

TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM(POW)

Vững vàng đón đợi những khởi sắc

18/09/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 2/2024 hồi phục tích cực sau giai đoạn liên tiếp suy giảm

Trong Quý 2/2024, POW ghi nhận Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 9,382 tỷ VNĐ (+11.3% YoY) và 441.46 tỷ VNĐ (+143.6% YoY). Biên lợi nhuận gộp tăng 3.28 điểm % so với cùng kỳ, đạt 7.83% nhờ sự hồi phục sản lượng của nhiệt điện Nhơn Trạch 2 và tăng trưởng sản lượng ấn tượng của cụm nhiệt điện Vũng Áng và Cà Mau 1&2 tiếp tục được duy trì đến hết Q2 năm 2024.

Mảng điện khí hồi phục, dự kiến đóng góp 17,064 tỷ VNĐ doanh thu trong 2024

Trong Q2/2024, sản lượng mảng điện khí của POW đạt 2,832 triệu kWh, dù giảm nhẹ -4.8% YoY nhưng thiết lập mức cao thứ 3 trong giai đoạn 2021-2023. Áp lực thiếu hụt khí tại khu vực Đông Nam Bộ dự kiến sẽ được giảm bớt nhờ vào hợp đồng cung cấp khí với BOT Phú Mỹ 2.2 và 3 hết hiệu lực, qua đó giúp NT2 là số ít nhà máy còn lại sử dụng khí giá rẻ nội địa.

Ngày vận hành Nhơn Trạch 3&4 đến gần, tuy nhiên hợp đồng PPA vẫn đang được đàm phán cùng với một số vướng mắc

Ban lãnh đạo dự kiến ngày 15/10/2024 sẽ tiến hành đánh lửa lần đầu Nhà máy điện Nhơn Trạch 3. Đến ngày 22/10/2024 sẽ hòa lưới lần đầu Nhà máy điện Nhơn Trạch 3. Trong kịch bản thận trọng, KBSV cho rằng NT3 sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu kể từ Q1/25 do chậm trễ trong tiến độ đàm phán giá bán và vướng mắc liên quan tới xây dựng đường dây và trạm biến áp giải tỏa công suất.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 13,300 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 13,300 VNĐ/cổ phiếu.

TRUNG LẬP DUY TRÌ

Giá mục tiêu	VND13,300
Tổng mức sinh lời (%)	6.8%
Giá hiện tại (17/09/2024)	VND12,550
Giá mục tiêu thị trường	VND14,300
Vốn hóa thị trường	30.0/1.2
(nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	20.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	156.1/6.2
Sở hữu nước ngoài (%)	4.0%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (79.94%)

Biến động giá cổ phiếu

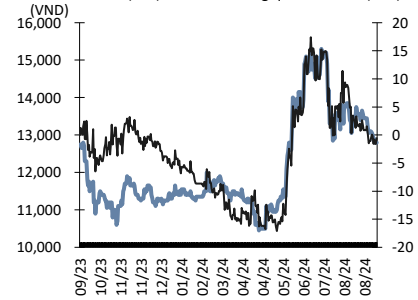
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-4.8	-6.9	11.8	0.4
Tương đối	-4.8	-4.7	12.7	-1.6

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	28,224	28,329	30,261	42,454
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,858	1,436	1,863	2,464
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	2,061	1,038	1,553	1,420
EPS (VNĐ)	871	443	663	606
Tăng trưởng EPS (%)	15.1	-49.0	50.0	-9.0
P/E (x)	15.0	29.6	19.8	21.6
P/B (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	7.7	3.8	5.1	4.6
Tỷ suất cổ tức (%)	-0.6	-1.2	0.0	0.0

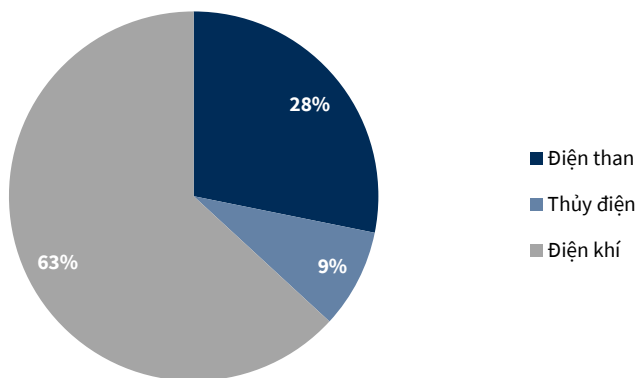
Nguồn: Fiiipro, KBSV

Giá (LHS) — Tương quan Vnindex (RHS)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2023



Hoạt động kinh doanh

POW là nhà sản xuất điện lớn thứ 4 Việt Nam, tạo ra tổng công suất 4,2GW, tương đương 10% công suất cả nước. Các nhà máy điện khí (nhà máy Cà Mau 1.500MW, Nhơn Trạch 1 450MW và NT2 750MW) chiếm 64% công suất của quốc gia do POW cung cấp. Lượng công suất còn lại được tạo ra bởi các nhà máy điện than như Nhà máy Vũng Áng 1.200 MW và các nhà máy thủy điện như Hòa Na 180MW và Đăkkrinh 125MW.

Nguồn: POW, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Áp lực cạnh tranh nguồn khí giá rẻ giảm bớt, bảo đảm tăng trưởng sản lượng NT2. Áp lực thiếu khí cho NT2 sẽ được giảm bớt nhờ các hợp đồng cung cấp khí với điện khí BOT Phú Mỹ 3 hết hiệu lực, đưa NT2 trở thành số ít nhiệt điện còn lại sử dụng nguồn khí từ các mỏ Đông Nam Bộ.

Động lực tăng trưởng đóng góp bởi Nhơn Trạch 3&4. KBSV cho rằng dự án điện khí chủ lực của POW là Nhơn Trạch 3&4 sẽ đàm phán được giá bán chính thức thấp hơn 6% so khung giá trần và sản lượng bao tiêu ước đạt 65% trong 3 năm đầu. Trong năm 2025, sản lượng điện khí đạt 12,584 triệu kWh (+45.44% YoY) với tỷ trọng đóng góp từ Nhơn Trạch 3&4 là 15% sản lượng.

Các nhà máy điện than và thủy điện hoạt động ổn định. Trong năm 2024, nhiệt điện Vũng Áng sẽ vận hành ổn định, sản lượng huy động dự kiến 5,962 triệu kWh (37% YoY). Điều kiện thời tiết La-Nina sẽ ủng hộ tăng trưởng của mảng thủy điện từ năm 2025 trở đi.

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

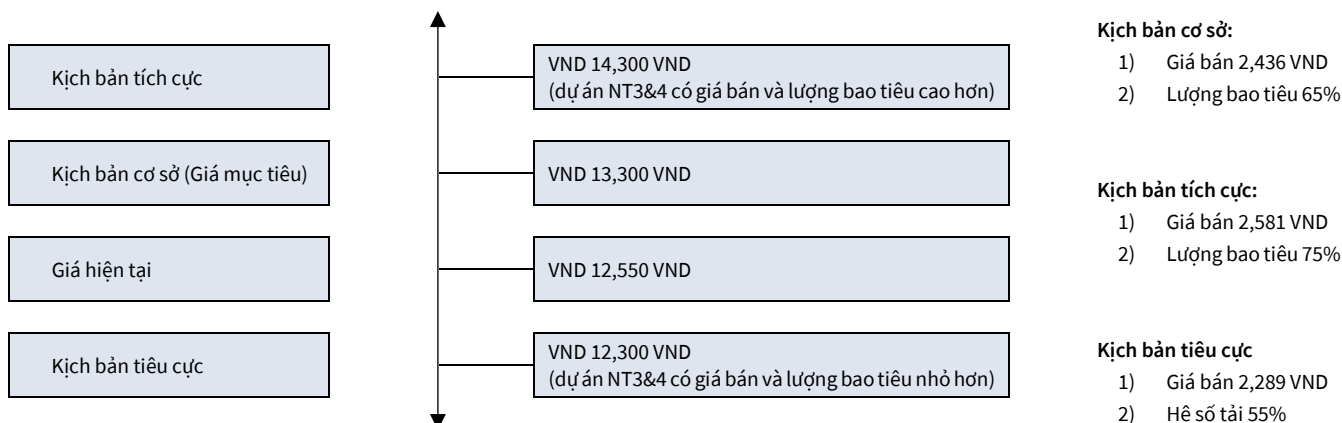
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	30,261	42,454	-1%	10%	31,430	43,102	-4%	-2%
EBIT	2,351	3,082	6%	43%	1,802	3,173	30%	-3%
LNST công ty mẹ	1,553	1,420	-11%	-10%	1,243	2,279	25%	-38%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 2/2024 hồi phục mạnh so với cùng kỳ lần lượt +11.3% YoY và 143.6% YoY

Trong Quý 2/2024, POW ghi nhận Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 9,382 tỷ VNĐ (+11.3% YoY) và 441 tỷ VNĐ (+143.6% YoY). Doanh thu tăng 50.28% QoQ và là mức doanh thu quý cao thứ 3 kể từ 2021 nhờ vào mức sản lượng ổn định tiếp tục được duy trì bởi Cà Mau 1&2 và Vũng Áng 1 đóng góp lần lượt 1,703 triệu kWh và 1,857 triệu kWh. Sản lượng điện Q2/24 của Nhơn Trạch 2 hồi phục mạnh từ tháng 4/2024, đạt 1,026 triệu kWh (+576% QoQ/-2.65% YoY). Sản lượng thủy điện tăng 18% so với mức nền thấp Q2/23 nhưng tiếp tục xu hướng giảm -3.05% QoQ do hồ thủy điện tích trữ nước nhằm đáp ứng cho nhu cầu sử dụng điện tăng mùa cao điểm.

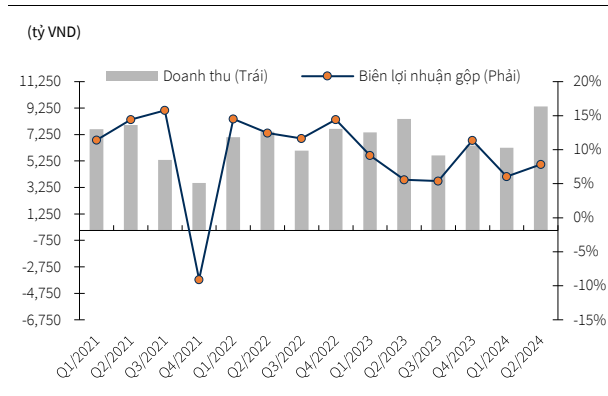
Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Q2/2024

(tỷ VNĐ)	Q2/2023	Q2/2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	8,429	9,382	11%	
Nhiệt điện khí	6,012	5,676	-6%	
Nhiệt điện than	2,250	3,430	52%	
Thủy điện	198	163	-18%	
Sản lượng điện	4,339	4,894	13%	
Nhiệt điện khí	2,977	2,833	-5%	Do thiếu hụt khí, sản lượng điện thương phẩm của NT1 và NT2 lần lượt giảm đáng kể -54.61% và -2.66% YoY, trong khi sản lượng Cà Mau 1&2 tăng nhẹ 0.47% YoY do không đối mặt với khó khăn nguồn cung khí đầu vào.
Nhiệt điện than	1,174	1,858	58%	Nhiệt điện Vũng Áng được tăng cường huy động do EVN chủ trương tăng sử dụng điện than thay thế thủy điện trong Q2/2024. Nhà máy đạt công suất 74.79% trong Q2/2024 và cao hơn 6.03 ppts so với quý trước đó.
Thủy điện	188	203	8%	Tăng trưởng nhẹ so với mức nền thấp, tuy nhiên hoạt động giảm sản lượng để tích nước nhằm tăng cường đáp ứng phụ tải tăng cao mùa khô được duy trì.
Giá bán điện trung bình	1,943	1,917	-1%	
Nhiệt điện khí	2,019	2,004	-1%	Giá bán điện giảm nhẹ do tỷ trọng phát điện cạnh tranh của các nhà máy gia tăng trong bối cảnh kế hoạch sản lượng hợp đồng từ EVN bị cắt giảm sâu. Sản lượng Qc đạt 1,964 triệu kWh, chiếm 69.3% tổng sản lượng điện, thấp hơn so với 80.54% của Q2/23.
Nhiệt điện than	1,917	1,846	-4%	Giá bán điện than giảm mạnh do tỷ trọng phát điện cạnh tranh tăng. Sản lượng Qm đạt 521 triệu kWh, chiếm 28.11% tổng sản lượng điện, cao hơn mức 2.55% trong Q2/23.
Thủy điện	1,053	803	-24%	Giá bán điện giảm do giá FMP trong quý 2 đạt mức trung bình 1,446 VND/kWh, giảm -21% YoY. Tổng sản lượng Qm khoảng 19 triệu kWh, chiếm 9.3% tổng sản lượng.
Lợi nhuận gộp	469	735	57%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	5.57%	7.83%	2.26 ppts	Biên lợi nhuận gộp của POW đạt 7.83% do (1) KQKD Q2/2024 của NT2 lùi trở lại so với lỗ Q1, đạt 122 tỷ VNĐ do sản lượng điện hồi phục 516% QoQ, (2) Sản lượng điện than duy trì xu hướng hồi phục mạnh mẽ
Thu nhập tài chính	122	104	-15%	
Chi phí tài chính	136	206	51%	Chủ yếu đến từ nợ vay dài hạn tăng 4,800 tỷ VNĐ svck
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	13	1		
SG&A	207	195	-6%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	262	540	106%	

Thu nhập khác	-2	-1	-50%
Lợi nhuận trước thuế	239	442	85%
Lợi nhuận sau thuế	181	441	144%
LNST công ty mẹ	126	392	211%
<i>Biên LNST</i>	2.20%	4.70%	2.50 pts

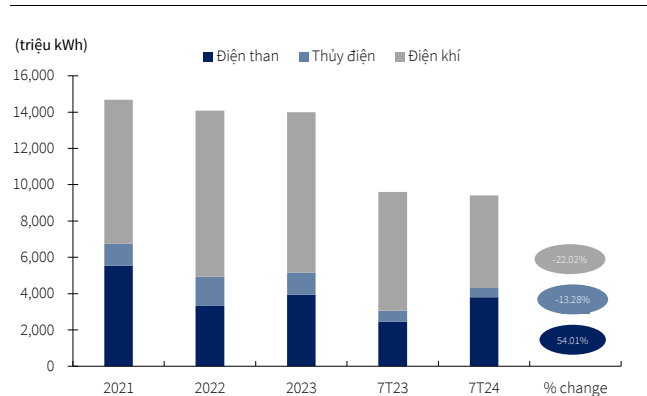
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh POW, 2021-2024 (tỷ VND)



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 3. Sản lượng điện thương phẩm của POW, 2021-2024 (triệu kWh)



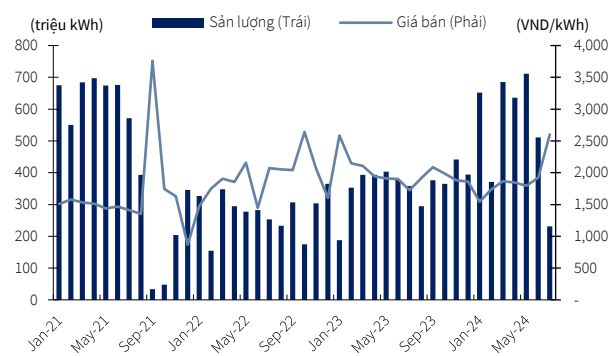
Nguồn: POW, KBSV

Nhiệt điện than: Triển vọng tích cực tiếp tục duy trì cho đến nửa cuối năm

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 (Biểu đồ 3). Trong 2H/2024, chúng tôi đánh giá điện than sẽ tăng trưởng chậm hơn so với nửa đầu năm do hình thái thời tiết La-Nina tăng cường gây mưa nhiều và việc trung tu tổ máy số 2 của nhiệt điện Vũng Áng cũng sẽ làm gián đoạn hoạt động sản xuất. Theo đó chúng tôi dự báo doanh thu và sản lượng 2024 đạt 10,988 tỷ VNĐ (+28.13% YoY) và 5,962 triệu kWh (+37.46% YoY).

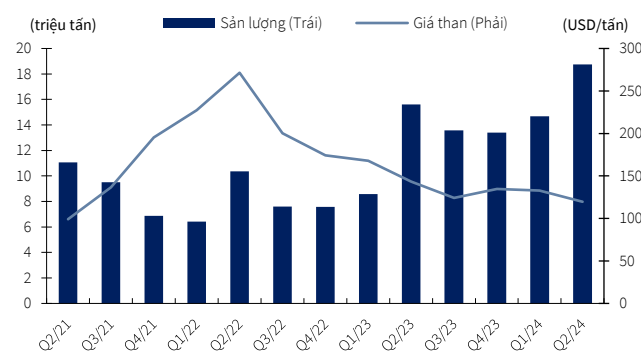
Sang năm 2025, do thời tiết sẽ chuyển dịch sang pha La Nina, đem lại lượng mưa cao hơn và hỗ trợ sản lượng huy động từ thủy điện, tăng trưởng huy động điện than sẽ chậm lại, chỉ tập trung vận hành trong mùa khô nửa đầu năm, sau đó giảm dần huy động về cuối năm khi mùa mưa bắt đầu. Với khả năng khởi động tổ máy nhanh, kịp thời và ổn định, điện than sẽ duy trì vai trò nguồn điện chạy nền, duy trì sản lượng 5,623 triệu kWh (-5.62% YoY). Nhà máy Vũng Áng của POW sau khi trung tu vào năm 2024 được kỳ vọng sẽ hoạt động với hiệu suất cao hơn và hạn chế được rủi ro giảm huy động từ EVN. Theo đó, giá bán trung bình giảm nhẹ do thủy điện phát điện nhiều hơn trên thị trường cạnh tranh khiến giảm giá FMP, qua đó khiến doanh thu đạt 10,346 tỷ VND (-5.84% YoY).

Biểu đồ 4. Diễn biến sản lượng và giá bán của nhiệt điện Vũng Áng 8T/24



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 5. Diễn biến sản lượng và giá than nhập khẩu trong 1H/24



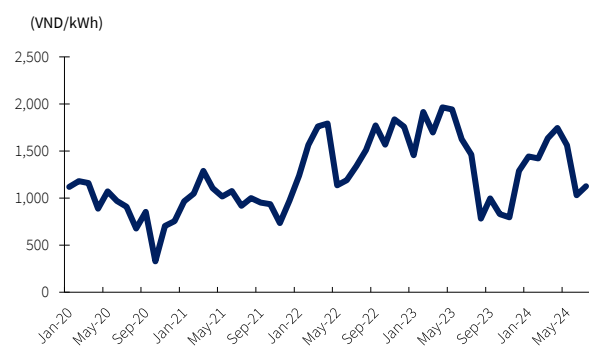
Nguồn: Tổng cục hải quan, KBSV

Thủy điện: Điều kiện thời tiết thuận lợi ủng hộ kết quả kinh doanh tích cực

Diễn biến của pha El Nino khiến cho nhiệt độ nắng nóng và thời tiết cực đoan kết thúc vào Q2/2024 được kỳ vọng sẽ cải thiện lượng mưa, đem lại lưu lượng nước cao hơn về các hồ thủy điện nhằm phục vụ sản xuất (Biểu đồ 6). Tại Nghệ An, thủy điện Hòa Na với công suất 180MW là thủy điện lớn thứ 2 tại khu vực với 17.18% thị phần sẽ hưởng lợi từ lưu lượng đổ về nhiều hơn tại sông lớn, nhờ đó sản lượng điện trong 2H24 sẽ cải thiện và giúp sản lượng điện cả năm đạt mốc 583 triệu kWh (-0.08% YoY). Tại Quảng Ngãi, thủy điện ĐắkĐrinh với công suất 125MW là thủy điện lớn nhất tại khu vực với 40% thị phần sẽ hưởng lợi từ lưu lượng đổ về nhiều hơn tại sông lớn, nhờ đó sản lượng điện trong 2H24 sẽ cải thiện và giúp sản lượng điện cả năm đạt mốc 602 triệu kWh (-3.98% YoY). Doanh thu dự kiến của thủy điện Hòa Na và ĐắkĐrinh lần lượt đạt 593 tỷ VND và 613 tỷ VND.

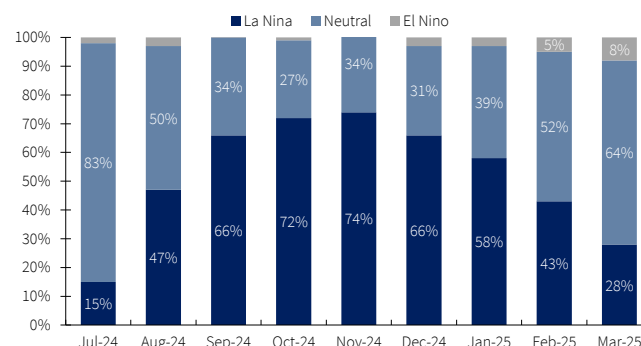
Nhìn sang 2025, chúng tôi dự kiến doanh thu tăng 5.96% YoY, với giả định sản lượng tăng 8.69% YoY do hiệu suất phát điện được cải thiện. Giá thủy điện dự kiến giảm do tỷ trọng đóng góp cao hơn của thủy điện trong hệ thống.

Biểu đồ 6. Diễn biến giá FMP (VND/kWh)



Nguồn: Genco 3, KBSV

Biểu đồ 7. Xác suất các pha thời tiết trong 2024 (%)



Nguồn: IRI, KBSV

Điện khí: Triển vọng dài hạn được củng cố bất chấp những khó khăn ngắn hạn

Hiện tại, công suất phát điện tại khu vực Đông Nam Bộ vào khoảng 5,059 MW (chưa bao gồm dự án NT3&4), với NT2 và Phú Mỹ 1 là 2 dự án còn thời hạn hợp đồng mua khí trong nước với PVGAS và được ưu tiên phân bổ nguồn khí nội địa giá rẻ, trong khi các dự án còn lại có hợp đồng mua khí hết thời hạn

buộc phải sử dụng nguồn khí LNG phối trộn/toàn bộ. Trong ngắn hạn, KBSV cho rằng áp lực thiếu hụt nguồn khí đầu vào trong nước sẽ bớt quan ngại và hỗ trợ cho sự hồi phục sản lượng huy động của NT2 nhờ: 1) Nguồn cung khí rẻ cũng sẽ giúp giá bán điện của NT2 cạnh tranh với các nhà máy trong khu vực, 2) Số giờ nắng giảm do mưa nhiều kết hợp với tốc độ gió thấp trong mùa thấp điểm sẽ giúp cho điện khí được tăng cường huy động nhằm bù đắp sản lượng giảm của điện tái tạo, 3) Nhu cầu tiêu thụ điện ổn định của khu vực phía Nam giảm bớt tình trạng dư cung. Theo đó, chúng tôi dự kiến sản lượng Nhơn Trạch 1&2 – cụm nhà máy sử dụng khí từ các mỏ Đông Nam Bộ trong nửa cuối năm đạt 1,779 triệu kWh (+79.57% YoY/38% HoH). Đối với nhiệt điện Cà Mau 1&2, chúng tôi đánh giá triển vọng huy động sản lượng khả quan hơn, tăng 6.9% YoY 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 8,652 triệu kWh (-2.08% YoY), doanh thu đạt 17,064 tỷ đồng (-12.66% YoY).

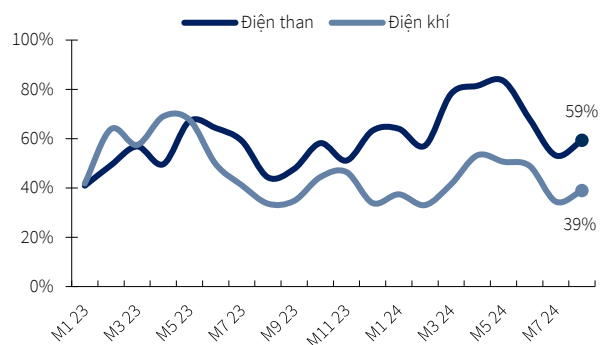
Nhìn sang 2025, chúng tôi dự kiến sản lượng Nhơn Trạch 1&2 sẽ phục hồi từ nền thấp, hỗ trợ bởi giá bán điện giảm nhẹ và nguồn khí ổn định hơn với kế hoạch cấp bổ sung LNG. Điểm sáng đến từ dự án Nhơn Trạch 3 dự kiến vận hành vào Q1/25 và Nhơn Trạch 4 từ Q4/25, chậm hơn 1 quý so với kế hoạch cho dự án NT3 và đúng tiến độ với dự án NT4 bởi chúng tôi thận trọng về một số rủi ro liên quan tới tiến độ đàm phán PPA, GSA và chậm trễ xây dựng trạm biến áp. Theo đó, dự kiến sản lượng điện khí đạt 12,584 triệu kWh (+45.44% YoY) với tỷ trọng đóng góp từ Nhơn Trạch 3&4 chiếm 15% tổng sản lượng (hiệu suất nhà máy đạt 50%) (Biểu đồ 8). Doanh thu đạt 25,731 tỷ đồng (+50.79% YoY) với giá định giá bán điện cao do Nhơn Trạch 3&4 sử dụng khí LNG với giá cao.

Cơ chế giá bán điện khí LNG được xác định sẽ đẩy nhanh thời gian vận hành Nhơn Trạch 3&4

Về tiến độ xây dựng, đến tháng 8/2024 tiến độ tổng thể của gói thầu EPC (ước đạt 91.6% so với kế hoạch (95.8%). Trong đó, công tác thiết kế và mua sắm cơ bản đã hoàn thành. Công tác thi công xây lắp ước đạt 89.6% so với kế hoạch (96.9%), hiện đang tập trung công tác lắp đặt hoàn thiện để chuẩn bị công tác thử nghiệm. Chưa có nhiều tiến độ cập nhật cho giá bán chính thức của NT3&NT4 kể từ khi BCT công bố khung giá bán điện. Chúng tôi cho rằng giá bán điện chính thức cho EVN sẽ gần tương đương với mức giá trần được công bố bởi i) NT3&4 là dự án điện tiên phong sử dụng LNG do vậy thông số để xác định khung giá được thu thập chủ yếu từ 2 tổ máy này; ii) Chi phí nhiên liệu LNG chiếm tỷ trọng cao (75-80%) cho hoạt động nhà máy NT3&4 ước đạt bằng với giá định giá khí trong tính toán khung giá điện.

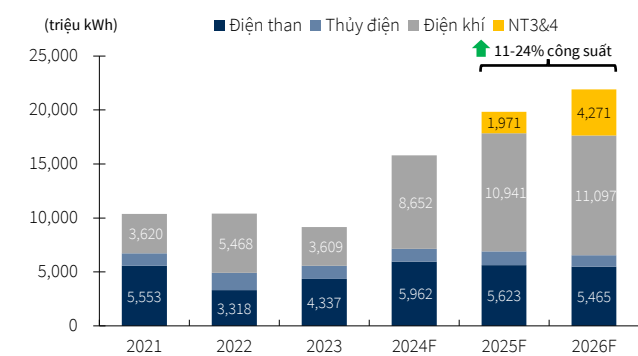
Với những tiến độ tích cực trong quá trình đàm phán hợp đồng bán điện, Ban lãnh đạo POW dự kiến ngày 15/10/2024 sẽ tiến hành đánh lửa lần đầu Nhà máy điện Nhơn Trạch 3. Đến ngày 22/10/2024 sẽ hòa lưới lần đầu Nhà máy điện Nhơn Trạch 3. Đối với Nhà máy điện Nhơn Trạch 4, tháng 12/2024 sẽ tiến hành đánh lửa lần đầu và hòa lưới lần đầu cho Nhà máy này.

Biểu đồ 8. Diễn biến công suất cực đại/công suất lắp đặt của nhóm điện than và điện khí giai đoạn 2023-7T2024 (%)



Nguồn: NSMO, KBSV

Biểu đồ 9. Sản lượng điện theo nguồn của POW khi NT3&4 đi vào vận hành



Nguồn: POW, KBSV

Bảng 10. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	28,329	30,261	7%	42,454	40%	
Nhiệt điện khí	19,539	17,065	-13%	30,828	81%	
Nhiệt điện than	8,575	10,988	28%	10,346	-6%	
Thủy điện	1,366	1,208	-12%	1,280	6%	
Sản lượng điện	14,388	15,799	10%	21,488	36%	
Nhiệt điện khí	8,836	8,652	-2%	14,577	68%	2024: Thúc đẩy bởi sản lượng ổn định của Cà Mau 1&2 được duy trì, ngoài ra sản lượng được huy động của NT2 hồi phục nhờ áp lực nguồn cung khí được giảm bớt. 2025: Sản lượng tăng mạnh nhờ tổ máy NT3 dự kiến đi vào hoạt động với công suất ước đạt 65%
Nhiệt điện than	4,337	5,962	37%	5,623	-6%	2024: Thúc đẩy bởi dự án nhà máy Vũng Áng sẽ tăng cường công suất cả năm đạt 60% 2025: Điện than bước vào chu kỳ giảm huy động do thủy điện tăng công suất
Thủy điện	1,215	1,185	-2%	1,288	9%	Việc tăng huy động vào các tháng còn lại trong năm 2024 sẽ hỗ trợ sản lượng cả năm 2024 giảm nhẹ hơn so với mức giảm của Q1. Công suất huy động của Hòa Na và Đăk Đrinh lần lượt đạt 37% và 55%.
Giá bán điện trung bình	1,969	1,915	-3%	1,976	3%	Dự báo giá CGM toàn ngành cao hơn do kỳ vọng tỷ lệ tham gia của nhóm nhiệt điện gia tăng trong bối cảnh thủy điện hạn chế được huy động để tích nước.
Nhiệt điện khí	2,211	1,972	-11%	2,115	7%	
Nhiệt điện than	1,977	1,843	-7%	1,840	0%	
Thủy điện	1,124	1,019	-9%	994	-2%	
Lợi nhuận gộp	2,704	2,771	2%	3,738	35%	2025: Lợi nhuận gộp tăng mạnh do dự án NT3 đem lại lợi nhuận gộp dương
Biên lợi nhuận gộp	9.54%	9.16%	-0.38 ppts	8.80%	-0.36 ppts	2024: Chủ yếu do biên lợi nhuận cải thiện của Vũng Áng bù đắp được suy giảm biên lợi nhuận gộp của NT1&2. 2025: Biên lợi nhuận hồi phục của NT1&2 bù đắp phần nào tác động của NT3 có biên gộp thấp
Thu nhập tài chính	544	666	22%	726	9%	
Chi phí tài chính	730	960	32%	1,928	101%	2025: Chi phí lãi vay tăng mạnh do NT3 đi vào vận hành khiến chi phí lãi vay hạch toán trên KQKD
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	53	53	0%	53	0%	
SG&A	1,268	757	-28%	1,274	40%	2025: Chi phí vận hành tăng mạnh do NT3 đi vào vận hành
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,436	2,014	30%	2,464	32%	
Thu nhập khác	152	435	186%	565	30%	Chúng tôi kỳ vọng khoản bồi thường 1000 tỷ cho nhà máy Vũng Áng sẽ được nhận trong thời gian 2 năm, với năm đầu được 435 tỷ đồng.
Lợi nhuận trước thuế	1,442	2,208	43%	1,880	-9%	
Lợi nhuận sau thuế	1,283	1,943	41%	1,654	-9%	
LNST công ty mẹ	1,038	1,668	50%	1,420	-9%	
Biên LNST	4.50%	6.42%	1.48 ppts	2.91%	-3.07 ppts	2025: Biên lợi nhuận suy giảm do NT3 dự kiến đem về lỗ ròng trong năm 2025

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền đối với từng nhà máy của POW và phương pháp EV/EBITDA với tỷ lệ 50/50 để định giá cổ phiếu POW và đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu 13,300 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 6.8% so với giá đóng cửa ngày 17/09/2024. Hệ số mục tiêu EV/EBITDA được tăng lên mức 7.2 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm giai đoạn 2019-2024 để phản ánh những thay đổi tích cực về cơ chế bán điện LNG giúp xác định giá bán cho các nhà máy.

Bảng 11. Định giá EV/EBITDA

Chỉ số	Giá trị
EBITDA 2024F	4,405
EV/EBITDA mục tiêu	7.2
Tổng giá trị	31,716
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn	10,831
(-) Vay nợ ròng	-12,807
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-2,714
Giá trị VCSH	27,026
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2,341.90
Giá trị cổ phiếu	11,540

Bảng 12. Định giá SOTP

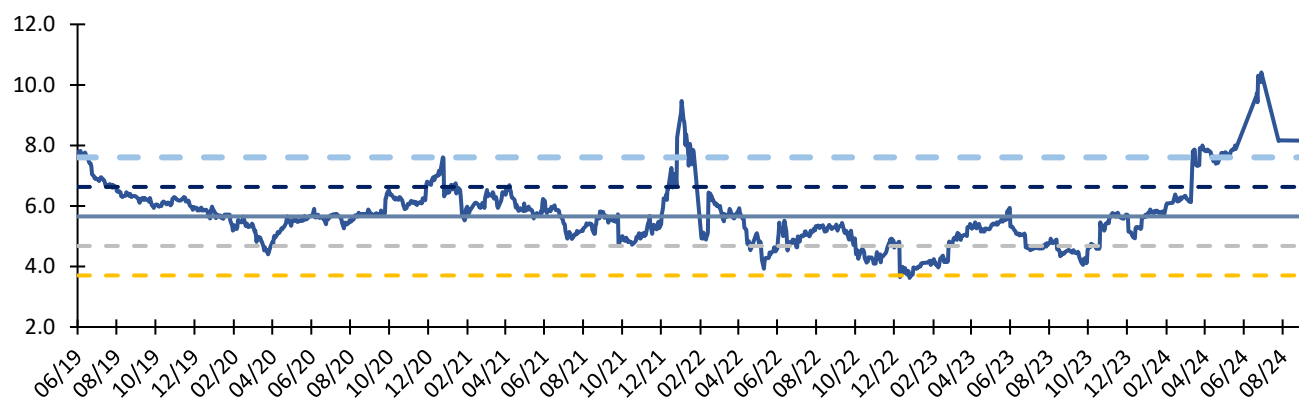
Định giá	Phương pháp	Giá trị của POW
Cà Mau 1&2	DCF	3,790
Nhơn Trạch 1	DCF	1,087
Nhơn Trạch 2	DCF	3,109
Hòa Na	DCF	2,939
Đakdrinh	DCF	3,391
Vũng Áng 1	DCF	17,628
Nhơn Trạch 3	DCF	4,124
Nhơn Trạch 4	DCF	3,752
Tổng giá trị		39,820
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn		10,831
(-) Vay nợ ròng		-12,807
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		-2,714
Giá trị VCSH		35,130
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)		2,341.90
Giá trị cổ phiếu		15,001

Bảng 13. Tổng hợp định giá POW

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
SOTP	15,001	50%	7,501
EV/EBITDA (7.2x)	11,540	50%	5,770
Giá mục tiêu (làm tròn)			13,300
Giá hiện tại (17/09/2024)			12,550
Upside			6.8%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 14. Diễn biến EV/EBITDA của POW



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 15. Phân tích độ nhạy theo giá bán điện và tỷ lệ bao tiêu

		Tỷ lệ bao tiêu				
		55%	60%	65%	70%	75%
% thay đổi giá bán điện (Giá cơ sở: 2,436 VND)	-6%	2.80%	4.40%	6.00%	7.60%	9.20%
	-3%	3.60%	5.20%	6.00%	7.60%	9.20%
	0%	3.60%	5.20%	6.80%	8.40%	10.00%
	3%	4.40%	6.00%	6.80%	8.40%	10.00%
	6%	4.40%	6.00%	7.60%	9.20%	10.80%

Nguồn: KBSV ước tính

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.