chênh lệch tỷ giá kỳ trước.
- **Vốn chạy trong chuỗi:** phải thu EPTC 24.913 tỷ (30/06/2026) lớn hơn cả tiền và tiền gửi 26.553 tỷ; nợ vay 38.200 tỷ, chủ yếu cho NT3&4. Tiền là nút thắt, không phải lợi nhuận kế toán.

NHIÊN LIỆU (ĐẦU VÀO)

Khí trong nước
PV GAS: PM3-CAA, Đông Nam Bộ
Cà Mau 1&2 khí PM3-CAA (cấp thấp 2,9–3,6 triệu Sm³/ngày, còn 119 triệu Sm³ khí trả trước phải dùng trong 2026); NT1, NT2 khí Đông Nam Bộ phối trộn · Trên BCTC: giá vốn, chi phí trả trước

LNG, than, nước
LNG Thị Vải; than TKV; thủy văn
NT3&4 dùng LNG tái hóa (HĐ 25 năm với PV GAS, Shell 2027–2031); VA1 than; Hủa Na, Đakđrinh, Nậm Nơn theo nước về hồ · Trên BCTC: hàng tồn kho 2.546 tỷ

→

PHÁT ĐIỆN 5.849 MW

Nhiệt điện khí 4.324 MW
Cà Mau 1&2, NT1, NT2, NT3&4
1.500 + 450 + 750 (NT2 công ty con 59,4%) + 1.624 MW LNG (vận hành thương mại 21/11 và 17/12/2025) · Trên BCTC: TSCĐ nguyên giá 95.465 tỷ

Than 1.200 MW, thủy điện 325 MW
Vũng Áng 1; Hủa Na, Đakđrinh, Nậm Nơn
VA1 2×600 MW (sự cố tổ máy 1 năm 2023–2024); thủy điện 180 + 125 + 20 MW · Trên BCTC: khấu hao ~971 tỷ/quý

→

BÁN ĐIỆN CHO EVN/EPTC

Thị trường điện cạnh tranh
DT = Qc × Pc + (Qm – Qc) × FMP
7 nhà máy chào giá trực tiếp; Qc 65–125% sản lượng phát; NT3&4 Qc tối thiểu dài hạn 65% (NĐ 100/2025) · Trên BCTC: doanh thu bán điện

Thu tiền chậm
phải thu EPTC 24,8 nghìn tỷ
tăng 10,7 nghìn tỷ trong 6T/2026; nợ quá hạn trên 6 tháng 966 tỷ, đã dự phòng 658 tỷ · Trên BCTC: phải thu khách hàng, chi phí QLDN (dự phòng)

→

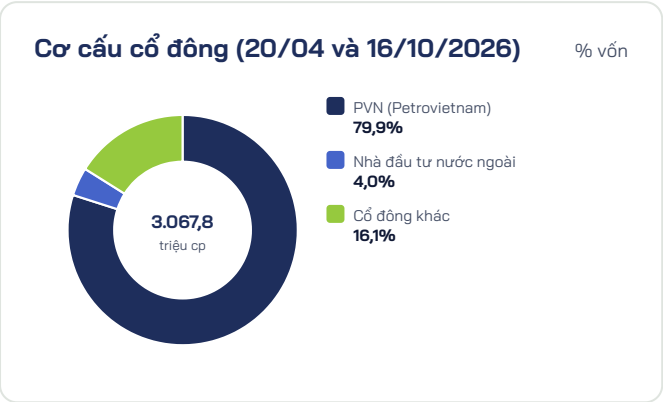
100 ĐỒNG DOANH THU 6T/2026

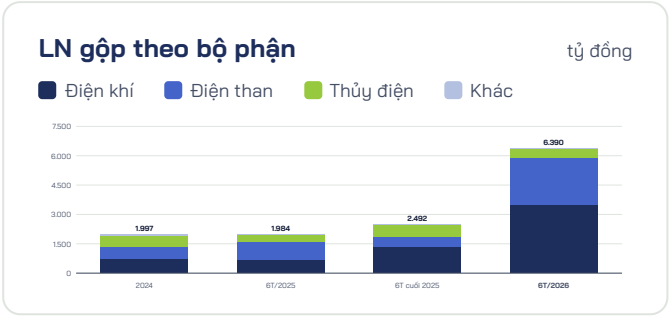
Giá vốn trừ khấu hao (nhiên liệu, O&M)	74,6
Khấu hao	5,8
QLDN	1,9
Lãi vay	2,9
LNTT	16,3

Khoảng 81–85 đồng là nhiên liệu và vận hành (chuyển ngang vào giá điện). LNTT 6T/2026 ~16 đồng là cao bất thường do 2.476 tỷ ghi nhận hồi tố; phần lõi ~10 đồng.

Nguồn: BCTN 2025, BCTC hợp nhất soát xét 6T/2026 (thuyết minh bộ phận, phải thu), thông cáo nhà đầu tư 01–08/2026 của POW; AAS tính.

Cổ đông: PVN 79,94%, khối ngoại chỉ ~4,0% — free float nhỏ, quyết định chiến lược theo kế hoạch của PVN





Nguồn: danh sách cổ đông chốt 20/04/2026 (tài liệu ĐHĐCĐ 2026), room khối ngoại từ kho AAS (16/10/2026); thuyết minh bộ phận BCTC kiểm toán 2025 và soát xét 6T/2026. 6T/2026 gồm khoản hồi tố (điện than 1.103 tỷ, điện khí 991 tỷ).

- **Lãnh đạo không nắm cổ phần cá nhân đáng kể:** Chủ tịch đại diện 24,94% và Tổng giám đốc 20% phần vốn PVN; không có chương trình ESOP. Cổ tức 2025 không chia tiền, chính sách ưu tiên cổ phiếu (2025: 19% cổ phiếu).
- **Vốn điều lệ 30.678,5 tỷ** sau đợt chào bán cho cổ đông hiện hữu hoàn tất 27/01/2026 (thu 2.810 tỷ); ngày 15–16/10/2026 POW mời thầu tư vấn cho phương án tăng vốn mới để góp vốn Quỳnh Lập, Vũng Áng III.

2 Cơ chế giá điện: lợi nhuận chủ yếu nằm ở phần Qc theo giá hợp đồng; giá thị trường thấp chỉ ảnh hưởng phần sản lượng vượt Qc

Công thức doanh thu một nhà máy trên thị trường điện (Thông tư 16/2025/TT-BCT: khoản sai khác Điều 92, thanh toán điện năng và công suất Điều 90–91, FMP = SMP + CAN Điều 82):
Doanh thu = Qm × FMP + Qc × (Pc − FMP) = Qc × Pc + (Qm − Qc) × FMP
Qm: sản lượng phát thực tế; Qc: sản lượng hợp đồng (EVN/EPTC phân bổ theo tháng, tỷ lệ α 60–100% sản lượng dự kiến); Pc: giá hợp đồng (gồm chi phí nhiên liệu chuyển ngang và phần thu hồi vốn cố định); FMP: giá thị trường toàn phần = giá biên SMP + giá công suất CAN.
Lợi nhuận gộp ≈ Qc × (Pc − chi phí biến đổi) + (Qm − Qc) × (FMP − chi phí biến đổi) − chi phí cố định.

- **Phần Qc là "hợp đồng sai khác":** nhà máy được trả Pc cho toàn bộ Qc dù giá thị trường lên hay xuống. Khi phát thấp hơn Qc (Qm < Qc) nhà máy trả lại phần thiếu theo FMP nhưng tiết kiệm nhiên liệu; khi FMP thấp hơn chi phí biến đổi, phát ít hơn Qc là có lợi.
- **Phần ngoài Qc mới chịu giá thị trường:** phát vượt Qc chỉ có lãi khi FMP cao hơn chi phí biến đổi. Tháng 7–8/2026 FMP ~1.200–1.250 đ/kWh, thấp hơn chi phí biến đổi khí và than, nên các nhà máy khí, VA1 chào bám Qc; VA1 có lúc dừng dự phòng một tổ máy.
- **Ngoại lệ Cà Mau 1&2:** chào vượt Qc (Qc chỉ 65–79% sản lượng) dù FMP thấp, để dùng hết 119,4 triệu Sm^3 khí đã trả trước (nghĩa vụ bao tiêu năm 2021) trong năm 2026 — phần này làm biên điện khí quý 3 thấp hơn.
- **Nhơn Trạch 3&4 (LNG) có Qc cao hơn sản lượng phát (120–125%):** NT3&4 chi phí LNG cao nên ít được huy động, nhưng được trả theo Qc. Nghị định 100/2025/NĐ-CP (sửa Điều 15 NĐ 56/2025) bảo đảm Qc tối thiểu dài hạn không thấp hơn 65% sản lượng bình quân nhiều năm, trong thời gian trả nợ nhưng không quá 10 năm, cho dự án LNG vận hành trước 01/01/2031; POW và EPTC đã ký phụ lục số 02 (08/2026) đưa mức 65% vào hợp đồng. Dự thảo nâng lên 75%/15 năm chưa ban hành.

- **Nhà máy khí trong nước** (Cà Mau 1&2, NT1, NT2) được ưu tiên huy động tối đa theo khả năng cấp khí đến khi hết khí (NĐ 100/2025, khoản 3).

Qc theo nhà máy năm 2026: thủy điện và Cà Mau thấp nhất, NT3&4 cao nhất

Nhà máy	Sản lượng 6T/26 (tr.kWh)	Qc 6T/26 (tr.kWh)	Qc/sản lượng 6T	Qc/sản lượng T7–T8	DT thị trường 6T/26 (tỷ)	DT/kWh T7–T8 (đ)
Cà Mau 1&2 (khí)	2.734	2.120	78%	71%	6.011	1.764
Vũng Áng 1 (than)	4.184	2.924	70%	86%	7.640	1.889
Nhơn Trạch 1 (khí)	699	639	91%	87%	1.774	2.429
Nhơn Trạch 2 (khí)	2.141	1.870	87%	93%	4.955	2.379
Nhơn Trạch 3&4 (LNG)	**2.601**	**3.113**	**120%**	**123%**	**9.317**	**4.131**
Hủa Na (thủy)	343	240	70%	71%	403	982
Đakđrinh (thủy)	299	232	78%	67%	283	964

Nguồn: thông cáo nhà đầu tư POW 03/2026, 6T/2026, 07/2026, 08/2026 (bảng kết quả tham gia thị trường điện; DT tạm tính chưa VAT, chưa gồm ngoài thị trường); AAS tính.

Giá thị trường toàn phần FMP: cao trong mùa khô, xuống dưới chi phí biến đổi từ tháng 7

Kỳ	FMP bình quân (đ/kWh)	Ghi chú của doanh nghiệp
2023	~1.408	cả năm
2024	~1.410	cả năm
2025 (11 tháng)	~895	nước về tốt, phụ tải thấp
6T/2025	1.143	
T1–T2/2026	1.120–1.137	thấp hơn nhiều chi phí biến đổi khí
T4–T5/2026	1.650–1.754	nắng nóng, nhiều chu kỳ chạm trần
6T/2026	**~1.500**	
T7/2026	~1.250	mưa, phụ tải giảm
T8/2026	~1.203	áp thấp nhiệt đới; thấp hơn chi phí biến đổi than, khí

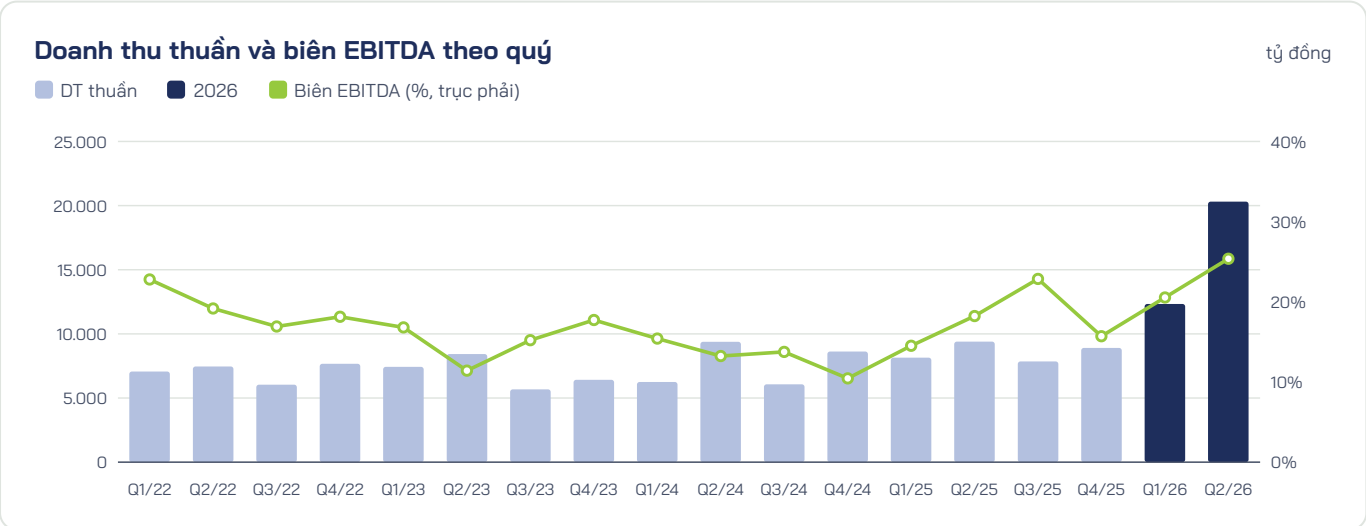
Nguồn: BCTN 2025, thông cáo nhà đầu tư POW 2026.

- **Giá thị trường không phải biến chính:** năm 2025 FMP thấp nhất (~895 đ/kWh) nhưng biên lõi cao nhất 3 năm (20,9%); Q2/2026 FMP cao nhất (~1.700) nhưng biên lõi chỉ 16,8%.
- **Biến chính là Qc, Pc và độ khả dụng:** Qc 2027 do EVN phân bổ (đang đàm phán "chủ trương giao Qc" cho năm sau) và mức sàn 65% của NT3&4.
- **Rủi ro lệch xuống:** Qc 2027 thấp hơn 2026 khi nguồn mới vào hệ thống và thủy văn tốt lại.

3 Kết quả kinh doanh: LNTT 6T/2026 5.329 tỷ (gấp 4,0 lần), nhưng lõi chỉ 2.951 tỷ — vẫn gấp đôi nhờ NT3&4 và mùa khô

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	24.561	28.224	28.329	30.306	34.306	17.549	32.633	+86%
LN gộp trước khấu hao	**4.954**	**6.542**	**4.961**	**4.784**	**7.305**	**3.386**	**8.293**	**+145%**
Biên gộp trước khấu hao	20,2%	23,2%	17,5%	15,8%	21,3%	19,3%	25,4%	+6,1 điểm
QLDN trừ khấu hao (gồm dự phòng)	−501	−1.090	−749	−846	−1.213	−489	−611	n/m
EBITDA	**4.444**	**5.452**	**4.213**	**3.938**	**6.090**	**2.897**	**7.682**	**+165%**
Khấu hao	−2.110	−2.809	−2.809	−2.818	−2.859	−1.417	−1.934	n/m
EBIT	**2.334**	**2.643**	**1.404**	**1.120**	**3.231**	**1.480**	**5.748**	**+288%**
Lãi vay	−400	−437	−498	−382	−655	−257	−953	n/m
DT tài chính, CP tài chính khác, liên kết, khác	374	359	553	645	658	98	534	+446%
LNTT	**2.339**	**2.809**	**1.442**	**1.383**	**3.234**	**1.320**	**5.329**	**+304%**
Thuế TNDN	−274	−241	−129	−172	−227	−87	−504	n/m
Lợi ích CĐKKS	−254	−492	−245	−100	−580	−186	−251	n/m
LNST cổ đông mẹ	**1.799**	**2.061**	**1.038**	**1.112**	**2.427**	**1.048**	**4.575**	**+337%**
LNTT lõi (bỏ khoản một lần, CLTG đánh giá lại)	2.308	2.564	1.590	1.317	3.319	1.513	2.951	+95%
LNST mẹ lõi	**1.842**	**1.894**	**1.119**	**1.054**	**2.505**	**1.226**	**2.421**	**+97%**

Nguồn: BCTC hợp nhất POW (năm: kiểm toán; 6T: soát xét; quý: suy từ lũy kế trên nền soát xét/kiểm toán); AAS tính. Khấu hao giá vốn = khấu hao theo yếu tố − khấu hao trong QLDN (CPBH không có khấu hao). LNTT lõi: xem mục 4.



Nguồn: BCTC quý POW; AAS tính. Q2/2026 gồm 2.094 tỷ doanh thu hồi tố.

Khấu hao: NT3&4 thêm ~255 tỷ/quý từ Q1/2026, lãi vay thôi vốn hóa thêm ~300 tỷ/quý

Tỷ đồng	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Khấu hao TSCĐ theo yếu tố	2.808,8	2.818,2	2.858,8	1.417,0	1.933,5
– khấu hao trong QLDN	30,8	32,2	32,3	15,2	30,9
– khấu hao trong CPBH	0	0	0	0	0
= Khấu hao trong giá vốn	**2.778,0**	**2.786,0**	**2.826,5**	**1.401,8**	**1.902,6**
Lãi vay vốn hóa vào XDCB (NT3&4)	81,2	622,0	791,0	410,1	0
Chi mua sắm TSCĐ, XDCB	6.312,4	9.792,9	5.180,0	3.881,5	2.643,6

Nguồn: thuyết minh chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố và chi phí QLDN (BCTC kiểm toán 2023–2025, soát xét 6T/2025, 6T/2026), thuyết minh chi phí đi vay; LCTT.

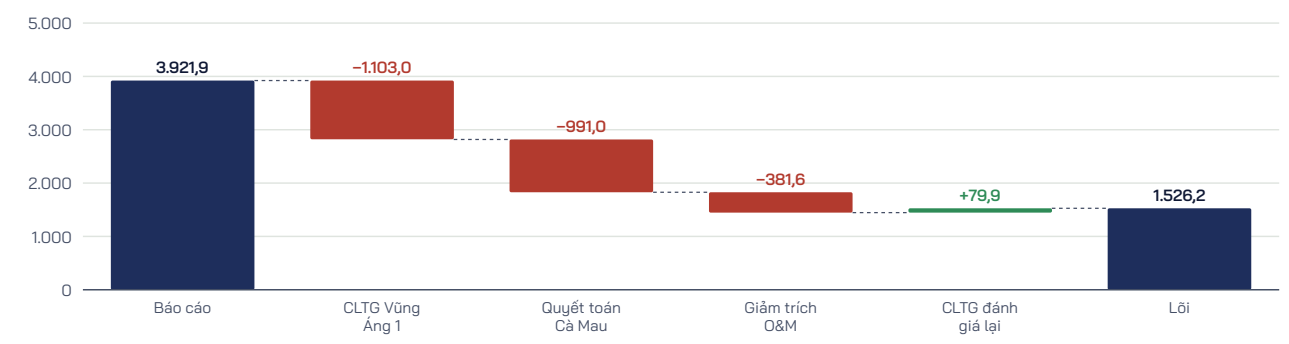
- **Doanh thu 6T/2026 +86%:** sản lượng +42% (13,0 tỷ kWh), trong đó NT3&4 thêm 2,6 tỷ kWh; FMP bình quân ~1.500 đ/kWh (+31%); và 2.094 tỷ doanh thu hồi tố.
- **Chi phí nền tăng cùng NT3&4:** khấu hao Q1/2026 963 tỷ so với 705 tỷ cùng kỳ; lãi vay 414 tỷ so với 119 tỷ. Mỗi quý NT3&4 cần ~650 tỷ EBITDA chỉ để hòa vốn trước thuế.

4 Chất lượng lợi nhuận: 2.476 tỷ hồi tố chiếm 46% LNTT 6T/2026; dòng tiền kinh doanh âm vì EPTC chưa trả

Tỷ đồng	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
LNTT báo cáo	1.442	1.383	3.234	1.320	5.329
Khoản một lần (ròng)	−69	201	97	−55	2.476
CLTG đánh giá lại	−62	−134	−182	−137	−97
LNTT lõi	**1.590**	**1.317**	**3.319**	**1.513**	**2.951**
LNST mẹ lõi	1.119	1.054	2.505	1.226	2.421

Nguồn: BCTC POW; AAS tính. Khoản một lần theo bảng dưới; thuế tính theo thuế suất thực tế từng năm (6–10%).

LNTT Q2/2026: báo cáo → lõi



- **Ba khoản hồi tố 6T/2026 = 2.475,6 tỷ** (POW công bố 23/07/2026, tính ở công ty mẹ): CLTG Vũng Áng 1 2019–2021 hơn 1.103 tỷ; quyết toán chênh lệch tiền điện, giá khí Cà Mau 1&2 hơn 991 tỷ; giảm trích chi phí O&M ~381 tỷ. Cả ba nằm

ở quý 2: DT ngoài thị trường quý 1 chỉ ~298 tỷ (mức thường) so với ~1.844 tỷ quý 2, và ngày 20/05 ban lãnh đạo vẫn nói "hy vọng ghi nhận CLTG trong năm 2026".

- **CLTG là gì:** VA1 vay ngoại tệ; hợp đồng mua bán điện cho phép tính phần chênh lệch tỷ giá khi trả nợ vào giá điện, nhưng EVN chỉ thanh toán khi có quyết định của cấp có thẩm quyền. POW không ghi doanh thu cho đến khi được chấp thuận — vì vậy khoản này dồn nhiều năm rồi ghi một lần. Phía EVN còn ~17,5 nghìn tỷ CLTG của toàn ngành chưa phân bổ; với POW còn 492,6 tỷ CLTG VA1 đã xác định và phần 2022–2025 chưa có số.
- **Lợi nhuận chưa thành tiền:** LCTT kinh doanh 6T/2026 âm 2.943 tỷ trong khi LNTT 5.329 tỷ; phải thu khách hàng tăng từ 14.197 lên 24.913 tỷ. Các khoản hồi tố và phần thanh toán theo Qc của NT3&4 phần lớn chưa thu.

Danh mục khoản một lần, hoàn nhập 2023–2026 và cách xử lý

Quý	Khoản mục	Ảnh hưởng LNTT (tỷ)	Dòng BCTC	Giải thích	Lặp lại?
Q2/2026	Ghi nhận chênh lệch tỷ giá (CLTG) Vũng Áng 1 giai đoạn 2019–2021	+1.103	Doanh thu bán điện	Nợ vay ngoại tệ của VA1 được tính vào giá điện; EVN chấp thuận thanh toán phần CLTG 2019–2021. Khoản tiềm tàng giảm từ 1.596 tỷ (31/12/2025) còn 492,6 tỷ (30/6/2026).	Có thể lặp lại: còn 492,6 tỷ CLTG VA1 chờ; CLTG 2022–2025 chưa có quyết định
Q2/2026	Quyết toán chênh lệch tiền điện, giá khí Cà Mau 1&2	+991	Doanh thu bán điện	Quyết toán giá khí và tiền điện các kỳ trước (khoảng 10/2019–12/2021) với EVN.	Không
Q2/2026	Giảm trích trước chi phí O&M (VA1, Cà Mau 1&2)	+382	Giá vốn	Hoàn nhập phần chi phí vận hành, bảo dưỡng đã trích trước nhưng không phát sinh.	Không
6T/2026	Lỗ đánh giá lại khoản mục ngoại tệ	−97	Chi phí tài chính	Đánh giá lại nợ vay USD cuối kỳ (Q1 −17, Q2 −80); không dùng tiền.	Lặp lại theo tỷ giá, hai chiều
6T/2026	Trích dự phòng nợ EPTC quá hạn	−138	QLDN	Nợ quá hạn trên 6 tháng 966 tỷ; dự phòng EPTC 517 → 658 tỷ.	Định kỳ — giữ trong lõi
Q4/2025	Kiểm toán tăng doanh thu bán điện	+153	Doanh thu	BCTC Q4 tự lập 34.151 tỷ, kiểm toán 34.306 tỷ; không có giải thích.	Không rõ
6T/2025	Dự phòng rồi hoàn nhập phải thu bảo hiểm PVI (sự cố VA1)	−123 / +68	QLDN	Trích dự phòng khoản bồi thường PVI còn nợ 411 tỷ; hoàn nhập khi PVI thanh toán.	Không
Q4/2024	Bồi thường bảo hiểm sự cố tổ máy 1 Vũng Áng 1	+1.079	Thu nhập khác	PVI bồi thường thiệt hại vật chất, gián đoạn kinh doanh sự cố tổ máy 1 VA1.	Không
Q4/2024	Chi phí khắc phục sự cố VA1	−689	Chi phí khác	Chi phí sửa chữa tổ máy 1.	Không
Q4/2024	Lỗ dừng hợp nhất vốn chủ Nậm Chiến	−231	Chi phí tài chính	Không còn ảnh hưởng đáng kể; dùng số kiểm toán của Nậm Chiến.	Không
Q3, Q4/2024	Lãi/lỗ đánh giá lại CLTG	+331 / −332	Tài chính	Biến động USD/VND cuối quý.	Hai chiều
Q1/2024	Ghi tăng vật tư dự phòng ISP Nhơn Trạch 2	+70	Thu nhập khác	Quyết toán hợp đồng bảo dưỡng dài hạn; BCTC Q1 ghi nhầm nhãn "thanh lý tài sản".	Không

Quý	Khoản mục	Ảnh hưởng LNTT (tỷ)	Dòng BCTC	Giải thích	Lặp lại?
Q4/2023	Kiểm toán: tăng DT bán điện, trích dự phòng nợ EPTC	+385 / −410	DT / QLDN	BCTC Q4 tự lập ghi hoàn nhập; kiểm toán trích 418,7 tỷ cả năm.	Không
Q4/2023	Giảm DT Cà Mau 2008–2015; lãi vay PVComBank trước cổ phần hóa; tư vấn tái cấu trúc	−169	DT / tài chính	Các khoản quyết toán kỳ cũ.	Không
6T/2023	Bồi thường PVI ghi rồi đảo; thanh lý vật tư NT1	+149 / −149; +125	Thu nhập khác	Khoản ứng 280 tỷ của PVI chuyển sang phải trả khác vì chưa phải bồi thường chính thức.	Không

Nguồn: thuyết minh thu nhập khác, chi phí khác, doanh thu tài chính, chi phí tài chính, QLDN, nợ tiềm tàng (BCTC quý, soát xét 6T, kiểm toán năm 2023–2026); công văn giải trình biến động LNST; công bố của POW 23/07/2026. Quý = hiệu lũy kế trên nền soát xét/kiểm toán.

- **Giữ trong lõi:** trích dự phòng nợ EPTC quá hạn (định kỳ, tăng theo phải thu), lãi/lỗ tỷ giá đã thực hiện, cổ tức nhận được. **Loại khỏi lõi:** bồi thường bảo hiểm, chi phí sự cố, quyết toán kỳ cũ, CLTG ghi một lần, hoàn nhập trích trước, lãi/lỗ đánh giá lại ngoại tệ, điều chỉnh kiểm toán không giải thích.

5 Bộ phận và nhà máy: điện than và điện khí cùng tăng; sản lượng quý 3/2026 +37% nhưng giá thị trường thấp hơn chi phí biến đổi

Bộ phận	DT 2024	DT 6T/25	DT 6T cuối 25	DT 6T/26	LNG 2024	LNG 6T/25	LNG 6T cuối 25	LNG 6T/26	Biên 6T/26
Điện khí	18.008	10.000	10.879	22.978	738	661	1.358	3.502	15,2%
Điện than	10.830	6.751	4.701	8.755	602	942	532	2.399	27,4%
Thủy điện	1.315	728	1.055	796	588	348	574	460	57,7%
Khác	152	70	121	104	70	32	29	29	28,3%

Nguồn: thuyết minh bộ phận BCTC kiểm toán 2025 (cột 2024, 2025) và soát xét 6T/2026 (cột 6T/2025, 6T/2026); 6T cuối 2025 = năm − 6T. LNG = lợi nhuận gộp (sau khấu hao). 6T/2026 gồm hồi tố: điện than 1.103 tỷ (CLTG VA1), điện khí 991 tỷ (Cà Mau) và phần giảm trích O&M.

Nhà máy, tr.kWh	Q3/2025	Q1/2026	Q2/2026	Q3/2026 ước	Q3 so cùng kỳ	Ghi chú quý 3
Vũng Áng 1	1.063	1.866	2.318	1.525	+43%	bám Qc, dừng dự phòng 1 tổ máy khi FMP thấp
Cà Mau 1&2	1.235	1.325	1.409	1.511	+22%	chạy vượt Qc để dùng khí trả trước
Nhơn Trạch 3&4	388	874	1.727	1.156	n/m	phát thử 2025; Qc ~123% sản lượng
Nhơn Trạch 2	787	945	1.196	1.043	+33%	
Nhơn Trạch 1	285	297	402	315	+11%	
Thủy điện, NLTT	567	357	320	369	−35%	Đakđrinh đại tu tháng 7–8
Toàn TCT	**4.324**	**5.664**	**7.370**	**5.920**	**+37%**	**kế hoạch quý 4 ~5,7 tỷ kWh**

Nguồn: thông cáo nhà đầu tư POW (Q3/2025, Q1/2026, 6T/2026, 07–08/2026), công bố sản lượng 9T/2026 ngày 13–15/10/2026; Q3/2026 = 9T − 6T; AAS tính.

- **Điện than (VA1) phục hồi:** LN gộp 2025 1.474 tỷ so với 602 tỷ năm 2024 (sự cố tổ máy 1); 6T/2026 lõi ~1,1–1,3 nghìn tỷ sau khi trừ CLTG.
- **Điện khí: NT3&4 là phần tăng chính** — doanh thu thị trường 6T/2026 9.317 tỷ; Cà Mau 1&2 bị giới hạn bởi khí cấp (chỉ chạy cấu hình 1-1-1) và phải tiêu thụ khí trả trước.
- **Thủy điện:** nhỏ (5% doanh thu) nhưng biên cao (~58%); quý 3/2026 giảm vì Đakđrinh đại tu hai tổ máy.

6 Dự án mới: NT3&4 đã vào số; Quỳnh Lập và Vũng Áng III cần ~17 nghìn tỷ vốn chủ đến 2031 — rủi ro pha loãng

Dự án	Quy mô	Tổng mức đầu tư	POW nắm	Tình trạng (18/10/2026)
Nhơn Trạch 3&4	1.624 MW LNG	~32,5 nghìn tỷ	100%	Vận hành thương mại 21/11 và 17/12/2025; Qc tối thiểu 65% (phụ lục PPA 08/2026); đang quyết toán
Quỳnh Lập (Nghệ An)	1.500 MW LNG	59.372 tỷ	51%	Khởi công hạ tầng 18/05/2026; lập công ty dự án 18/09/2026; đối tác SK Innovation, NASU
Vũng Áng III (Hà Tĩnh)	1.500 MW LNG	51.430 tỷ	51%	Chọn nhà đầu tư 06/2026 (B.Grimm 34%, LILAMA); vận hành dự kiến 2031–2032
Hải Phòng LNG; Cà Mau 1&2 mở rộng	~1.600 MW; –	chưa công bố	–	Chỉ thỏa thuận nghiên cứu, cấp khí với PV GAS (14/10/2026); không đưa vào mô hình

Nguồn: BCTN 2025, BCTC soát xét 6T/2026 (XDCB, TSCĐ, chi phí đi vay), nghị quyết HĐQT, tin công bố của POW 06/05, 18/09, 14–16/10/2026; tổng mức đầu tư Quỳnh Lập theo thông tin công khai, chưa đối chiếu văn bản phê duyệt.

- **NT3&4 — kinh tế dự án:** doanh thu thị trường 6T/2026 9.317 tỷ trên 2.601 triệu kWh phát nhưng 3.113 triệu kWh Qc (DT/kWh ~3.500–4.200 đ, gồm giá LNG chuyển ngang và phần trả theo Qc). Lợi nhuận phụ thuộc Qc EVN giao: mức sàn 65% sản lượng bình quân dài hạn bảo vệ khả năng trả nợ, nhưng thấp hơn nhiều mức 120% hiện nay.
- **Dự án LNG mới:** mục tiêu POW 7.532 MW năm 2030 (Quy hoạch điện VIII điều chỉnh). Hai dự án 1.500 MW mỗi dự án cần ~110 nghìn tỷ, POW góp 51% vốn chủ; với vốn tự có 30% là ~17 nghìn tỷ trong 2027–2031, trong khi tiền và tiền gửi 26,6 nghìn tỷ nhưng nợ vay 38,2 nghìn tỷ và phải thu EPTC 24,8 nghìn tỷ.

- **Tăng vốn:** POW đã mời thầu tư vấn cho phương án tăng vốn mới (15–16/10/2026). Đợt chào bán 01/2026 tăng vốn 10%; một đợt tương tự sẽ pha loãng EPS ~9–10% nếu giá phát hành thấp hơn giá trị sổ sách.

7 Sức khỏe tài chính: nợ vay ròng thấp nhưng tiền bị khóa ở phải thu EPTC; LCTT kinh doanh 6T/2026 âm

Tỷ đồng	31/12/24	30/06/25	31/12/25	31/03/26	30/06/26
Tiền và tiền gửi	15.676	17.976	19.269	23.401	26.553
Phải thu khách hàng (chủ yếu EPTC)	11.121	12.867	14.197	17.571	24.913
Hàng tồn kho	1.795	2.387	2.174	2.647	2.546
Nợ vay	22.659	27.870	28.887	33.420	38.200
Nợ vay ròng	6.983	9.894	9.618	10.020	11.647
XDCB dở dang	19.759	23.451	909	702	990
Vốn chủ sở hữu	34.681	35.576	37.216	41.295	44.300
Nợ vay / vốn chủ	0,65x	0,78x	0,78x	0,81x	0,86x

Nguồn: BCĐKT hợp nhất POW; AAS tính.

- **LCTT kinh doanh:** 2023 3.352, 2024 4.344, 2025 2.094 tỷ; 6T/2026 −2.943 tỷ. Chi đầu tư giảm sau NT3&4 (6T/2026 2.644 tỷ).
- **Nợ EPTC:** 24,8 nghìn tỷ (30/06/2026), quá hạn trên 6 tháng 966 tỷ, dự phòng 658 tỷ. EPTC là bên mua duy nhất nên rủi ro mất nợ thấp, nhưng thời điểm thu tiền quyết định khả năng góp vốn dự án mới mà không phải tăng vốn.
- **Lãi vay:** nợ 38.200 tỷ, lãi vay Q2/2026 539 tỷ (~6,0%/năm). Lãi tiền gửi ~300 tỷ/quý bù hơn một nửa.

8 Dự báo: LNST mẹ Q3/2026 ~711 tỷ, Q4 ~660 tỷ; năm 2026 ~5.946 tỷ (lõi ~3.792), 2027 ~3.114 tỷ khi không còn hồi tố

LNST mẹ 2026F cơ sở 5.946 tỷ (kịch bản 4.905–6.801 tỷ), trong đó lõi 3.792 tỷ (+51% so 2025 lõi); LNTT 6.967 tỷ, gấp 5,2 lần kế hoạch. Q3 711 tỷ (294–1.182), Q4 660 tỷ (36–1.044). Năm 2027 cơ sở 3.114 tỷ (1.289–4.898): NT3&4 đủ năm nhưng không còn khoản hồi tố, Qc và giá thị trường trở về bình thường.

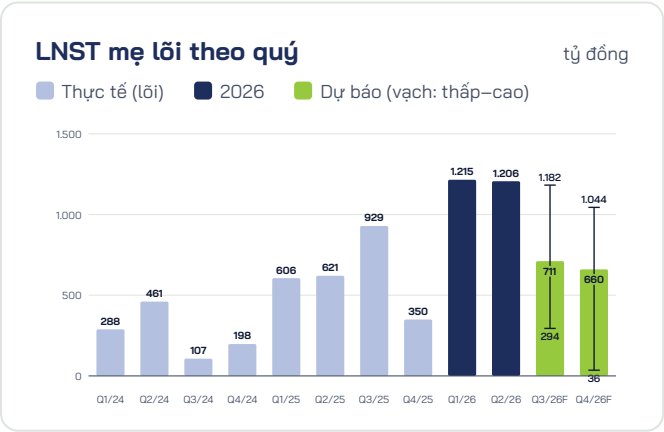
Tỷ đồng	Q3/26 thấp	Q3/26 cơ sở	Q3/26 cao	Q4/26 thấp	Q4/26 cơ sở	Q4/26 cao	2027 thấp	2027 cơ sở	2027 cao
Sản lượng (tỷ kWh)	5,9	5,9	5,9	5,3	5,7	6,0	21,5	24,0	25,5
Doanh thu thuần lõi	12.340	13.300	14.000	11.500	12.800	13.600	49.000	54.000	58.000
Biên gộp trước khấu hao	14,5%	16,8%	19,5%	14,5%	16,8%	19,5%	16,0%	18,0%	20,0%
LN gộp trước khấu hao	**1.789**	**2.238**	**2.730**	**1.667**	**2.154**	**2.652**	**7.840**	**9.720**	**11.600**
QLDN trừ khấu hao	−260	−230	−200	−520	−450	−400	−1.250	−1.100	−1.000
EBITDA	**1.529**	**2.008**	**2.530**	**1.147**	**1.704**	**2.252**	**6.590**	**8.620**	**10.600**

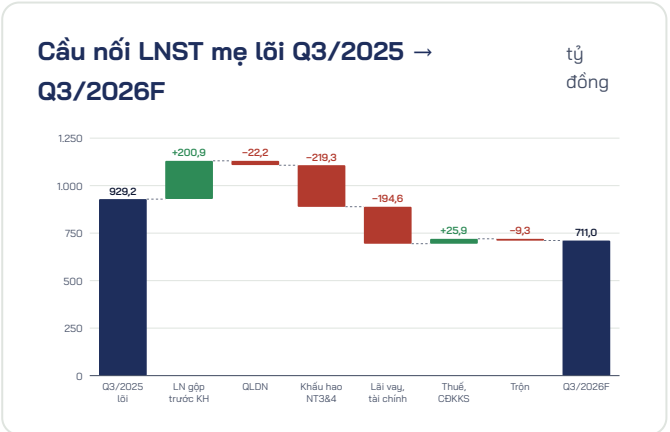
Tỷ đồng	Q3/26 thấp	Q3/26 cơ sở	Q3/26 cao	Q4/26 thấp	Q4/26 cơ sở	Q4/26 cao	2027 thấp	2027 cơ sở	2027 cao
Khấu hao	−978	−978	−978	−985	−985	−985	−3.950	−3.950	−3.950
EBIT	**551**	**1.030**	**1.552**	**162**	**719**	**1.267**	**2.640**	**4.670**	**6.650**
Tài chính thuần (lãi vay − lãi tiền gửi, khác)	−200	−170	−140	−120	−60	−20	−1.100	−950	−800
LNTT	**351**	**860**	**1.412**	**42**	**659**	**1.247**	**1.540**	**3.720**	**5.850**
LNST mẹ	**294**	**720**	**1.182**	**36**	**552**	**1.044**	**1.289**	**3.114**	**4.898**
LNST mẹ trộn (cơ sở)		**711**			**660**			**3.114**	

Nguồn: AAS dự báo.

Tỷ đồng	2024	2025	2026F thấp	2026F cơ sở	2026F cao	2027F thấp	2027F cơ sở	2027F cao
LNTT báo cáo	1.383	3.234	5.723	**6.967**	7.988	1.540	**3.720**	5.850
LNST mẹ báo cáo	**1.112**	**2.427**	**4.905**	**5.946**	**6.801**	**1.289**	**3.114**	**4.898**
LNST mẹ lõi	1.054	2.505	2.751	**3.792**	4.648	1.289	3.114	4.898
Lõi so năm trước		+138%	+10%	+51%	+86%	−66%	−18%	+29%
EPS báo cáo (đ, 3.067,8 triệu cp)			1.599	1.938	2.217	420	1.015	1.596
Kế hoạch 2026 (LNTT / LNST)				1.328 / 1.124				

Nguồn: BCTC POW, tài liệu ĐHĐCĐ 2026 (kế hoạch LNTT 1.328, LNST 1.124 tỷ — lập theo dầu 70 USD, tỷ giá 26.500); AAS dự báo.





Nguồn: AAS tính; các bước quy về sau thuế, sau CĐKKS.

- **Quý 3/2026 giảm so cùng kỳ dù sản lượng +37%:** LN gộp trước KH tăng ~240 tỷ nhưng khấu hao và lãi vay của NT3&4 thêm ~494 tỷ; FMP tháng 7–8 thấp hơn chi phí biến đổi nên phần vượt Qc gần như không có lãi. POW ước LNTT 9T ~5.464 tỷ, tức quý 3 chỉ ~135–460 tỷ — số ước của POW thường thấp hơn BCTC 6–34%.
- **Quý 4:** mùa mưa, phụ tải thấp; chi phí QLDN dồn cuối năm (Q4/2025: ~513 tỷ nhân công và chi phí khác). Phần tăng thêm có thể đến từ CLTG VA1 còn lại 492,6 tỷ nếu được duyệt — không đưa vào cơ sở.

- **Ba yếu tố theo dõi:** (1) BCTC Q3/2026 (hạn 30/10); (2) Qc EVN giao cho năm 2027, nhất là NT3&4; (3) tiến độ thu nợ EPTC và phương án tăng vốn.

Yếu tố hỗ trợ

- **Định giá:** P/B 0,91x, gần đáy lịch sử 0,8–0,9x.
- **NT3&4 có sàn Qc 65%** trong thời gian trả nợ (tối đa 10 năm).
- **Thu hồi các khoản treo:** CLTG VA1 còn 492,6 tỷ và CLTG 2022–2025 chưa có số.
- **Nhu cầu điện tăng ~10%/năm**, nhiệt điện khí là nguồn nền khi thủy văn xấu.

Rủi ro

- **Qc 2027 giảm** khi thủy văn tốt lại, nguồn mới vào; FMP thấp hơn chi phí biến đổi.
- **Tiền bị khóa ở phải thu EPTC** 24,8 nghìn tỷ.
- **Pha loãng:** cần ~17 nghìn tỷ vốn chủ cho Quỳnh Lập, Vũng Áng III.
- **Cấp khí Cà Mau thấp;** giá LNG cao làm NT3&4 khó được huy động.

9 Định giá: P/B 0,91x, giá trị hợp lý 12,8 nghìn đ (+5%) — rẻ trên sổ sách nhưng ROE lõi chỉ ~7%

Chỉ số (16/10/2026)	Hiện tại	Trung vị từ 2018	Trung vị 3 năm	Phân vị hiện tại (3 năm)	z (3 năm)
P/E (LNST mẹ lõi 4 quý)	10,1x	16,3x	21,6x	0%	−1,95
P/E (LNST mẹ báo cáo 4 quý)	6,3x				
P/B (vốn chủ thuộc mẹ)	0,91x	1,01x	0,96x	36%	−0,56
Vốn hóa (tỷ đ)	37.428				
Giá trị sổ sách/cp (đ, 30/06/2026)	13.453				

Nguồn: kho AAS (giá, BCTC); AAS tính. BCTC dùng sau 45 ngày; z trên 750 phiên.

Phương pháp	Bội số	Cơ sở	Giá trị (nghìn đ/cp)
P/E × EPS lõi 4 quý tới	12,9x	tứ phân vị dưới P/E lõi lịch sử (trung vị 16,3x hình thành khi lợi nhuận thấp 2023–2024); EPS 954 đ (Q3/26F–Q2/27F)	12,3
P/B × BVPS cuối 2026F	0,96x	trung vị P/B 3 năm; ROE lõi 2027F ~7,3%; BVPS 13.900 đ	13,3
Giá trị hợp lý (bình quân)		**so với giá 12,2 nghìn đ: +5%**	**12,8**

Nguồn: AAS tính.

Mức P/B	Lợi suất 250 phiên sau (bình quân)	Trung vị	Số phiên
≤ 0,8x	+42%	+46%	61
0,8–1,0x	+17%	+17%	901
1,0–1,2x	0%	−1%	548
1,2–1,5x	−22%	−26%	337
1,5–2,0x	−34%	−38%	47

Nguồn: AAS tính trên dữ liệu 03/2018–10/2026.

Giá (nghìn đ)	P/B tương ứng	Hành động
< 11,4	< 0,85x	TÍCH LŨY: lịch sử P/B 0,8–1,0x cho lợi suất 250 phiên bình quân +17%, dưới 0,8x +42%
11,4 – 14,4	0,85 – 1,07x	NẮM GIỮ: vùng trung vị 3 năm (0,87–1,07x)
14,4 – 15,5	1,07 – 1,15x	CHỐT LỜI TỪNG PHẦN
> 15,5	> 1,15x	RỦI RO CAO: P/B trên 1,2x lịch sử cho lợi suất 250 phiên bình quân −22%

Nguồn: AAS tính theo BVPS 30/06/2026 13.453 đ.

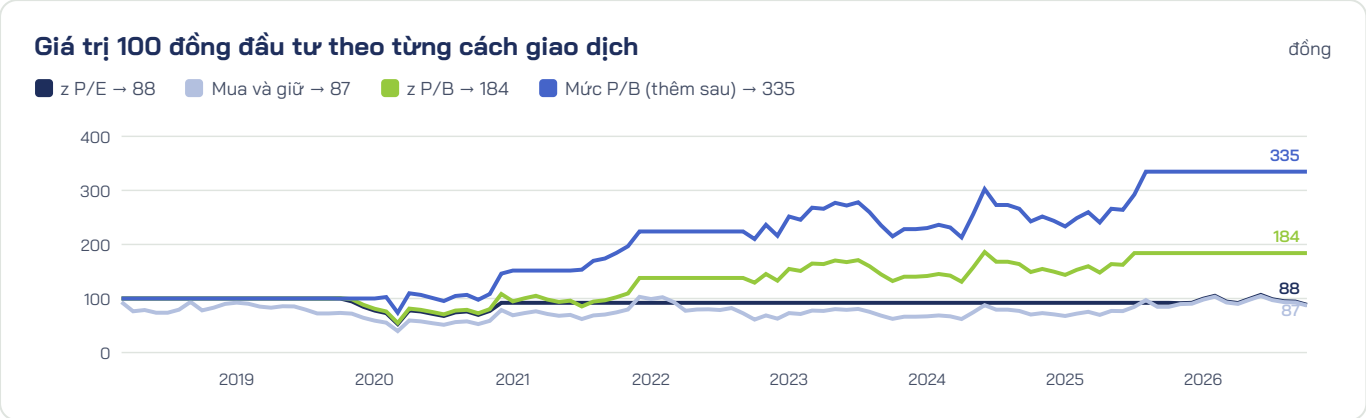
- **Không nhân P/E cho lợi nhuận báo cáo 2026:** P/E báo cáo 6,3x trông rẻ nhưng 2.476 tỷ là hồi tố không lặp lại; P/E lõi 10,1x.
- **P/B là thước đo chính:** lịch sử POW cho thấy hồi quy rõ về P/B ~1,0x: mua ở 0,8–1,0x cho lợi suất 1 năm bình quân +17%, trên 1,2x là −22%. ROE lõi 2026–2027 ~7–9% không đủ để P/B vượt 1,1x bền vững.
- **Điều chỉnh rủi ro:** giá trị hợp lý chưa trừ pha loãng từ đợt tăng vốn mới (chưa có quy mô) và chưa cộng CLTG còn treo.

10 Giao dịch: POW đi ngang 8,5 năm; lợi thế duy nhất là mua ở P/B thấp, bán khi P/B vượt 1,1–1,2x

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < −1 là rẻ bất thường so với chính POW. Hiện z P/E −1,95, z P/B −0,56.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc z đặt trước, chạy từ ngày niêm yết 03/2018 (đứng ngoài đến khi có tín hiệu) trên giá điều chỉnh gồm cổ tức; BCTC lấy sau 45 ngày; khớp phiên sau tín hiệu; phí 0,4%/chiều; không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua và giữ POW từ khi niêm yết (03/2018) lỗ 1,6%/năm (sụt giảm tối đa −60%). Quy tắc z P/B: +7,3%/năm; quy tắc mức P/B (0,85x/1,15x): +15,1%/năm, sụt giảm −35% — nhưng quy tắc này được chọn sau khi xem bảng mức P/B nên kết quả thực tế sẽ kém hơn.
- **Hạn chế:** chỉ 2–3 lệnh trong 8,5 năm (tín hiệu z có từ 03/2019 khi đủ 3 năm dữ liệu); đáy 2020 và 2023 đóng góp phần lớn lợi nhuận.
- **Ý nghĩa hiện tại:** P/B 0,91x nằm vùng giữ; cả hai quy tắc P/B đang đứng ngoài, chờ P/B ≤ 0,85x (≤ ~11,4 nghìn đ).

Quy tắc (03/2018–10/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	88	−1,4%	−48%	2	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	184	+7,3%	−48%	2	Không
P/B < 0,85x mua, > 1,15x bán (thêm sau khi xem kết quả)	335	+15,1%	−35%	3	Không
Mua và giữ	**87**	**−1,6%**	**−60%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 16/10/2026; phí 0,4% mỗi chiều.



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh gồm cổ tức, đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH POW

- **Đang nắm giữ:** giữ; giá trị hợp lý 12,8 nghìn đ (+5%); chốt lời từng phần trên ~14,4 nghìn đ (P/B > 1,07x), giảm mạnh trên 15,5 nghìn đ.
- **Chưa có:** chia 3 phần — phần 1 dưới 11,4 nghìn đ (P/B ≤ 0,85x), phần 2 khi BCTC Q3/2026 cho LNST mẹ lõi ≥ 600 tỷ, phần 3 khi Qc 2027 của NT3&4 được giao ≥ 100% sản lượng kế hoạch hoặc có quyết định CLTG 2022–2025.
- **Nâng/hạ hạng:** lên TÍCH LŨY khi giá ≤ 11,4 nghìn đ hoặc EPTC trả nợ làm LCTT kinh doanh dương lại; xuống THEO DÕI nếu LNST mẹ lõi quý 3 < 300 tỷ hoặc phương án tăng vốn phát hành dưới giá trị sổ sách.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 18/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.