

## Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam

- LN ròng 2023 giảm 48% svck do sản lượng điện khí và thủy điện giảm mạnh, cùng với biên LN gộp thu hẹp do đại tu và nhiều nhà máy phải chạy dầu dự phòng.
- Chúng tôi ước tính LN ròng chỉ tăng 11% svck trong 2024 song tăng mạnh 62% svck trong 2025 nhờ sản lượng bổ sung từ Nhơn Trạch 3&4.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 13,300 đồng/cp.

### QKQD 2023: Biên LN giảm mạnh do hủy động sản lượng kém tích cực

Doanh thu 2023 giảm 1% svck, chủ yếu do sản lượng điện khí và thủy điện giảm, bù đắp bởi sản lượng điện than tăng trưởng tích cực. Biên LN gộp giảm mạnh 5 đ% svck do giá thị trường điện giảm từ cuối năm trong khi giá đầu vào neo cao. Ngoài ra, Q3/23 ghi nhận lịch đại tu của Nhơn Trạch 2 và Cà Mau 2 trong khi trong 6T23, nhiều nhà máy phải chạy dầu dự phòng giá cao do thiếu khí làm thu hẹp biên LN. Doanh thu tài chính tăng 26% svck chủ yếu do doanh thu tiền gửi tăng 77% svck. Chi phí tài chính tăng 14% svck do chi phí lãi vay tăng 18% svck, đến từ việc dư nợ vay tăng 78% với khoản vay hợp nhất Vũng Áng 1 trong Q4/23.

### Điện khí vẫn gặp nhiều khó khăn, được bù đắp một phần bởi điện than

Nhìn sang 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng tăng 14%/svck/11% svck đạt 31,723 tỷ đồng và 1,189 tỷ đồng. Tuy ghi nhận tăng trưởng, đây vẫn là mức nền thấp do 1) Nhơn Trạch 1&2 dự kiến ghi nhận sản lượng hủy động thấp do khó khăn về nguồn khí và giá bán điện cao; 2) Biên LN gộp các nhà máy chưa thể cải thiện khi giá trần thị trường điện điều chỉnh giảm 15%, ảnh hưởng đến chào giá của nhóm nhiệt điện khi giá đầu vào neo cao. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy vẫn có điểm sáng hỗ trợ tăng trưởng LN ròng 2024 đến từ kế hoạch hủy động sản lượng Cà Mau 1&2 cao với nguồn khí ổn định, và Vũng Áng 1 được hủy động tối ưu sau khi hoàn thành khắc phục sự cố từ T8/23.

Trong 2025, dự kiến doanh thu và LN ròng sẽ tăng 47% svck và 64% svck. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng nhóm điện khí phục hồi từ nền thấp, cùng với sản lượng đóng góp từ Nhơn Trạch 3&4 khi đi vào hoạt động từ Q1/25 và Q4/25. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng nhu cầu điện tăng trưởng mạnh trở lại cũng như tài chính của EVN cải thiện sẽ là bản lề cho triển vọng hủy động điện khí. Dự phóng LNST giai đoạn 2024/25 của chúng tôi thấp hơn 28%/21% so với báo cáo trước đây, phản ánh những khó khăn đến từ hủy động sản lượng nhóm điện khí trong 2024 cũng như những rủi ro chậm tiến độ Nhơn Trạch 3&4.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 13,300 đ/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 13,300 đồng/cp (giảm 9% sv báo cáo trước) do giảm dự phóng EPS 2024/25. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) Tình trạng thiếu than, khí trầm trọng hơn dự kiến; 2) Tình hình tài chính của EVN chưa được cải thiện, ảnh hưởng đến hiệu quả dòng tiền của doanh nghiệp. Tiềm năng tăng giá bao gồm: Khoản bồi thường Vũng Áng 1 và các khoản thoái vốn công ty con được ghi nhận.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-23	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
Doanh thu thuần	27,945	32,012	47,050	56,982
Lợi nhuận ròng	1,075	1,189	1,952	2,779
Tăng trưởng doanh thu thuần	-1.0%	14.6%	47.0%	21.1%
Tăng trưởng LN ròng	-47.8%	10.6%	64.2%	42.3%
Biên LN gộp	7.8%	7.6%	9.3%	10.7%
Biên EBITDA	15.1%	14.3%	14.5%	14.6%
ROAE	3.6%	3.8%	5.8%	7.5%
ROAA	1.7%	1.6%	2.1%	2.6%
EPS (VND/cổ phiếu)	459	508	834	1,187
BVPS (VND/cổ phiếu)	14,589	15,453	17,403	19,471

Nguồn: BCTC POW, MBS dự phóng và tổng hợp

Khả quan

Giá mục tiêu

VND 13,300

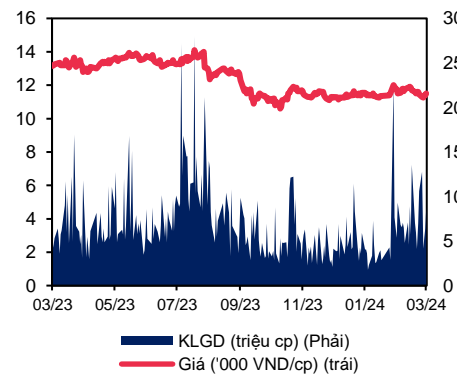
Tiềm năng tăng giá

16%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giảm EPS 2024/25 28%/21%

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	11,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	14,100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,600
Vốn hóa (tỷ VND)	26,697
P/E (TTM)	24.8
P/B	0.8
Thị suất cổ tức (%)	0.0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	2.9%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	79.9%
Khác	20.1%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

# Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 13,300đ/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu POW, giá mục tiêu 13,200 đồng/cp (giảm 9% svck dự phóng trước) do chúng tôi điều chỉnh giảm EPS 2024/25 đi 28%/21% so với dự phóng trước đó, phản ánh những khó khăn đến từ huy động sản lượng nhóm điện khí trong 2024 cũng như những rủi ro chậm tiến độ Nhơn Trạch 3&4. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá POW là một doanh nghiệp điện khí hàng đầu, hưởng lợi từ quan điểm phát triển nguồn điện dài hạn của Chính phủ và có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn. Ngoài ra, trong 2024-25, doanh nghiệp dự kiến được hưởng lợi từ một số khoản doanh thu tài chính bất thường, bao gồm bồi thường Vũng Áng 1 và thoái vốn EVN Việt Lào. Giá mục tiêu dựa trên tỉ trọng tương đương của phương pháp DCF và EV/EBITDA:

- Định giá DCF 10 năm (WACC: 11,2% COE: 13,8%, LTG: 0,0%) phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về tăng trưởng của POW.
- Hệ số EV/EBITDA mục tiêu 9.0x phản ánh mức EV/EBITDA trung bình ngành điện 2023-24.

Hình 1: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027 //	2034
EBITDA	4,565	6,822	8,320	8,945	8,153
(-) Chi phí khấu hao	(2,810)	(3,682)	(3,671)	(3,672)	(1,971)
EBIT	1,755	3,140	4,649	5,272	6,182
(-) Thuế	(193)	(349)	(585)	(599)	(1,275)
Thuế (%)	11.0%	11.1%	13%	11%	20.0%
EBIAT	1,562	2,791	4,063	4,674	6,182
(+) Chi phí khấu hao	2,810	3,682	3,671	3,672	1,971
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(1,547)	1,856	127	(1,397)	56
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(15,763)	(9,417)	(570)	(592)	(620)
<b>FCFF</b>	<b>(12,938)</b>	<b>(1,088)</b>	<b>7,292</b>	<b>6,358</b>	<b>7,589</b>
<b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b>					<b>67,738</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.2
Phần bù rủi ro	9.0%
Chi phí vốn	13.8%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	48,865
Nợ	(23,713)
Chi phí nợ	7.3%
Thuế (%)	15.0%
WACC	11.2%
Tăng trưởng dài hạn	0.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
		đồng/cp	%	đồng/cp
Trung bình EV/EBITDA 2023-24	9.2x	12,583	50%	6,291
DCF 10 năm		14,040	50%	7,020
<b>Giá hợp lý</b>				<b>13,311</b>
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>				<b>13,300</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Bloomberg	Nội tệ			Nội tệ	tr USD	Trượt 12T	2024	Hiện tại	2024	Trượt 12T	2024
<b>Doanh nghiệp nước ngoài</b>													
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN Equity	393.5	NA	KKN	15,050.5	38.4	32.2	9.2	na	41.1	11.3	NA	11.2
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	0.6	NA	KKN	644.6	NA	11.7	0.5	0.6	10.9	11.3	14.4	4.9
Banpu power	BPP TB equity	14.9	NA	KKN	1,256.7	8.6	11.5	0.9	0.8	6.8	12.0	10.7	7.1
Ratchaburi Elec	RATCH TB Equity	28.0	NA	KKN	1,689.1	11.3	8.2	0.6	0.6	14.4	8.7	5.3	6.8
Manila Electric	MER PM Equity	360.4	NA	KKN	7,228.9	10.7	11.7	3.5	2.9	9.3	7.9	34.8	24.9
<b>Doanh nghiệp trong nước</b>													
GENCO3	PGV VN Equity	21,900	NA	KKN	994.5	18.5	14.4	1.6	1.4	6.8	6.5	8.1	9.9
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN Equity	15,500	NA	KKN	277.7	9.0	8.7	1.1	1.1	3.7	4.2	12.3	12.7
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	13,900	NA	KKN	286.3	13.0	14.9	1.1	1.2	4.7	4.9	8.7	8.4
Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	24,550	26,550	Nắm giữ	285.0	15.8	NA	1.6	1.9	5.5	15.2	9.9	5.8
<b>Trung bình</b>						<b>15.7</b>	<b>14.2</b>	<b>2.2</b>	<b>1.3</b>	<b>11.5</b>	<b>9.1</b>	<b>13.0</b>	<b>10.2</b>
<b>PVPower</b>	<b>POW VN Equity</b>	<b>11,500</b>	<b>13,300</b>	<b>Khả quan</b>	<b>1,086.1</b>	<b>24.8</b>	<b>22.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>7.5</b>	<b>7.0</b>	<b>3.5</b>	<b>4.2</b>

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Tiềm năng tăng giá bao gồm:**

- Khoản bồi thường bảo hiểm sự cố Vũng Áng 1 (hiện tại đã ghi nhận 149 tỷ đồng), chúng tôi cho rằng tổng giá trị bồi thường sẽ cao hơn nhiều so với con số hiện tại và sẽ đưa vào mô hình định giá khi có thêm thông tin chi tiết.
- Nhu cầu điện tăng trưởng mạnh hơn dự kiến, hỗ trợ huy động sản lượng tích cực hơn.

**Rủi ro giảm giá bao gồm:**

- Khó khăn tài chính của EVN chưa được giải quyết, gây gián đoạn dòng tiền kinh doanh của POW cũng như rủi ro trích lập dự phòng.
- Rủi ro cấp khí tại Đông Nam Bộ kéo dài hơn dự kiến.
- Rủi ro từ Nhơn Trạch 3&4, bao gồm rủi ro chậm tiến độ và rủi ro lỗ tỉ giá lớn đến từ khoản vay ~700tr USD.

## Kết quả kinh doanh 2023

Hình 6: Biên lợi nhuận thu hẹp trong bối cảnh nhiều nhà máy bảo dưỡng

Các tiêu chí KQKD (Tỷ đồng)	Q4/23	Tăng trường svck (%)	Tăng trường sv quý trước (%)	2023	Tăng trường svck (%)	%sv dự phóng trước	Nhận xét
<b>Tổng sản lượng (triệu kWh)</b>	<b>3,394</b>	<b>-14%</b>	<b>21%</b>	<b>14,800</b>	<b>5%</b>	<b>101%</b>	<b>Sản lượng điện giảm 14% svck trong Q4/23 chủ yếu do sản lượng điện khí và thủy điện sụt giảm. Sản lượng cả năm tăng nhẹ 5% svck, hỗ trợ bởi huy động điện than tích cực hơn.</b>
Điện khí	1,816	-30%	25%	8,999	-2%	98%	Sản lượng điện khí Q4/23 giảm 30% svck, chủ yếu do Nhơn Trạch 2 đại tu trong tháng 10. Ngoài ra, nhìn chung Nhơn Trạch 1&2 huy động sản lượng với công suất thấp chủ yếu do giá bán cao và nhu cầu điện thấp tại miền Nam. Sản lượng điện cả năm 2023 giảm nhẹ 2% svck, hỗ trợ bởi tăng trưởng sản lượng huy động tích cực từ Cà Mau 1&2.
Điện than	1,201	43%	17%	4,573	62%	104%	Sản lượng điện than tăng 43% svck trong Q4/23 do Vũng Áng 1 đã hoàn thành khắc phục sự cố và vận hành trở lại từ T8/2023. Hỗ trợ sản lượng cả năm tăng 62% svck.
Thủy điện	377	-23%	17%	1,227	-24%	102%	Sản lượng thủy điện Q4/23 giảm 23% svck, kéo sản lượng cả năm giảm 24% svck, chủ yếu do thủy văn không thuận lợi.
<b>Giá bán bình quân (đ/kWh)</b>	<b>1,930</b>	<b>2.6%</b>	<b>-4.7%</b>	<b>1,883</b>	<b>-4.8%</b>		
Điện khí	2,247	5%	-2%	2,121	1%	105%	Giá bán điện khí đi ngang, tăng nhẹ svck do giá khí đầu vào vẫn neo cao. Nguồn cung khí nội địa có xu hướng giảm mạnh và các nhà máy phải sử dụng nguồn khí bổ sung từ các mỏ giá cao.
Điện than	1,880	-5%	-2.8%	1,966	-9%	100%	Giá bán điện than giảm nhẹ 9% svck trong 2023, hỗ trợ bởi gian than nhập có xu hướng giảm từ nền cao 2022.
Thủy điện	1,257	11%	11%	1,116	-4%	105%	
<b>Doanh thu</b>	<b>6,412</b>	<b>-16%</b>	<b>13%</b>	<b>27,945</b>	<b>-1%</b>	<b>98%</b>	<b>Doanh thu Q4/23 giảm 16% svck, chủ yếu do sản lượng điện khí và thủy điện giảm. Doanh thu cả năm đi ngang và hoàn thành 98% dự phóng MBS.</b>
LN gộp	728	-32%	137%	2,183	-41%	86%	
<b>Biên LN gộp (%)</b>	<b>11%</b>	<b>-2.6 đ%</b>	<b>6.0 đ%</b>	<b>8%</b>	<b>-5.4 đ%</b>	<b>-1.4 đ%</b>	<b>Biên LN gộp 2023 giảm mạnh 5.4đ% svck chủ yếu do trong Q2/23 doanh nghiệp ghi nhận chi phí sửa chữa lớn, và đặc biệt trong Q3/23, Nhơn Trạch 2 ghi nhận lỗ gộp 130 tỷ. Ngoài ra, giá đầu vào nhóm nhiệt điện neo cao cùng với giá thị trường điện giảm mạnh trong nửa cuối năm làm giảm biên LN gộp.</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	297	82%	99%	779	-10%	103%	
Doanh thu tài chính	164	-26%	18%	550	23%	70%	Doanh thu tài chính tăng 23% trong 2023, chủ yếu do doanh thu tiền gửi tăng mạnh 77% svck, lượng tiền mặt cuối kỳ tăng 5% sv đầu năm.
Chi phí tài chính	191	278%	-10%	498	14%	63%	Chi phí tài chính 2023 tăng 14% svck, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng 18% svck với dư nợ vay tăng 78% svck.
Thu nhập khác	18	32%	-1096%	147	234%		
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>448</b>	<b>-60%</b>	<b>447%</b>	<b>1,459</b>	<b>-48%</b>	<b>81%</b>	
Thuế	(2)	NA	-93%	(129)	-46%	48%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>446</b>	<b>-54%</b>	<b>751%</b>	<b>1,329</b>	<b>-48%</b>	<b>89%</b>	
Lợi ích cổ đông thiểu số	113	NA	-474%	254	-48%	79%	
<b>LN ròng</b>	<b>332</b>	<b>-61%</b>	<b>302%</b>	<b>1,075</b>	<b>-48%</b>	<b>86%</b>	<b>Theo đó, LN ròng Q4/23 giảm 61% svck, kéo LN ròng cả năm giảm 48% svck 86% đạt 1,075 tỷ đồng, chủ yếu đến từ biên LN gộp thu hẹp và hoàn thành 86% dự phóng của chúng tôi.</b>

Nguồn: POW, MBS Research

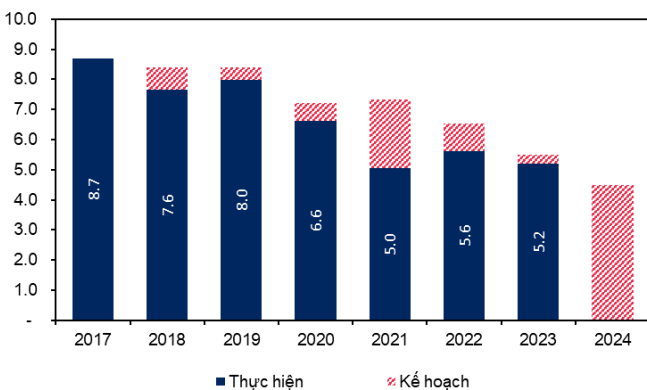
## Triển vọng 2024-25: Điện khí vẫn gặp nhiều khó khăn, được bù đắp một phần bởi điện than

### Điện khí: Khó khăn chưa hoàn toàn đi qua trong 2024

Trong bối cảnh các mỏ khí dần cạn kiệt, kế hoạch phân bổ khí cấp cho điện của GAS dự kiến giảm mạnh từ 2024 đặc biệt nguồn khí từ Đông Nam Bộ, chúng tôi dự báo sản lượng điện của Nhơn Trạch 1&2 sẽ duy trì ở mức thấp trong bối cảnh giá khí neo cao cùng tình trạng thừa nguồn tại miền Nam. Chúng tôi nhận thấy những quyết định bất lợi cho các nhà máy điện trong 2024, bao gồm 1) A0 giảm huy động điện khí; 2) giá trần thị trường điện giảm 15% svck là tín hiệu cắt giảm chi phí đầu vào nhằm cải thiện tình hình tài chính của EVN. Theo đó, chúng tôi dự kiến sản lượng Nhơn Trạch 1&2 – cụm nhà máy sử dụng khí từ các mỏ Đông Nam Bộ sẽ giảm 15% svck. Đối với nhiệt điện Cà Mau 1&2, chúng tôi đánh giá triển vọng huy động sản lượng khả quan hơn, tăng 17% svck hỗ trợ bởi nguồn khí cấp đủ và nhà máy chạy tối đa công suất khi hoàn thành lịch bảo dưỡng. Dự kiến tổng sản lượng điện khí sẽ đạt 9.382 tỷ kWh (+4,3% svck), doanh thu đạt 19,228 tỷ đồng (+0.8% svck) với dự phóng giá bán điện neo cao, đạt 2,049đ/kWh (+4.6% svck). Tuy có ghi nhận tăng trưởng, đây vẫn là mức sản lượng rất thấp so với tiềm năng huy động các nhà máy.

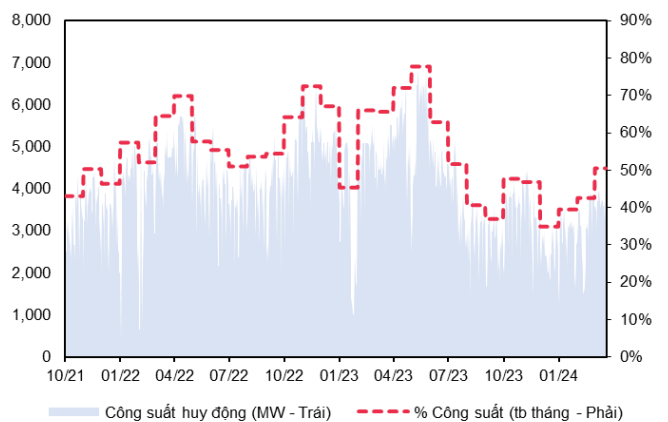
Nhìn sang 2025, chúng tôi dự kiến sản lượng Nhơn Trạch 1&2 sẽ phục hồi từ nền thấp, hỗ trợ bởi giá bán điện giảm nhẹ và nguồn khí ổn định hơn với kế hoạch cấp bổ sung LNG. Hơn nữa, chúng tôi dự kiến Nhơn Trạch 3 có thể bắt đầu đi vào vận hành từ Q1/25 và Nhơn Trạch 4 từ Q4/25, chậm hơn 1 quý so với kế hoạch của doanh nghiệp do chúng tôi đưa ra quan điểm thận trọng về một số rủi ro ảnh hưởng đến tiến độ, bao gồm đàm phán các hợp đồng PPA, GSA và chậm xây dựng cụm trạm biến áp. Theo đó, dự kiến sản lượng điện khí đạt 15,767 tỷ kWh (+68% svck) với tỉ trọng đóng góp từ Nhơn Trạch 3&4 chiếm 31% tổng sản lượng (hiệu suất nhà máy đạt 50%). Doanh thu đạt 33,837 tỷ đồng (+76% svck) với giả định giá bán điện tăng 4.7% svck do Nhơn Trạch 3&4 sử dụng khí LNG với giá cao.

Hình 7: Kế hoạch cấp khí cho điện giảm dần từng năm, do tình hình khai thác các mỏ khí ngày càng cạn kiệt và đắt đỏ (Đơn vị: Tỷ m3)



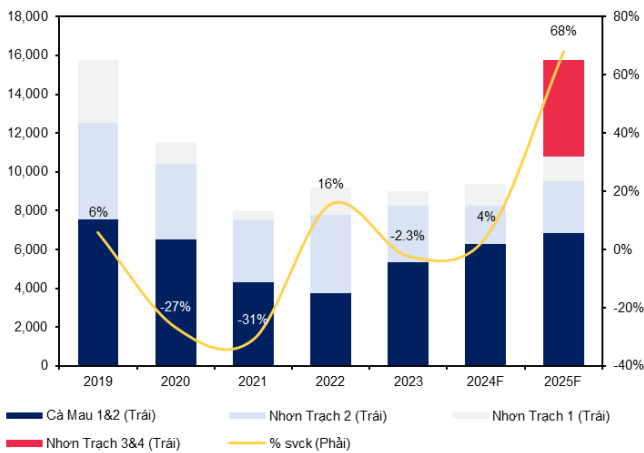
Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 8: Theo trung tâm điều độ, công suất huy động điện khí giảm mạnh từ Q3/23, và duy trì ở mức thấp trong Q1/24.



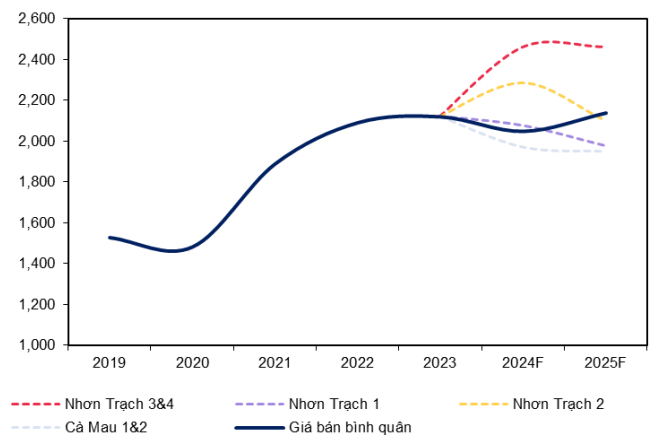
Nguồn: EVN, MBS Research

**Hình 9: Sản lượng điện khí sẽ duy trì ở nền thấp trong 2024, sau đó tăng trưởng với đóng góp từ NT3&4 trong 2025 (Đơn vị: tỷ kWh)**



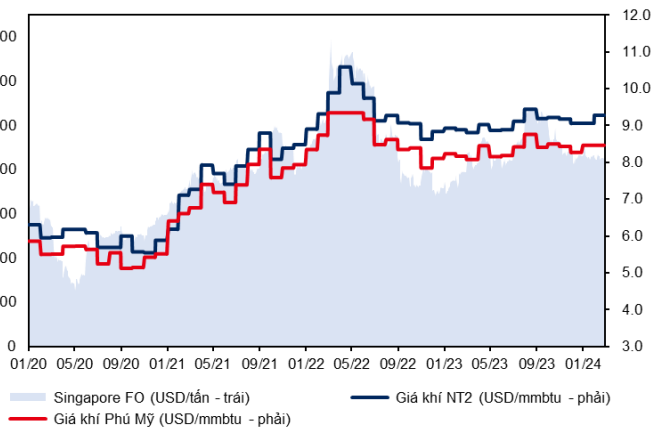
Nguồn: POW, MBS Research

**Hình 10: Giá bán điện khí chưa thể giảm trong trung hạn, do giá khí neo cao và NT3&4 sử dụng LNG đi vào vận hành (Đơn vị: đ/kWh)**



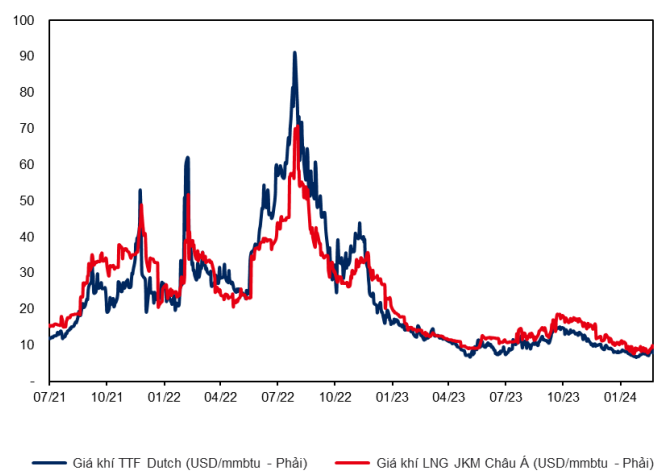
Nguồn: POW, MBS Research

**Hình 11: Giá khí nội địa giảm nhẹ từ đỉnh 2022, nhưng vẫn neo ở mức cao theo diễn biến giá dầu HSFO trong các tháng đầu năm 2024**



Nguồn: Bloomberg, NT2, GENCO3, MBS Research

**Hình 12: Giá khí LNG thế giới giảm xuống dưới 10USD/mmbtu, hỗ trợ triển vọng giá khí Nhơn Trạch 3&4**



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Đã có những thông tin mới về tiến độ triển khai Nhơn Trạch 3&4, tuy nhiên, vẫn còn rủi ro chậm tiến độ**

Tính đến T2/2024, tiến độ tổng thể EPC ước đạt 80.2% (chậm ~6% sv kế hoạch ban đầu). Trong đó, ngày 16/10/2023 ghi nhận cột mốc nổi bật khi tuabin khí của Nhơn Trạch 3 đã được đưa vào bộ phóng.

**Về công tác đàm phán PPA:** Hiện tại PVPOWER và EPTC cơ bản thống nhất tạm giá điện hợp đồng, và tiếp tục trình lên EVN xem xét và đánh giá. Về điều khoản cam kết bao tiêu sản lượng Qc, doanh nghiệp dự kiến sẽ ký được điều khoản bao tiêu ~80% sản lượng trung bình. Chúng tôi nhận thấy vẫn có những vướng mắc trong cơ chế tính toán giá điện cho dự án. Mặc dù trong T2/2024, đã có dự thảo mới về hướng dẫn tính toán giá điện khí LNG, hiện tại thời điểm ban hành khung giá chính thức vẫn chưa rõ ràng. Chúng tôi đánh giá đây là rủi ro làm chậm tiến độ và đẩy lùi thời điểm hoàn thành Nhơn Trạch 3&4 sang Q1/25 và Q4/25 theo quan điểm thận trọng.

Chúng tôi áp dụng giả định giá khí là 11USD/mmbtu cho 2025-27 (chưa bao gồm chi phí xử lý và vận chuyển), và đưa ra giá bán điện ước tính vào khoảng 2,485đ/kWh. Với mức giá này, sẽ vẫn có áp lực huy động đối với EVN khi giá bán lẻ trung bình đang duy trì ở mức 2,100đ/kWh. Tuy nhiên, việc EVN có thể tiếp tục tăng giá điện trong thời gian tới sẽ hỗ trợ dư địa huy động các nguồn điện giá cao. Dự kiến biên LN gộp có thể sẽ đạt 12% trong 2026 khi hai nhà máy hoạt động trọn vẹn cả năm với giá định sản lượng đạt 65% sản lượng tiềm năng. Chúng tôi thực hiện tính toán và đưa ra điểm hòa vốn LN trước thuế giai đoạn 2026-27 sẽ ~53% sản lượng tiềm năng, tương đương 3.7 tỷ kWh mỗi nhà máy. Theo đó, chúng tôi cho rằng việc bao tiêu sản lượng ở tỷ lệ 80%, cơ bản sẽ đảm bảo hiệu quả kinh tế cho dự án này.

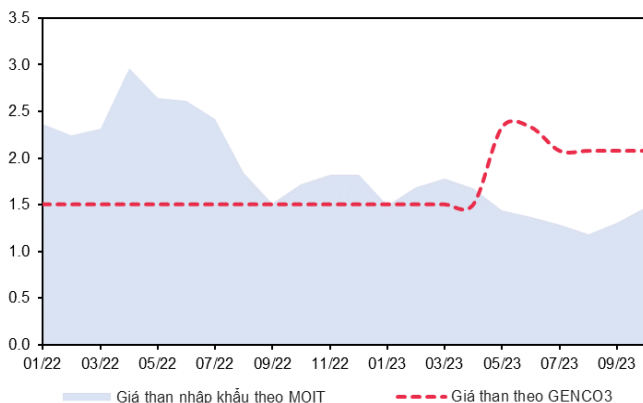
Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy rủi ro lỗ tỉ giá tiềm tàng, đến từ dư nợ vay ~700 USD tài trợ cho dự án. Theo đó, với mỗi 1% tỉ giá tăng, POW có thể ghi nhận lỗ tỉ giá ~160-180 tỷ trong những năm đầu tiên vận hành.

### Điện than: Vũng Áng 1 vận hành với đầy đủ công suất trong cả năm 2024

Sau gần hai năm khắc phục sự cố, và nhà máy phải chạy với chỉ 1/2 công suất, tổ máy 1 Vũng Áng 1 (600MW) đã chính thức quay trở lại hoạt động từ tháng 8/2023, hỗ trợ sản lượng của POW trong trọn vẹn năm 2024. Chúng tôi dự báo doanh thu và sản lượng điện năm 2024 sẽ đạt lần lượt 11,073 tỷ đồng (+23% svck) và 6.0 tỷ kWh (+33% svck), hỗ trợ bởi 1) A0 ưu tiên huy động nhóm nhiệt điện than, đặc biệt trong 6T24 khi thủy điện phải tích nước và nhu cầu tăng cao trong mùa nắng nóng tại miền Bắc; 2) Giá bán điện dự kiến giảm nhẹ 7% svck đạt 1,816 đ/kWh, hỗ trợ bởi giá than nhập có xu hướng giảm từ đỉnh 2023.

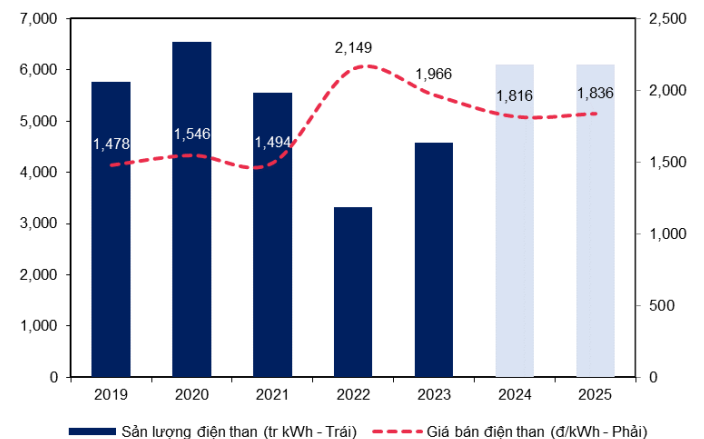
Nhìn sang 2025, chúng tôi dự kiến sản lượng tiếp tục duy trì ở mức tối ưu, đạt 6.1 tỷ kWh (+1% svck), doanh thu tăng 1.1% svck đạt 11,195 tỷ đồng với giá bán đi ngang svck.

Hình 13: Giá than nhập có xu hướng giảm từ Q3/23, hỗ trợ giá than trộn cấp cho các nhà máy giảm nhẹ (Đơn vị: triệu đồng/tấn)



Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Hình 14: Giá bán có xu hướng giảm nhẹ trong 2024-25 và sản lượng dự kiến ghi nhận mức cải thiện do nhà máy vận hành hết công suất



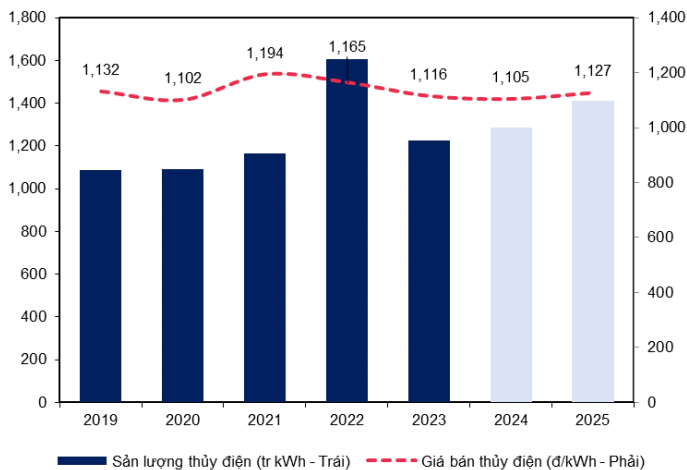
Nguồn: POW, MBS Research

### Thủy điện: Khó khăn kéo dài sang giữa năm 2024

Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu (IRI), dự kiến pha El Nino sẽ đạt đỉnh trong T12/23 và T1/24, sau đó tiếp tục duy trì đến ít nhất Q2/24, kéo theo thời tiết cực đoan, nắng nóng và các đợt khô hạn dài. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là cản trở lớn nhất cho triển vọng của mảng thủy điện, tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng một sự cải thiện nhẹ trong nửa cuối 2024, khi pha thời tiết trung tính hơn và đây cũng là giai đoạn mùa mưa của đồng thời Hòa Na và Đắc Đrinh. Dự kiến sản lượng và doanh thu nhóm thủy điện cải thiện lần lượt 4,2% svck và 4,9% svck trong 2024. Trong 2024, thủy điện dự kiến giảm sản lượng chào trên thị trường điện do quy định mới về sản lượng hợp đồng (Qc). Theo đó, tỉ lệ sản lượng điện hợp đồng trong 2024 là 98% cao hơn so với mức 90% trong 2023, điều này ảnh hưởng đến dự địa huy động trên thị trường điện cạnh tranh (Qm) sản lượng thường hưởng biên cao hơn của nhóm thủy điện. Tuy nhiên, việc kỳ vọng thủy điện cải thiện trong 6T24 sẽ một phần bù đắp mất mát này.

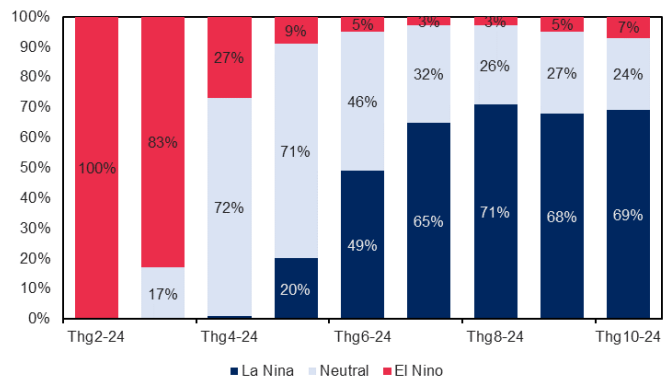
Nhìn sang 2025, chúng tôi dự kiến doanh thu tăng 13% svck, với giả định sản lượng tăng 11% svck theo sản lượng trung bình 3 năm. Giá thủy điện sẽ trượt giá ổn định ở mức 2% svck.

Hình 15: Sản lượng thủy điện khó quay lại giai đoạn đột biến 2022 với pha El Nino duy trì đến ít nhất Q2/24



Nguồn: POW, MBS Research

Hình 16: Theo IRI, dự kiến pha La Nina sẽ quay lại từ tháng 6 với xác suất xảy ra cao nhất



Nguồn: IRI, MBS Research



**Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh POW giai đoạn 2024-25**

Hình 17: Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh POW giai đoạn 2024-25

Tỷ đồng	2023	2024	% svck	$\Delta\%$ sv dự báo cũ	2025	% svck	$\Delta\%$ sv dự báo cũ	Nhận xét
<b>Tổng sản lượng (tr kWh)</b>	<b>14,800</b>	<b>16,767</b>	<b>13.3%</b>	<b>-5.3%</b>	<b>18,297</b>	<b>9.1%</b>	<b>-4.4%</b>	
<i>Điện khí</i>	8,999	9,382	4.3%	-19.2%	15,767	68.1%	-13.1%	Điều chỉnh giảm sản lượng điện khí 2024/25 đi 19.2% và 13.1% sv dự phóng trước, phản ánh triển vọng kém tích cực của Nhơn Trạch 1&2 trong bối cảnh nguồn khí Đông Nam Bộ suy giảm, trong khí giá khí các mỏ mới giá cao hơn, ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh các nhà máy.
<i>Thủy điện</i>	1,227	1,288	4.9%	4.4%	1,413	9.7%	10.5%	Điều chỉnh tăng sản lượng thủy điện 2024/25 4% và 11%, phản ánh pha La Nina đến sớm hơn dự kiến.
<i>Điện than</i>	4,573	6,097	33.3%	9.4%	6,097	0.0%	5.5%	Điều chỉnh tăng sản lượng điện than 2024/25 thêm 9.4%/5.5% sv dự phóng trước, phản ánh sản lượng huy động dự kiến sẽ cải thiện trong 2024 do 1) Giá than nhập khẩu có xu hướng giảm mạnh từ đỉnh; 2) EVN ưu tiên huy động điện than, đặc biệt tại miền Bắc trong bối cảnh giá khí cao và thủy điện vẫn gặp nhiều khó khăn về thủy văn trong 6T24.
<b>Giá điện bình quân (đ/kWh)</b>								
<i>Điện khí</i>	2,121	2,049	-3.4%	4.6%	2,146	4.7%	1.8%	
<i>Thủy điện</i>	1,116	1,105	-0.9%	2.0%	1,127	2.0%	2.0%	
<i>Điện than</i>	1,966	1,816	-7.6%	-3.8%	1,836	1.1%	-3.8%	
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>27,869</b>	<b>31,723</b>	<b>13.8%</b>	<b>-8.4%</b>	<b>46,624</b>	<b>47.0%</b>	<b>-8.0%</b>	
<i>Điện khí</i>	19,082	19,228	0.8%	-15.6%	33,837	76.0%	-11.5%	
<i>Thủy điện</i>	1,366	1,422	4.2%	6.4%	1,592	11.9%	12.6%	
<i>Điện than</i>	8,992	11,073	23.1%	5.3%	11,195	1.1%	1.5%	
<b>LN gộp</b>	<b>2,183</b>	<b>2,438</b>	<b>11.7%</b>	<b>-36.2%</b>	<b>4,394</b>	<b>80.2%</b>	<b>-12.2%</b>	Điều chỉnh giảm LN gộp 2024/25 36%/12% với biên LN gộp giảm 3.3 đ% và 2 đ% sv dự phóng trước, phản ánh 1) Sản lượng điện Nhơn Trạch 1&2 giảm mạnh, ảnh hưởng đến hiệu quả vận hành; 2) Giá trần thị trường điện cạnh tranh giảm 15% svck, tác động lên tình hình chào giá trên thị trường điện và biên LN; 3) Năm đầu tiên Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động.
<i>Biên LN gộp (%)</i>	7.8%	7.6%	-0.2 đ%	-3.3 đ%	9.3%	22.6%	-2.4 đ%	
<b>Chi phí QLDN</b>	<b>(779)</b>	<b>(682)</b>	<b>-12.4%</b>	<b>-27.5%</b>	<b>(1,254)</b>	<b>83.7%</b>	<b>-10.5%</b>	Điều chỉnh giảm chi phí QLDN 2024/25 27%/11% sv dự phóng trước, tương ứng theo điều chỉnh dự phóng doanh thu.
<b>EBIT</b>	<b>1,404</b>	<b>1,755</b>	<b>25.0%</b>	<b>-39.1%</b>	<b>3,140</b>	<b>78.9%</b>	<b>-31.8%</b>	
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>550</b>	<b>567</b>	<b>3.1%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>925</b>	<b>63.3%</b>	<b>23.2%</b>	Điều chỉnh tăng doanh thu tài chính 2025 23% do giả định POW sẽ hoàn thành thoái vốn EVN Việt Lào khi điều kiện thị trường thuận lợi hơn.
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(680)</b>	<b>(748)</b>	<b>9.9%</b>	<b>-31.1%</b>	<b>(1,433)</b>	<b>91.8%</b>	<b>-13.1%</b>	Điều chỉnh giảm chi phí tài chính 2024 31% do đẩy tiến độ hoàn thành Nhơn Trạch 3 sang 2025. Điều chỉnh giảm chi phí tài chính 2025 13% do tiến độ trả nợ các dự án cũ tốt hơn dự kiến.
<b>LN ròng</b>	<b>1,075</b>	<b>1,189</b>	<b>10.6%</b>	<b>-28.5%</b>	<b>1,952</b>	<b>64.2%</b>	<b>-21.4%</b>	Theo đó, điều chỉnh giảm LN ròng 2024/25 28%/21% sv dự phóng trước.
<i>EPS (đ/cp)</i>	459	508	10.6%	-28.5%	834	64.2%	-21.4%	

Nguồn: POW, MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKKD	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Doanh thu thuần	28,224	27,945	32,012	47,050	LN trước thuế	2,809	1,459	1,638	2,702
Giá vốn hàng bán	(24,498)	(25,761)	(29,575)	(42,656)	Khấu hao	2,809	2,809	2,810	3,682
Lợi nhuận gộp	3,726	2,183	2,438	4,394	Thuế đã nộp	(86)	(219)	(168)	(288)
Chi phí quản lý DN	(868)	(779)	(682)	(1,254)	Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	Thay đổi VLD	(1,774)	(1,103)	1,547	(1,856)
LN từ HKKD	2,859	1,404	1,755	3,140	<b>LCTT từ HKKD</b>	<b>3,156</b>	<b>3,257</b>	<b>3,502</b>	<b>2,091</b>
EBITDA thuần	5,668	4,213	4,565	6,822	Đầu tư TSCĐ	(2,601)	(6,179)	(15,763)	(9,417)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2,859</b>	<b>1,404</b>	<b>1,755</b>	<b>3,140</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2	125	-	-
Thu nhập lãi	445	550	567	925	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(3,374)</b>	<b>(6,258)</b>	<b>(15,237)</b>	<b>(11,141)</b>
Chi phí tài chính	(592)	(680)	(748)	(1,433)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	82	-	-
Thu nhập ròng khác	44	147	25	32	Tiền vay ròng nhận được	444	3,604	11,034	7,358
TN từ các Cty LK & LD	53	38	38	38	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	593	2,192
<b>LN trước thuế</b>	<b>2,809</b>	<b>1,459</b>	<b>1,638</b>	<b>2,702</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(199)	(365)	-	-
Thuế TNDN	(256)	(129)	(168)	(288)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>245</b>	<b>3,321</b>	<b>11,627</b>	<b>9,550</b>
Lợi nhuận sau thuế	2,553	1,329	1,470	2,414	Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,224	8,252	8,592	8,485
Lợi ích cổ đông thiểu số	(492)	(254)	(281)	(462)	LC tiền thuần trong năm	28	319	(107)	501
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2,061</b>	<b>1,075</b>	<b>1,189</b>	<b>1,952</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>8,252</b>	<b>8,592</b>	<b>8,485</b>	<b>8,985</b>
Chi trả cổ tức	(199)	(365)	-	-					
Lợi nhuận giữ lại	1,862	710	1,189	1,952					
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>
Tiền và tương đương tiền	8,252	8,592	8,485	8,985	Tăng trưởng doanh thu thuần	14.9%	-1.0%	14.6%	47.0%
Đầu tư ngắn hạn	1,650	2,239	2,239	4,547	Tăng trưởng EBITDA	8.6%	-25.7%	8.4%	49.4%
Phải thu khách hàng	12,538	14,642	11,480	18,347	Tăng trưởng LN từ HKKD	19.1%	-50.9%	25.0%	78.9%
Hàng tồn kho	2,086	2,168	2,401	3,467	Tăng trưởng LN trước thuế	20.1%	-48.1%	12.3%	64.9%
Các tài sản ngắn hạn khác	400	1,513	1,648	1,859	Tăng trưởng LN ròng	14.6%	-47.8%	10.6%	64.2%
Tổng tài sản ngắn hạn	24,925	29,152	26,251	37,204	Tăng trưởng EPS	14.6%	-47.8%	10.6%	64.2%
Tài sản cố định	29,123	26,362	35,688	46,501	Biên LN gộp	13.2%	7.8%	7.6%	9.3%
Tài sản vô hình	32	39	39	39	Biên EBITDA	20.1%	15.1%	14.3%	14.5%
Xây dựng cơ bản dở dang	936	8,983	12,611	7,534	Biên LN ròng	7.3%	3.8%	3.7%	4.1%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	1	ROAE	7.0%	3.6%	3.8%	5.8%
Đầu tư vào công ty LDLK	878	958	996	1,034	ROAA	3.8%	1.7%	1.6%	2.1%
Khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROIC	4.9%	2.3%	2.0%	2.7%
Tài sản dài hạn khác	949	4,852	5,558	8,169	Vòng quay tài sản	124.8%	107.3%	105.2%	105.2%
Tổng tài sản dài hạn	31,918	41,195	54,894	63,279	Cổ tức chi trả/LN ròng	39.7%	55.2%	51.6%	51.6%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>56,843</b>	<b>70,347</b>	<b>81,145</b>	<b>100,483</b>	Tổng nợ vay/VCSH	9.9%	8.5%	6.4%	6.4%
Vay & nợ ngắn hạn	5,635	5,500	6,830	11,013	Nợ vay ròng/VCSH	2.3%	12.0%	42.1%	54.2%
Phải trả người bán	7,346	15,950	13,373	17,091	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	1.3%	5.8%	18.8%	22.0%
Phải trả ngắn hạn khác	5,344	4,811	6,142	8,710	Khả năng thanh toán lãi vay	6.5	2.8	2.3	2.2
Tổng nợ ngắn hạn	18,326	26,261	26,344	36,814	Số ngày phải thu	119	177	131	142
Vay & nợ dài hạn	3,382	7,179	16,883	20,059	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	29	30	30	30
Các khoản phải trả khác	1,854	2,741	1,729	2,856	Số ngày phải trả tiền bán	109	165	165	146
Tổng nợ dài hạn	5,236	9,920	18,612	22,915	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.4	1.1	1.0	1.0
<b>Tổng nợ</b>	<b>23,562</b>	<b>36,181</b>	<b>44,956</b>	<b>59,729</b>	Khả năng thanh toán nhanh	1.2	1.0	0.9	0.9
Vốn điều lệ	23,419	23,419	23,419	23,419	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.5	0.4	0.4	0.4
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	<b>Định giá</b>				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	880	459	508	834
LN giữ lại	3,420	3,959	5,108	7,020	BVPS (đồng/cp)	14,211	14,589	15,453	17,403
Các quỹ thuộc VCSH	3,677	4,073	4,666	6,858	P/E (lần)	12.8	24.5	22.2	13.5
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	1	P/B (lần)	0.9	0.8	0.8	0.7
Vốn chủ sở hữu	29,604	30,092	31,522	33,896					
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,765	2,714	2,995	3,457					
Tổng vốn chủ sở hữu	33,281	34,166	36,189	40,755					
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>56,843</b>	<b>70,347</b>	<b>81,145</b>	<b>100,483</b>					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Lê Minh Anh

Lê Ngọc Hưng

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Lan Phương

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Nguyễn Minh Trí

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly