



POW: HOSE

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam - CTCP

Kỳ vọng dự án điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành vào năm 2025

Giá Mục tiêu

12.600 Đồng

Ngày báo cáo: 22/11/2024

Giá CP ngày 21/11/2024: 11.450 đồng

% Tăng giá: 10%

NGÀNH: ĐIỆN

CVPT: Bạch Chấn Mãn

Email: manbc@ssi.com.vn

SĐT: +84-28 3824 2897 ext. 6738

Chỉ tiêu cơ bản

Vốn hóa (tỷ đồng): 26.580

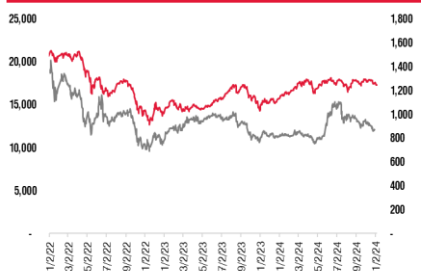
KLGDTB 3 tháng (CP): 5.321.570

Giá Cao/Thấp nhất 52W: 15,3/10,5

Tỷ lệ SHNN(%): 3,6%

Tỷ lệ sở hữu NN (%): 79,9%

Biến động giá



	3M	YTD	1Y	2Y
VNIndex	-4%	9%	11%	28%
POW	-15%	2%	-2%	11%

Nguồn: SSI Research

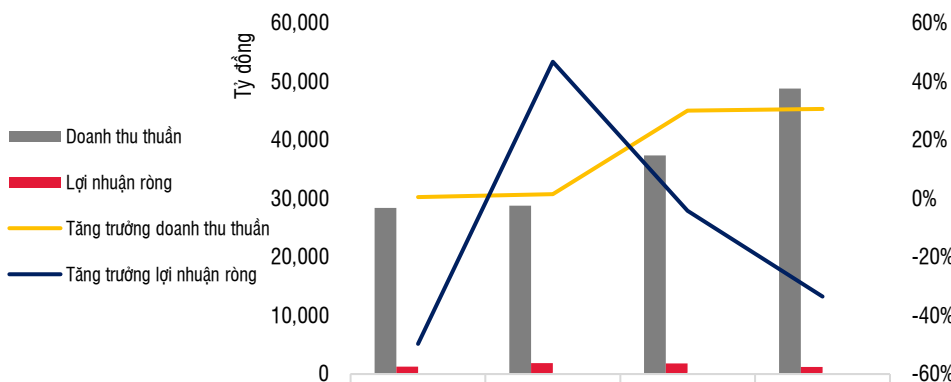
Thông tin cơ bản về công ty

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power) là một trong số ít những tập đoàn lớn trong ngành sản xuất điện của Việt Nam, nắm giữ 5% công suất phát điện của cả nước. Công ty thuộc sở hữu 79,9% của PetroVietnam và đã niêm yết trên sàn UPCOM ngày 6/3/2018 trước khi chuyển sang sàn HOSE vào ngày 14/1/2019.

TRUNG LẬP

➤ Lợi nhuận Q3/2024 cao hơn kỳ vọng, chủ yếu nhờ lãi chênh lệch tỷ giá cao hơn kỳ vọng cùng với chi phí quản lý doanh nghiệp thấp hơn dự kiến. Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng dự án Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành năm 2025 có thể ảnh hưởng đến KQKD của POW, dù POW vẫn có thể hưởng lợi từ sự phục hồi của các nhà máy Nhơn Trạch 2 và Đakdrinh. Do đó, đối với giai đoạn **2025-2026**, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) cốt lõi **giảm 15%-16% svck** (không bao gồm thu nhập bất thường liên quan đến khoản bồi thường cho sự cố kỹ thuật của Tổ máy 1 tại nhà máy Vũng Áng 1).

➤ Với lo ngại trên về dự án Nhơn Trạch 3&4, chúng tôi hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu POW, mức giá mục tiêu 1 năm là **12.600 đồng/cổ phiếu** (tương đương tiềm năng tăng giá là 10%). Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng việc cam kết sản lượng hợp đồng (Qc) dài hạn với EVN liên quan đến dự án có thể tạo ra động lực cho lợi nhuận phục hồi.



Doanh thu thuần	28,329	28,728	37,318	48,702
Lợi nhuận ròng	1,283	1,881	1,800	1,195
P/E (x)	30.3	16.4	18.5	32.3
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Tăng trưởng doanh thu thuần	0.4%	1.4%	29.9%	30.5%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-49.7%	46.6%	-4.3%	-33.6%

Nguồn: POW, SSI Research

Visit SSI Research on Bloomberg at **RESP SSIV <GO>**

SSI Research Web Portal: <https://www.ssi.com.vn/khach-hang-ca-nhan/bao-cao-cong-ty>

KQKD 9T2024: Chênh lệch lãi tỷ giá cao hơn dự kiến & chi phí G&A thấp hơn dự kiến giúp lợi nhuận vượt kỳ vọng

Bảng 2: Sản lượng tiêu thụ Q3/2024

Triệu kWh	Loại hình	3Q23	3Q24	YoY
Sản lượng tiêu thụ		2.806	3.050	9%
Vũng Áng 1	Điện than	1.030	606	-41%
Nhơn Trạch 1	Điện khí	73	111	52%
Nhơn Trạch 2 (NT2: HOSE)	Điện khí	365	743	104%
Cà Mau 1&2	Điện khí	1.015	1.188	17%
Hòa Na (HNA: HOSE)	Thủy điện	192	266	38%
Đakrinh	Thủy điện	130	133	3%
Khác		1	2	83%

Nguồn: POW, SSI Research

Bảng 4: KQKD Q3/2024

Tỷ động	3Q23	3Q24	YoY
Doanh thu thuần	5.679	6.061	6,7%
Lợi nhuận gộp	307	296	-3,5%
Lợi nhuận hoạt động	94	515	449,5%
EBIT	215	643	198,4%
EBITDA	921	1.349	46,4%
Lợi nhuận trước thuế	82	547	568,0%
Lợi nhuận sau thuế	52	453	765,3%
Lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ	83	396	379,5%

Nguồn: POW, SSI Research

POW đã công bố doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) Q3/2024 lần lượt là 6,1 nghìn tỷ đồng (+7% svck) và 453 tỷ đồng (+765% svck), với tổng sản lượng đạt 3,1 tỷ kWh (+9% svck). Trong khi doanh thu và tổng sản lượng chung đều phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi thì LNST lại cao hơn kỳ vọng, chủ yếu do lãi ròng chênh lệch tỷ giá cao hơn dự kiến cũng như chi phí quản lý doanh nghiệp thấp hơn dự kiến. Công ty đã ghi nhận khoảng 340 tỷ đồng lãi ròng chênh lệch tỷ giá trong kỳ (so với khoản lỗ ròng 65 tỷ đồng trong Q3/2023 cũng như ước tính trước đó của chúng tôi là chỉ 5 tỷ đồng). Chi tiết về KQKD Q3/2024 như sau:

Bảng 3: Sản lượng tiêu thụ 9T2024

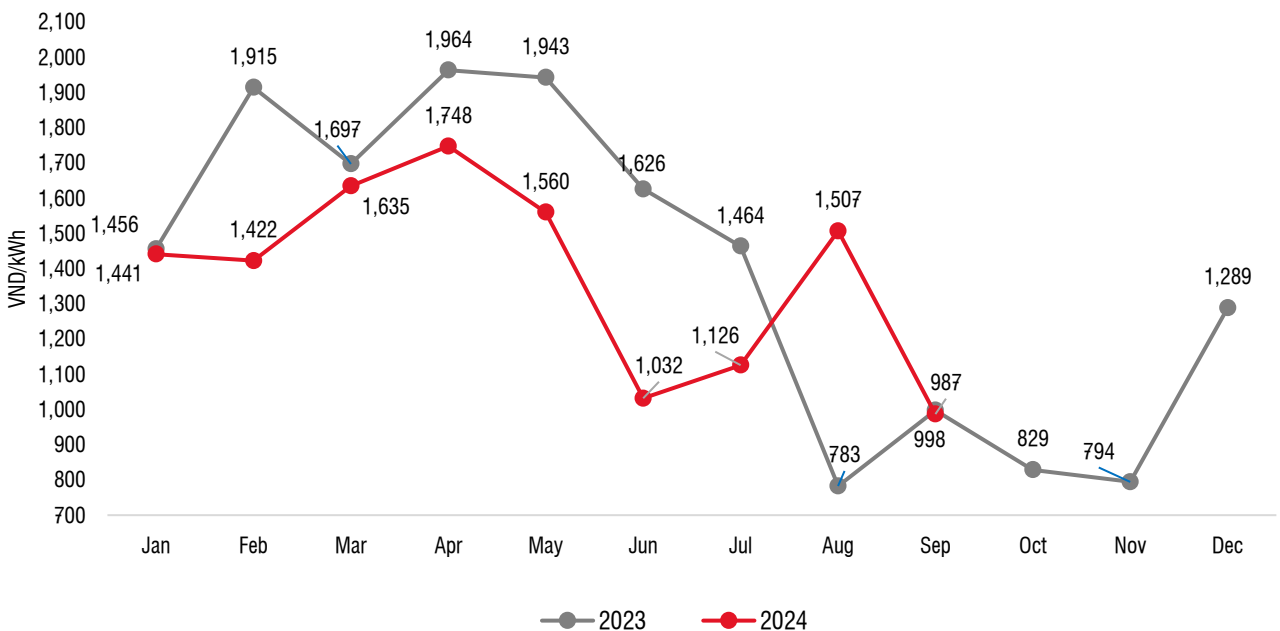
Triệu kWh	Loại hình	9T23	9T24	YoY
Sản lượng tiêu thụ		11.148	11.421	2%
Vũng Áng 1	Điện than	3.137	4.169	33%
Nhơn Trạch 1	Điện khí	563	217	-61%
Nhơn Trạch 2 (NT2: HOSE)	Điện khí	2.494	1.921	-23%
Cà Mau 1&2	Điện khí	4.113	4.298	4%
Hòa Na (HNA: HOSE)	Thủy điện	398	423	6%
Đakrinh	Thủy điện	440	388	-12%
Khác		4	5	25%

Bảng 5: KQKD 9T2024

Tỷ động	9T23	9T24	YoY	% hoàn thành kế hoạch
Doanh thu thuần	21.533	21.686	0,7%	68%
Lợi nhuận gộp	1.455	1.408	-3,2%	
Lợi nhuận hoạt động	943	1.159	22,8%	
EBIT	1.402	1.531	9,2%	
EBITDA	3.505	3.642	3,9%	
Lợi nhuận trước thuế	1.011	1.267	25,3%	127%
Lợi nhuận sau thuế	884	1.111	25,7%	135%
Lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ	743	1.066	43,5%	

- Công ty cho biết, thu nhập lãi tỷ giá chủ yếu đến từ khoản thanh toán bằng USD thấp hơn kỳ vọng cho một số nhà thầu xây dựng của POW cho dự án Nhơn Trạch 3&4, do tỷ giá USD/VND giảm trong Q3/2024.
- Nhà máy Nhơn Trạch 2 là động lực chính cho mức tăng sản lượng 9% svck của POW với mức tăng gấp đôi svck, do 1) sản lượng hợp đồng (Qc) tăng 79% svck and 2) nhà máy này thực hiện đại tu từ đầu tháng 9 đến cuối tháng 10 năm 2023 (phù hợp kỳ vọng của chúng tôi). Ngoài ra, cũng như kỳ vọng, sản lượng từ Vũng Áng 1 giảm svck, do Tổ máy 2 của nhà máy thực hiện trung tu từ giữa tháng 8 đến giữa tháng 10. Tuy nhiên, mức sản lượng quý này vẫn thấp hơn một chút so với kỳ vọng của chúng tôi.
- Mặt khác, danh mục thủy điện của POW lại có hiệu quả hoạt động cao hơn dự kiến. Cụ thể, đối với nhà máy Hỏa Na, chúng tôi cho rằng mức tăng sản lượng 38% svck là do giá thị trường điện tăng 12% svck, một phần có thể đã giúp nhà máy tận dụng bán điện thêm trên thị trường bán buôn điện cạnh tranh so với Q3/2023. Đối với nhà máy Đakđrinh, chúng tôi cũng nhận thấy Qc trong quý cao hơn một chút so với dự kiến.
- Với nhà máy Nhơn Trạch 1, vì không có cam kết bán khí và các mỏ khí ở Đông Nam Bộ tiếp tục cạn kiệt (khả năng cấp khí giảm hơn 1 tỷ m3/năm so với năm 2023, theo ước tính của chúng tôi), khiến tình hình sản xuất của nhà máy thậm chí tiếp tục giảm trong 9 tháng đầu năm nay.
- Trong khi đó, kết quả sản xuất của Cà Mau 1&2 phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.

Biểu đồ 6: Giá FMP tại Việt Nam giảm 10% svck trong 9T2024, nhưng tăng 12% svck trong Q3/2024



Nguồn: EVN, NSMO, Cục Điều tiết Điện lực (ERAV), SSI Research (dữ liệu tính đến tháng 9/2024)

Chúng tôi dự kiến dự án Nhơn Trạch 3&4 sử dụng LNG sẽ bắt đầu đi vào hoạt động vào năm 2025

POW kỳ vọng dự án có thể đánh lửa lần đầu vào tháng 12/2024 với mục tiêu đi vào vận hành thương mại (COD) vào tháng 6/2025 cho nhà máy Nhơn Trạch 3 và tháng 9/2025 cho nhà máy Nhơn Trạch 4. Dựa trên tiến độ thực hiện hiện tại của các dự án truyền tải liên quan (Bảng 7), chúng tôi cho rằng kế hoạch này có thể khả thi và giả định tương tự cho dự báo của chúng tôi. So với ước tính trước đó, chúng tôi đẩy giả định COD cho nhà máy Nhơn Trạch 4 (từ nửa cuối năm 2026) lên sớm hơn và gần như giữ nguyên giả định cho nhà máy Nhơn Trạch 3.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dự án Nhơn Trạch 3&4 có thể sẽ phải chịu lỗ hoạt chỉ đạt mức lợi nhuận khiêm tốn trong những năm đầu hoạt động (2025-2026), do chi phí khấu hao và tài chính đáng kể của dự án cùng với mức Qc dài hạn chưa được đảm bảo.

Bảng 7: Tiến độ mới nhất của dự án Nhơn Trạch 3&4 sử dụng khí LNG.

Mảng hoạt động	Chi tiết
Tình hình thuê đất	POW hiện không còn vướng mắc đáng kể nào liên quan đến việc thuê đất. Dự án được phát triển trên phần đất khoảng 48 ha.
Dự án truyền tải điện	Tổng Công ty Truyền tải điện Quốc gia (EVNNPT) thực hiện đầu tư vào các đường dây và trạm biến áp như sau: <ul style="list-style-type: none"> Đường dây 220kV Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 - rẽ Mỹ Xuân - Cát Lái (bị trì hoãn do vấn đề giải phóng mặt bằng, dự kiến hoàn thành trong quý 3 năm 2025). Đường dây 220 kV Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 - Trạm biến áp 500 kV Long Thành (dự kiến hoàn thành trong Q4/2025, một đường dây đầu nối tạm với hệ thống truyền tải điện hiện tại của Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 đã được hoàn thành vào tháng 5/2024 để tạm thời giải quyết rủi ro trì hoãn việc chạy thử và COD của nhà máy Nhơn Trạch 3). Dự án đường dây 500 kV Nhà máy điện Nhơn Trạch 4 - rẽ Phú Mỹ - Nhà Bè (dự kiến hoàn thành vào cuối tháng 11/2024, hiện vẫn còn vấn đề giải phóng mặt bằng). Trạm biến áp 220 kV Khu công nghiệp Nhơn Trạch và đầu nối (bị trì hoãn do vấn đề giải phóng mặt bằng).
Hợp đồng kỹ thuật, mua sắm và xây dựng (EPC)	Tiến độ EPC đạt 95% (tính đến tháng 11/2024).
Hợp đồng mua bán điện (PPA)	Vào ngày 4/10/2024, POW chính thức ký Hợp đồng mua bán điện với Công ty Mua bán điện (EPTC), cam kết tối thiểu 35% tỷ lệ Qc cho dự án. Tuy nhiên, tỷ lệ Qc dài hạn vẫn chưa được xác định.
Hợp đồng bán khí (GSA)	POW và PV GAS (GAS: HOSE) đã hoàn tất ký hợp đồng cung cấp LNG cho chạy thử. POW đạt mục tiêu thống nhất GSA với PV GAS trong tháng 12/2024.
Hợp đồng vay vốn	<ul style="list-style-type: none"> Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC): khoảng 200 triệu USD. Citibank và ING: khoảng 821,5 triệu USD (bao gồm cả khoản vay ngắn hạn và dài hạn) Vietcombank (VCB: HOSE): khoảng 4 nghìn tỷ đồng.

Nguồn: POW, EVN, SSI Research

POW đặt kế hoạch tham gia thị trường trạm sạc xe điện, với mục tiêu 1.000 trạm sạc vào năm 2035

Như một phần của các cam kết tại COP26 để giải quyết biến đổi khí hậu và giảm phát thải khí nhà kính, chính phủ Việt Nam đã thúc đẩy phát triển bền vững đối với ngành giao thông vận tải, đặc biệt tập trung phát triển xe điện. Trong đó, cơ sở hạ tầng trạm sạc xe điện đã trở thành một yếu tố quan trọng, trong đó VinFast dẫn đầu thị trường với hơn 2.200 trạm sạc và khoảng 63.800 điểm sạc tại Việt Nam (tính đến cuối năm 2023).

Để thực hiện hóa mục tiêu trên, POW đã ký kết hợp tác với đối tác Hàn Quốc EN Technologies Inc và quyết định thí điểm trạm sạc đầu tiên tại số 6 đường Huỳnh Thúc Kháng, Hà Nội, đã đi vào hoạt động vào đầu tháng 11 năm 2024.

Bảng 8: Chi tiết về trạm sạc đầu tiên của POW tại số 6 đường Huỳnh Thúc Kháng, Hà Nội

	Chi tiết
Loại	Dòng điện một chiều (DC), loại sạc nhanh
Tổng công suất (kW)	120 (bao gồm 2 cổng sạc CCS2) *
Diện tích trạm (m ²)	30-35
Tổng chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Hơn 1,8
Thời gian xây dựng/lắp đặt	T7/2024 – T8/2024
Ngày vận hành thương mại	01/11/2024
Giá sạc xe điện (VND/kWh)	<ul style="list-style-type: none"> Giờ thấp điểm: 2.830 Giờ bình thường: 4.007 Giờ cao điểm: 6.174
Các đặc điểm khác	<ul style="list-style-type: none"> Cung cấp dịch vụ miễn phí trong tuần đầu tiên đi vào hoạt động Phương thức thanh toán: quét mã QR Dịch vụ 24/24h

*Nguồn: POW, SSI Research *CCS2 là viết tắt của Hệ thống sạc kết hợp 2, một loại cổng sạc*

Ngoài ra, POW cũng đang làm báo cáo kinh tế-kỹ thuật để triển khai hai trạm sạc khác tại Big C Thăng Long (222 Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội). Sau 2 năm thí điểm, POW dự kiến sẽ đánh giá lại hiệu quả của dự án này để xem xét phát triển đồng bộ trên toàn quốc, có thể lên đến 1.000 trạm sạc vào năm 2035. Mặt khác, công ty kỳ vọng các trạm sạc của mình sẽ thu hút nhiều đối tượng khách hàng khác nhau, kể cả những người sở hữu xe do VinFast sản xuất. Vì dự án này vẫn đang trong giai đoạn thử nghiệm, để thận trọng, chúng tôi chưa đưa vào dự báo của mình.

CTCP Thủy điện Hòa Na (đơn vị vận hành nhà máy Hòa Na) đặt mục tiêu mua lại nhà máy thủy điện Nậm Nơn

Theo CTCP Thủy điện Hòa Na, công ty xem việc đầu tư vào các nhà máy thủy điện nhỏ (bao gồm nhà máy Nậm Nơn) là phù hợp với xu hướng chuyển đổi năng lượng hiện nay. Theo POW, công ty kỳ vọng tất cả các thủ tục liên quan đến việc mua lại nhà máy Nậm Nơn dự kiến sẽ hoàn thành vào tháng 12/2024. Chúng tôi đã đưa dự án đầu tư này vào dự báo của mình. Tuy nhiên, quy mô của nhà máy Nậm Nơn khá nhỏ so với danh mục điện hiện tại của POW với hơn 4.200 MW. Chúng tôi cho rằng việc mua lại này sẽ có tác động không đáng kể đến dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

Bảng 9: Một số chi tiết về kế hoạch mua lại nhà máy thủy điện Nậm Nơn sắp tới của CTCP Thủy điện Hòa Na

	Chi tiết
Nhà máy thủy điện Nậm Nơn	<ul style="list-style-type: none"> Công suất lắp đặt: 20 MW Địa điểm: Tỉnh Nghệ An
Chủ sở hữu hiện nay	CTCP Tổng công ty phát triển năng lượng Nghệ An
Giá trị mua dự kiến	697,6 tỷ đồng (đã bao gồm VAT và phí tư vấn liên quan đến việc mua lại)
Nguồn vốn dự kiến	30% vốn chủ sở hữu và 70% vốn vay.

Nguồn: CTCP Thủy điện Hòa Na, SSI Research

Triển vọng lợi nhuận

Bảng 10: Dự báo lợi nhuận năm 2024

Tỷ đồng	2023	2024F	svck	Giải định
Doanh thu thuần	28.329	28.728	1%	
Vũng Áng 1	8.575	9.870	15%	
Nhơn Trạch 1	1.965	639	-67%	
Nhơn Trạch 2	6.386	5.991	-6%	
Cà Mau 1&2	10.158	10.906	7%	
Hòa Na*	749	842	12%	
Đakdrinh	619	575	-7%	
Khác	-123	-95	n.m	
Sản lượng (triệu kWh)	14.436	15.159	5%	
Vũng Áng 1	4.337	5.309	22%	Dựa trên KQKD Q3/2024, chúng tôi giảm dự báo sản lượng tại nhà máy Nhơn Trạch 1 và tăng ước tính cho nhà máy Hòa Na và Đakdrinh (xem thêm chi tiết nhà máy Nhơn Trạch 2 tại Báo cáo cập nhật NT2). Như đã đề cập ở trên, chúng tôi đã đưa ước tính về nhà máy Nậm Nơn vào Hòa Na. Mặt khác, chúng tôi gần như không đổi ước tính sản lượng tại nhà máy Cà Mau 1&2 và Vũng Áng 1.
Nhơn Trạch 1	713	323	-55%	
Nhơn Trạch 2	2.889	2.786	-4%	
Cà Mau 1&2	5.277	5.401	2%	
Hòa Na*	588	756	29%	
Đakdrinh	627	580	-7%	
Khác	5	5	0%	
Giá bán bình quân (VND/kWh)**				
Vũng Áng 1	1.610	1.831	14%	Chủ yếu do giá than cao hơn svck
Nhơn Trạch 1	2.410	1.927	-20%	Chủ yếu do sản lượng điện hợp đồng (Qc) thấp hơn svck
Nhơn Trạch 2	2.074	2.138	3%	Chủ yếu do giá khí đốt cao hơn vck
Cà Mau 1&2	1.905	2.019	6%	Chủ yếu do giá khí đốt cao hơn vck
Hòa Na	1.129	1.097	-3%	
Đakdrinh	947	951	0%	
Giá vốn hàng bán	-25.625	-26.786	5%	
Lợi nhuận gộp	2.704	1.942	-28%	Chủ yếu do sản lượng điện hợp đồng (Qc) thấp hơn svck
Thu nhập tài chính	544	728	34%	
Chi phí tài chính	-730	-551	-25%	Chủ yếu nhờ chi phí lãi vay thấp hơn, do số dư nợ dài hạn của các nhà máy điện đang hoạt động giảm
SG&A	-1.268	-703	-45%	
LNTT	1.442	2.038	41%	So với Báo cáo cập nhật POW trước của chúng tôi, chúng tôi đưa khoản bồi thường (khoảng 1 nghìn tỷ đồng) liên quan đến sự cố kỹ thuật Tổ máy 1 của nhà máy Vũng Áng 1 vào năm 2024 và 2025 (trong phần thu nhập khác) (thay vì năm 2025-2026) do POW dự kiến khoản bồi thường sẽ được trả hết vào Q1/2025. Nếu không tính đến khoản thu nhập bất thường này, chúng tôi dự báo LNTT cốt lõi sẽ đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (+4% svck).
LNST	1.283	1.881	47%	Chúng tôi ước tính LNST cốt lõi (không tính đến khoản thu nhập từ bồi thường ở trên) đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (+7% svck), chủ yếu được hỗ trợ bởi nhà máy Vũng Áng và Hòa Na.
NPATMI	1.038	1.795	73%	Chúng tôi ước tính NPATMI cốt lõi (không tính đến khoản thu nhập từ bồi thường ở trên) đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+23% svck).

Nguồn: POW, SSI Research; * Chúng tôi đã tính sản lượng của nhà máy thủy điện Nậm Nơn vào Hòa Na.; ** Giá bán bình quân: không bao gồm khoản bồi thường lỗ tỷ giá và bất kỳ khoản bồi thường nào cho sản lượng điện hợp đồng (Qc) không được huy động

Bảng 11: Dự báo lợi nhuận năm 2025

Tỷ đồng	2024F	2025F	svck	Giá định
Doanh thu thuần	28.728	37.318	30%	
Vũng Áng 1	9.870	10.014	1%	
Nhon Trạch 1	639	924	45%	
Nhon Trạch 2	5.991	8.096	35%	
Cà Mau 1&2	10.896	11.248	3%	
Hỏa Na	842	724	-14%	
Đakdrinh	575	616	7%	
Nhon Trạch 3		3.819	n.m	
Nhon Trạch 4		1.942	n.m	
Khác	-95	-95	n.m	
Sản lượng (triệu kWh)	15.159	18.688	23%	Chủ yếu nhờ sản lượng tại nhà máy Nhơn Trạch 2 phục hồi svck và đóng góp của dự án Nhơn Trạch 3&4 sử dụng LNG
Vũng Áng 1	5.309	5.466	3%	Điện than (bao gồm Vũng Áng 1) sẽ tiếp tục là nguồn điện quan trọng cho Việt Nam
Nhon Trạch 1	323	434	34%	Vi không có cam kết bán khí, chúng tôi dự báo giá định sản lượng thận trọng cho nhà máy Nhơn Trạch 1
Nhon Trạch 2	2.786	3.614	30%	Triển vọng sản lượng phục hồi, chủ yếu nhờ <ul style="list-style-type: none"> Chuyển giao nhà máy điện khí Phú Mỹ 2.2 (715 MW) cho EVN có thể giúp giảm tình trạng thiếu hụt khí đốt tự nhiên tại khu vực Đông Nam Bộ. PV GAS có cam kết bán khí với NT2 đến năm 2036 (xem thêm chi tiết tại Báo cáo cập nhật NT2)
Cà Mau 1&2	5.401	5.519	2%	Do nhu cầu điện tại Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục tăng, chúng tôi kỳ vọng EVN sẽ duy trì mức huy động điện tương tự tại nhà máy trong năm 2025. <ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi cho rằng các mỏ khí trong khu vực có thể đủ để đáp ứng mức này do vẫn đề thiếu khí tại khu vực Tây Nam hiện không nghiêm trọng như khu vực Đông Nam Bộ
Hỏa Na*	756	661	-13%	Chúng tôi dự báo việc đại tu trong năm 2025 sẽ ảnh hưởng phần nào đến kết quả hoạt động của Hỏa Na.
Đakdrinh	580	635	9%	Được hỗ trợ nhờ sự chuyển dần hình thái thời tiết từ El Nino sang La Nina (hoặc điều kiện thời tiết trung tính).
Nhon Trạch 3***	0	1.565	n.m	Dựa trên giả định của chúng tôi về việc nhà máy sẽ đi vào hoạt động trong tháng 6/2025
Nhon Trạch 4***	0	790	n.m	Dựa trên giả định của chúng tôi về việc nhà máy sẽ đi vào hoạt động trong tháng 9/2025
Khác	5	5	0%	
Giá bán bình quân (VND/kWh)**				
Vũng Áng 1	1.831	1.832	0%	
Nhon Trạch 1	1.927	2.130	11%	
Nhon Trạch 2	2.138	2.167	1%	
Cà Mau 1&2	2.019	2.038	1%	
Hỏa Na	1.097	1.096	0%	
Đakdrinh	951	970	2%	
Nhon Trạch 3		2.460	n.m	
Nhon Trạch 4		2.460	n.m	
Giá vốn hàng bán	-26.786	-34.723	30%	
Lợi nhuận gộp	1.942	2.596	34%	Chủ yếu được hỗ trợ bởi lợi nhuận gộp tại nhà máy Nhơn Trạch 2 và Đakdrinh cải thiện
Thu nhập tài chính	728	770	6%	
Chi phí tài chính	-551	-1.075	95%	Chủ yếu do chi phí lãi vay cao hơn do ghi nhận chi phí lãi vay từ dự án Nhơn Trạch 3&4.
SG&A	-703	-793	13%	
LNTT	2.038	2.041	0%	
LNST	1.881	1.800	-4%	
NPATMI	1.795	1.588	-12%	Như đã đề cập ở trên, chúng tôi kỳ vọng nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 có thể sẽ ảnh hưởng kém tích cực đến tăng trưởng lợi nhuận năm 2025-2026, lợi nhuận phục hồi từ nhà máy Nhơn Trạch 2 và Đakdrinh phần nào kim hãm sự kém tích cực đó. Chúng tôi dự báo NPATMI cốt lõi sẽ giảm 16% svck (không tính đến thu nhập bất thường từ sự cố kỹ thuật Tổ máy 1 của nhà máy Vũng Áng 1).

Nguồn: POW, SSI Research

SSI - TRUNG TÂM PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

* Chúng tôi đã tính sản lượng của nhà máy thủy điện Nậm Nơn vào Hòa Nạ.

** Giá bán bình quân: không bao gồm khoản bồi thường lỗ tỷ giá và bất kỳ khoản bồi thường nào cho sản lượng điện hợp đồng (Qc) không được huy động

***Không tính đến sản lượng liên quan đến giai đoạn chạy thử nhà máy Nhon Trạch 3&4.

Bảng 12: Giá định giá khí đốt và than

Năm	Dầu FO	Dầu Brent	Giá khí đốt tại NT1 và NT2	Giá khí đốt tại Cà Mau 1&2	Giá than tại Vũng Áng 1
Đơn vị	USD/tấn	USD/thùng	USD/MMBTU	USD/MMBTU	VND/kg
2023E	445	82	9,06	8,98	2.303
2024F	467	82	9,50	9,13	2.702
2025F	467	80	9,59	9,02	2.759

Nguồn: Bloomberg, POW, Nhon Trạch 2, SSI Research

Sang năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 48,7 nghìn tỷ đồng (+31% svck) với ước tính NPATMI đạt 909 tỷ đồng (-42% svck) (NPATMI cốt lõi giảm 15% svck), phản ánh sự đóng góp từ dự án nhà máy Nhon Trạch 3&4. Chúng tôi lưu ý rằng việc các dự án chưa có kết quả kinh doanh ổn định trong những năm đầu đi vào hoạt động là điều hoàn toàn bình thường. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng cam kết sản lượng Qc đủ trong dài hạn với EVN sẽ giúp dự án cải thiện kết quả kinh doanh, từ đó hỗ trợ tổng lợi nhuận của POW phục hồi.

Trong trường hợp dự án nhà máy Nhon Trạch 3&4 bị trì hoãn, chúng tôi ước tính tăng trưởng NPATMI năm 2025 có thể đạt 14%-20% svck, chủ yếu được hỗ trợ từ nhà máy Nhon Trạch 2 và Đakdrinh. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại sự trì hoãn này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận năm 2026 cũng như kết quả kinh doanh trong dài hạn của dự án.

Tóm tắt định giá

Dựa trên phương pháp DCF và EV/EBITDA, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng mới là **12.600 đồng/cổ phiếu** (từ giá mục tiêu trước là 13.900 đồng/cổ phiếu) do chúng tôi điều chỉnh tăng giá định WACC lên 9,6% (từ 9,4%) (để phản ánh lãi suất cải thiện gần đây) và chuyển định giá sang năm 2025. Mặc dù dự báo NPATMI cốt lõi giảm 15% - 16% svck trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi cho rằng triển vọng này đã được phản ánh trong những phiên giảm giá gần đây, và POW có thể hưởng lợi từ lợi nhuận tại nhà máy Nhon Trạch 2 và Đakdrinh phục hồi trong năm 2025 cũng như dự án nhà máy Nhon Trạch 3&4 trong dài hạn. Với những lo ngại về dự án Nhon Trạch 3&4, chúng tôi hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu POW (tương đương tiềm năng tăng giá là 10%).

Bảng 13: Tóm tắt định giá

	Giá mục tiêu (VND/CP)	Tỷ trọng	Hệ số mục tiêu	Giá định
PP DCF	13.237	70%		Sử dụng phương pháp DCF bao gồm WACC 9,6%, lãi suất phi rủi ro 4,0%, và ERP là 9,0%
EV/EBITDA	11.119	30%	6,5x	
Giá mục tiêu	12.600			
EV/EBITDA năm 2025 (x)	7,0			
% Tăng giá	10,0%			
Tỷ suất cổ tức năm 2023	0,0%			
Tổng mức sinh lời	10,0%			

Nguồn: SSI Research

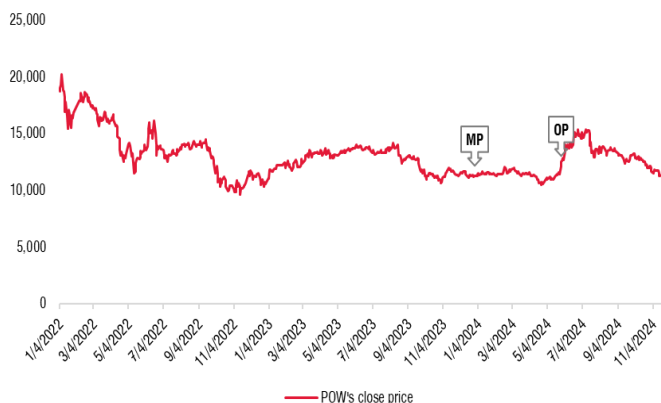
Yếu tố hỗ trợ tăng giá:

- Giá LNG thấp hơn dự kiến sẽ khuyến khích EVN huy động nhiều điện LNG hơn.

Rủi ro giảm giá

- Sản lượng Qc thấp hơn dự kiến
- Biến động không lường trước của giá khí, LNG và than.
- Thiêu hụt khí trầm trọng hơn dự kiến.
- Vấn đề tài chính của Tập đoàn Điện lực Việt Nam kéo dài hơn dự kiến.
- Thời tiết kém thuận lợi hơn dự kiến ảnh hưởng tới công suất hoạt động của các nhà máy thủy điện.
- Các vấn đề kỹ thuật bất ngờ ảnh hưởng đến công suất hoạt động của nhà máy điện
- Dự án Nhơn Trạch 3&4 vận hành thương mại chậm hơn dự kiến.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research. Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	8.440	13.777	20.263	27.347
+ Đầu tư ngắn hạn	2.391	3.150	3.150	3.150
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	14.560	14.922	20.161	20.280
+ Hàng tồn kho	2.167	2.309	3.494	4.093
+ Tài sản ngắn hạn khác	1.484	881	1.144	1.493
Tổng tài sản ngắn hạn	29.042	35.039	48.212	56.362
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	1
+ GTCL Tài sản cố định	26.402	24.033	52.738	47.437
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	9.032	24.325	970	970
+ Đầu tư dài hạn	960	585	585	585
+ Tài sản dài hạn khác	4.926	5.658	7.336	9.589
Tổng tài sản dài hạn	41.320	54.602	61.630	58.582
Tổng tài sản	70.362	89.640	109.842	114.944
+ Nợ ngắn hạn	26.785	35.441	46.848	52.499
Trong đó: vay ngắn hạn	5.507	11.542	14.910	18.970
+ Nợ dài hạn	9.458	18.371	25.517	23.861
Trong đó: vay dài hạn	7.172	16.083	23.192	21.486
Tổng nợ phải trả	36.243	53.812	72.366	76.359
+ Vốn góp	23.419	23.419	23.419	23.419
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	3.923	5.545	6.981	7.803
+ Quỹ khác	6.778	6.865	7.077	7.364
Vốn chủ sở hữu	34.119	35.829	37.477	38.585
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	70.362	89.640	109.842	114.944
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	3.352	5.774	5.145	4.972
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-6.485	-15.383	-9.135	-244
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	3.321	14.946	10.477	2.354
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	188	5.337	6.486	7.083
Tiền đầu kỳ	8.252	8.440	13.777	20.263
Tiền cuối kỳ	8.440	13.777	20.263	27.347
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,08	0,99	1,03	1,07
Hệ số thanh toán nhanh	0,95	0,90	0,93	0,97
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,40	0,48	0,50	0,58
Nợ ròng / EBITDA	0,52	1,20	1,89	1,39
Khả năng thanh toán lãi vay	3,55	6,65	3,26	1,80
Ngày phải thu	144,8	169,0	160,0	140,0
Ngày phải trả	165,9	230,0	220,0	190,0
Ngày tồn kho	30,3	30,5	30,5	30,5
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,48	0,40	0,34	0,34
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,52	0,60	0,66	0,66
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,06	1,50	1,93	1,98
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,37	0,77	1,02	1,05
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,16	0,32	0,40	0,49

Nguồn: POW, SSI dự báo

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	28.329	28.728	37.318	48.702
Giá vốn hàng bán	-25.625	-26.786	-34.723	-45.394
Lợi nhuận gộp	2.704	1.942	2.596	3.308
Doanh thu hoạt động tài chính	544	728	770	1.158
Chi phí tài chính	-730	-551	-1.075	-1.998
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	539	539	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.268	-703	-793	-990
Lợi nhuận từ HĐKD	1.290	1.420	1.498	1.478
Thu nhập khác	152	619	543	5
Lợi nhuận trước thuế	1.442	2.038	2.041	1.483
Lợi nhuận ròng	1.283	1.881	1.800	1.195
Lợi nhuận chia cho cổ đông	1.038	1.795	1.588	909
Lợi ích của cổ đông thiểu số	245	87	212	286
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	371	693	613	351
Giá trị sổ sách (VND)	13.414	14.107	14.720	15.071
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	2.007	2.399	2.943	3.340
EBITDA	4.816	5.232	6.728	8.884
Tăng trưởng				
Doanh thu	0,4%	1,4%	29,9%	30,5%
EBITDA	-20,5%	8,6%	28,6%	32,1%
EBIT	-38,2%	19,5%	22,6%	13,5%
Lợi nhuận ròng	-49,7%	46,6%	-4,3%	-33,6%
Vốn chủ sở hữu	2,5%	5,0%	4,6%	3,0%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	23,8%	27,4%	22,5%	4,6%
Định giá				
P/E	30,3	16,4	18,5	32,3
P/B	0,8	0,8	0,8	0,8
Giá/Doanh thu	0,9	0,9	0,7	0,5
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	6,4	6,4	5,0	3,8
EV/Doanh thu	1,1	1,2	0,9	0,7
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,5%	6,8%	7,0%	6,8%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	5,0%	4,8%	4,7%	5,0%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	4,5%	6,5%	4,8%	2,5%
CP bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	4,5%	2,4%	2,1%	2,0%
ROE	3,8%	5,4%	4,9%	3,1%
ROA	2,0%	2,4%	1,8%	1,1%
ROIC	4,0%	4,0%	3,7%	3,5%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên cao cấp phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Ngành Điện

Bạch Chấn Mẫn

Chuyên viên Phân tích

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6738

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Hồ Hữu Tuấn Hiếu

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8704

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6737