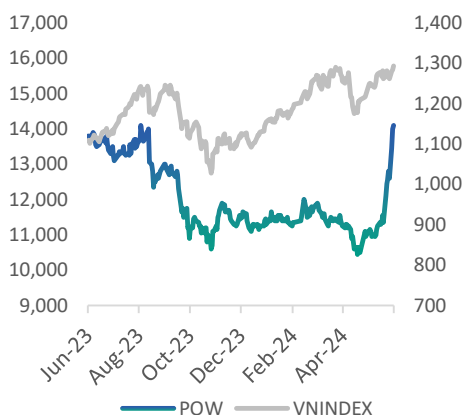


KHUYẾN NGHỊ		MUA		TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX: POW) PHỤC HỒI TỪ NỀN THẤP	
Giá hiện tại:	13,650	Ngày viết báo cáo:	10/06/2024	Cổ đông lớn	
Giá mục tiêu trước:	14,000	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	2,341.8	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam 79,94%	
Giá mục tiêu mới:	14,000	Vốn hóa (tỷ VND)	31,967		
Lợi suất cổ tức:	0%	KLGD TB 10 phiên (CP):	23,735,000		
Upside:	3%	% Sở hữu nước ngoài:	4.32%		

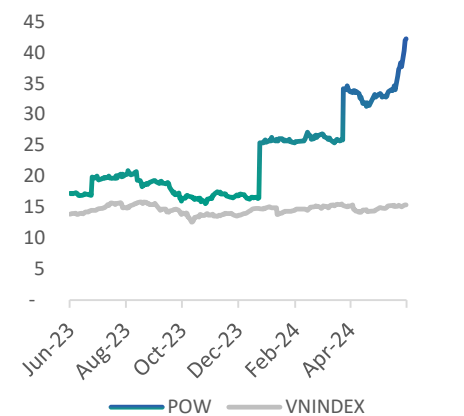
Research Department:

Nguyen Dan Truong
(Dầu khí – Điện – Hóa chất)
truongnd@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN-Index



Bảng so sánh P/E CP và VN-Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Giá cổ phiếu POW đã tăng 19% kể từ [báo cáo khuyến nghị gần nhất của BSC](#). Chúng tôi chuyển khuyến nghị từ **MUA** sang **NẮM GIỮ** với cổ phiếu POW, duy trì giá mục tiêu cho năm 2025 là **14,000 VND/CP** (upside 3% so với giá đóng cửa ngày 10/06/2024) với phương pháp DCF, đã bao gồm dự án Nhơn Trạch 3 (NT3) vận hành 3/2025 và Nhơn Trạch 4 (NT4) là 9/2025 (chậm 3 tháng so với báo cáo trước) và ghi nhận 1,000 tỷ thu nhập bảo hiểm.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2024

Trong năm 2024, doanh thu đạt 31,043 tỷ VND (+11% YoY), NPATMI 2024 dự kiến đạt 2,558 tỷ VND (+138% YoY), trong đó đóng góp chính là:

- Sản lượng điện nhà máy Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng 1 tăng lần lượt 9% YoY và 56% YoY nhờ 1) nhu cầu điện tăng cao, 2) giá nhiên liệu đầu vào duy trì mức thấp, 3) trong kỳ các nhà máy không thực hiện đại tu.
- Sản lượng nhà máy NT2 và NT1 sụt giảm lần lượt 44% YoY và 19% YoY vì nguồn cung ở các mỏ khí gần bờ bị thiếu hụt, cần phải đợi phụ tải tăng cao để phát điện.
- Nhận bồi thường bảo hiểm với giá định ghi nhận 500 tỷ VND/năm trong 2 năm.

So với báo cáo trước, chúng tôi thay đổi một số giả định sau:

- Sản lượng điện của Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng năm 2024 tăng 10% và 4% so với dự báo trước nhờ 1) giá khí và than đang thấp hơn mức kỳ vọng và 2) phụ tải 5 tháng đầu năm tăng trưởng 14%, vượt mức kỳ vọng tăng trưởng 9%.
- Doanh thu tài chính tăng 100%. Ở báo cáo trước, chúng tôi đã không đưa tiền bồi thường bảo hiểm vào định giá vì có rủi ro POW không nhận được số tiền này.

CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2024/2025: PHỤC HỒI TỪ NỀN THẤP

1. Nhà máy Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng 1 được tăng cường huy động nhờ phụ tải tăng cao.
2. Sản lượng của nhóm thủy điện dự báo sẽ tăng trưởng vào 2H2024 nhờ La nina.
3. Nhà máy NT2 kỳ vọng sẽ được nhận nhiều khí hơn trong năm 2025 nhờ các dự án nhiệt điện BOT không còn được bao tiêu khí.
4. Nhà máy NT3 và NT4 có thể lỗ khoảng 100 – 375 tỷ VND trong năm đầu hoạt động (2025) và cải thiện trong các năm sau.
5. Nhận bồi thường bảo hiểm khoảng 1,000 tỷ VND - cao hơn 700 tỷ VND so với kỳ vọng trong báo cáo trước.

RỦI RO: 1) Sự cố kỹ thuật gây gián đoạn sản xuất ở các nhà máy, 2) hợp đồng PPA của nhà máy Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 không tốt như kỳ vọng.

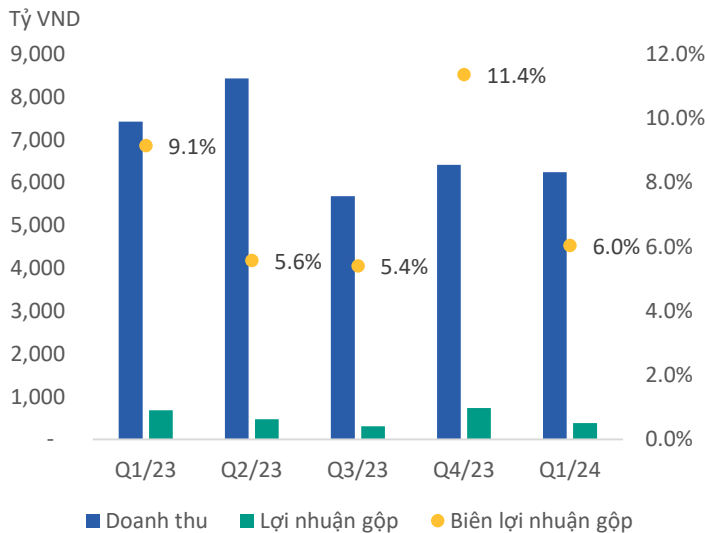
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	12.1	25.2	12.3	13.7	Doanh thu thuần	28,224	27,945	31,043	41,111
PB (x)	0.75	1.0	0.9	0.9	Lợi nhuận gộp	3,726	2,184	3,300	4,401
P/S (x)	0.88	1.2	1.1	0.8	NPATMI	2,061	1,076	2,558	2,271
ROE (%)	8%	4%	8%	6%	EPS	880	459	1,092	970
ROA (%)	5%	2%	4%	3%	% Tăng trưởng EPS	15%	-48%	138%	-11%

I. CẬP NHẬT KQKD 1Q2023:

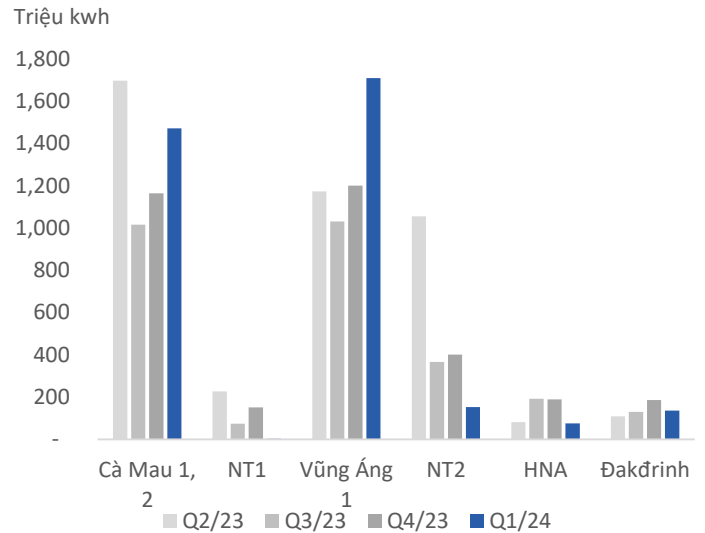
(Tỷ VND)	Q1.2024	Q1.2023	% YoY	Thực hiện/ dự báo	Nhận xét
Sản lượng điện (triệu kwh)	3,544	4,006	-12%	23%	<p>Trong Q1/2024: Doanh thu đạt 6,211 tỷ VND, -16% YoY, tương ứng 21% dự phóng, với biến động doanh thu ở các nhà máy điện như sau: + Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng 1 tăng lần lượt 4% YoY và 34% YoY nhờ 1) nhu cầu điện tăng cao, 2) nhóm thủy điện sụt giảm sản lượng do nắng nóng và 3) giá than nhập khẩu hạ nhiệt. + NT2 giảm 87% YoY do tình trạng thiếu khí nên nhà máy giảm hoạt động trong Q1/2024 và giữ để phát điện vào cao điểm trong năm (tháng 4 – tháng 8). + HNA và Đakdrinh giảm lần lượt 30% YoY và 41% YoY chịu ảnh hưởng của thời tiết nắng nóng. + NT1 giảm 99% YoY vì thiếu khí để hoạt động, đây là vấn đề thường xuyên của nhà máy này.</p> <p>Biên lợi nhuận gộp đạt mức 6%, giảm 3 điểm % so với cùng kỳ, chủ yếu do 4/6 nhà máy kể trên được huy động thấp.</p> <p>Chi phí tài chính tăng 10% YoY, trong đó: + Chi phí tài chính giảm 39% YoY nhờ môi trường lãi suất hạ nhiệt. + Lỗ tỷ giá 70 tỷ VND trong khi cùng kỳ ghi nhận lỗ 3 tỷ VND.</p> <p>Dẫn đến NPATMI đạt 278 tỷ VND, giảm 48% YoY, tương ứng 14% dự báo.</p> <p>Cập nhật KQKD đến tháng 5/2024 + Doanh thu dự kiến đạt 13,052 tỷ VND, đạt 44% dự báo. + Sản lượng điện đạt 6,940 triệu kwh, đạt 45% dự báo. + Lợi nhuận trước thuế đạt 670 tỷ VND, đạt 27% dự báo.</p>
Cà Mau 1, 2	1,471	1,403	5%	28%	
Vũng Áng 1	1,708	935	83%	26%	
NT2	152	1,075	-86%	9%	
HNA	75	126	-40%	11%	
Đakdrinh	135	204	-34%	20%	
NT1	3	263	-99%	0%	
Giá trung bình (VND/kwh)	1,762	1,853	-5%		
Doanh thu thuần	6,243	7,424	-16%	21%	
Lãi gộp	377	679	-45%	12%	
Doanh thu TC	101	125	-19%	20%	
Chi phí tài chính	154	140	10%	41%	
-Lãi vay	81	132	-39%	22%	
Chi phí QLDN	116	126	-8%	13%	
Lãi từ HĐKD	207	537	-61%	9%	
Thu nhập khác	71	153	-54%	187%	
LNTT	278	690	-60%	128%	
LNST	216	650	-67%	133%	
CĐTS	(61)	116	-153%		
NPATMI	278	534	-48%	14%	
			Thay đổi		
Biên gộp mảng điện	6.0%	9.1%	-3.1%		
Tỷ lệ SGA/DT	1.9%	1.7%	0.2%		

Nguồn: POW, BSC Research

Trong Q1/2024, biên gộp chỉ đạt 6% do 4/6 nhà máy có mức huy động thấp



Sản lượng điện từ Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng 1 không đủ bù đắp sự suy giảm của các nhà máy còn lại



Nguồn: POW

II. Cập nhật ĐHCĐ 2024

Bồi thường bảo hiểm ở Vũng Áng 1

POW đã nhận được thư xác nhận của phía bảo hiểm sẽ bồi thường khoảng 1,000 tỷ VND cho sự cố ở nhà máy Vũng Áng 1 và đang tiến hành các thủ tục liên quan để nhận số tiền trên. Do POW đã trích các chi phí sửa chữa nhà máy vào các năm trước nên công ty có thể ghi nhận thêm 1,000 tỷ VND lợi nhuận. **Chúng tôi giả định POW sẽ ghi nhận thu nhập bảo hiểm 500 tỷ VND/năm cho năm 2024 và 2025.**

Tiến độ của nhà máy NT3 và NT4

Thuê đất	Tiến độ xây dựng	Khung giá phát điện LNG	Hợp đồng PPA	Tiến độ giải ngân các khoản vay
- Đã thuê được 11.7/43 ha. - Đang đàm phán 30.7 ha còn lại.	85% tiến độ EPC, tạm dừng vì chờ thuê đất	Từ 0 – 2,590 VND/kwh	- Được chuyển giá LNG ngang sang cho EVN. - Đang đàm phán các điều khoản còn lại	- Vietcombank giải ngân 2,700/4,000 tỷ VND. - Các ngân hàng nước ngoài giải ngân 3,756/17,500 tỷ VND

Thuê đất: Dự án NT3 và NT4 có tổng diện tích gần 43ha, trong đó, POW đã ký với Sở Tài nguyên và Môi trường hợp đồng thuê đất (đợt 1) với diện tích 11.7 ha và đã được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất. Hiện tại, POW và công ty Tín Nghĩa (chủ đầu tư KCN Ông Kèo) đang có bất đồng quan điểm đối với 30.7 ha còn lại với vì công ty yêu cầu đơn giá phí sử dụng hạ tầng khoảng 100 USD/m² cho 29 năm, trả một lần. POW vẫn đang đàm phán với Tín Nghĩa để có mức giá dịch vụ phù hợp hơn, chúng tôi sẽ cập nhật khi cso thông tin mới.

Tiến độ xây dựng: tại thời điểm đầu tháng 5, các nhà thầu EPC đã hoàn thành 85% tiến độ dự án, chậm hơn 100 ngày so với kế hoạch. Nguyên nhân đến từ khó khăn trong việc giải quyết tranh chấp với công ty Tín Nghĩa tại KCN Ông Kèo.

Khung giá phát điện LNG: ngày 27/05/2024, Bộ Công Thương ký quyết định phê duyệt khung giá phát điện LNG năm 2024 từ 0 – 2,590 VND/kwh. Mức giá trần gồm có các thông số: giá LNG là 12.98 USD/triệu BTU (chưa bao gồm chi phí tồn trữ, tái hóa và phân phối khí), tỷ giá 24,520 VND/USD.

Hợp đồng PPA: POW, ban quản lý dự án điện và EPTC/EVN đang soạn thảo hợp đồng PPA. Bộ công thương đã chấp nhận việc chuyển giá LNG ngang sang cho EVN, do đó, cấu phần giá biến đổi trong hợp đồng không còn là rủi ro đối với POW. Nội dung cần chú ý là giá công suất, hiện tại chúng tôi vẫn chưa nhận được thông tin chính thức cụ thể.

Các khoản vay có liên quan: Ngân hàng Vietcombank đã giải ngân 2,700 tỷ VND/4,000 tỷ VND, các ngân hàng nước ngoài đã giải ngân 3,756 tỷ VND/17,500 tỷ VND. Các ngân hàng đang chờ đợi thông tin từ việc thuê đất KCN Ông Kèo để có cơ sở tiếp tục giải ngân.

Đánh giá của BSC

Với các thông tin như 1) các bên chưa thống nhất được phí dịch vụ của diện tích đất 30.7 ha và 2) tiến độ xây dựng chậm 100 ngày sau với kế hoạch, chúng tôi lùi thời gian vận hành giả định của các nhà máy thêm 3 tháng. Cụ thể, Nhon Trạch 3 từ tháng 1/2025 về tháng 4/2025, Nhon Trạch 4 từ tháng 6/2025 về tháng 9/2025.

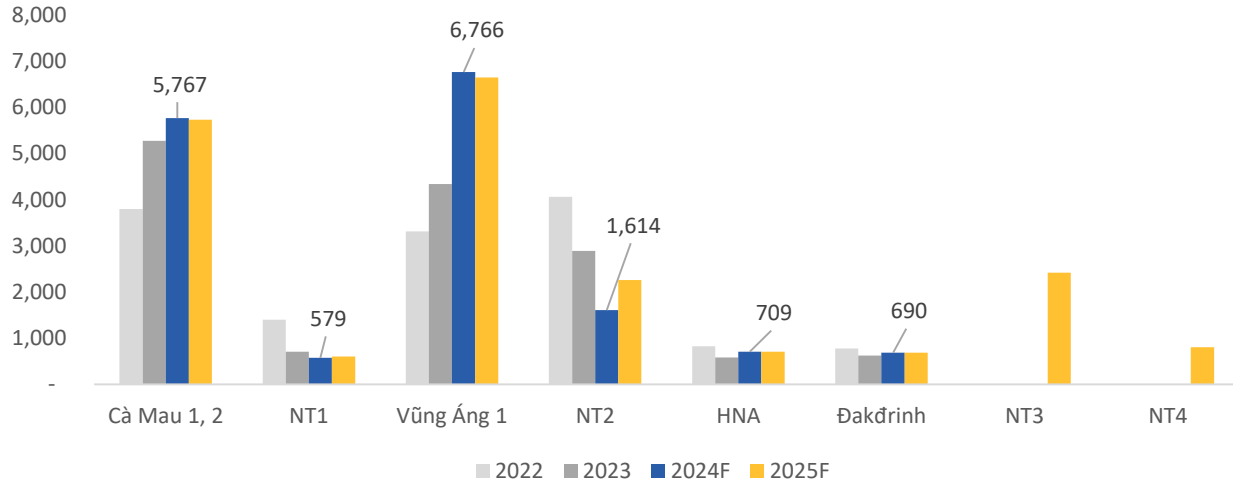
III. Cập nhật triển vọng kinh doanh 2024/2025

Quý nhà đầu tư có thể tham khảo chi tiết triển vọng kinh doanh năm 2024/2025 [trong báo cáo trước](#).

Cập nhật dự báo sản lượng điện của các nhà máy

Nhà máy Vũng Áng 1 vẫn là nhân tố chủ đạo, nhà máy NT3 dự kiến vận hành từ 3/2025, NT4 vận hành từ 09/2025

Triệu kwh



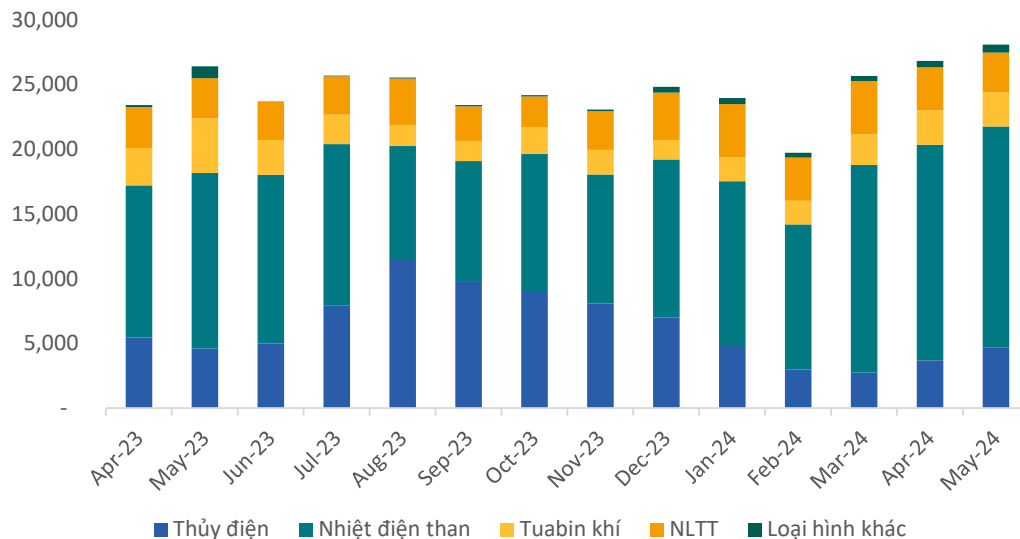
Nguồn: POW, BSC Research

Cập nhật tình hình hệ thống điện Việt Nam: phụ tải tăng vượt dự báo

Lũy kế 5 tháng đầu năm, sản lượng điện toàn hệ thống tăng 14% YoY (tốt hơn kỳ vọng, ở mức 9% YoY), trong đó đỉnh điểm vào cuối tháng 5, lần đầu tiên Việt Nam tiêu thụ 1 tỷ kwh/ngày. Trong đó, nhóm thủy điện suy giảm sản lượng do nắng nóng kéo dài và nhóm điện than được tăng cường huy động để bù đắp, dự kiến tình hình này sẽ tiếp tục trong các tháng 6 và tháng 7.

Nhóm nhiệt điện được tăng huy động bù đắp cho thủy điện suy giảm sản lượng do thời tiết nắng nóng

MWh

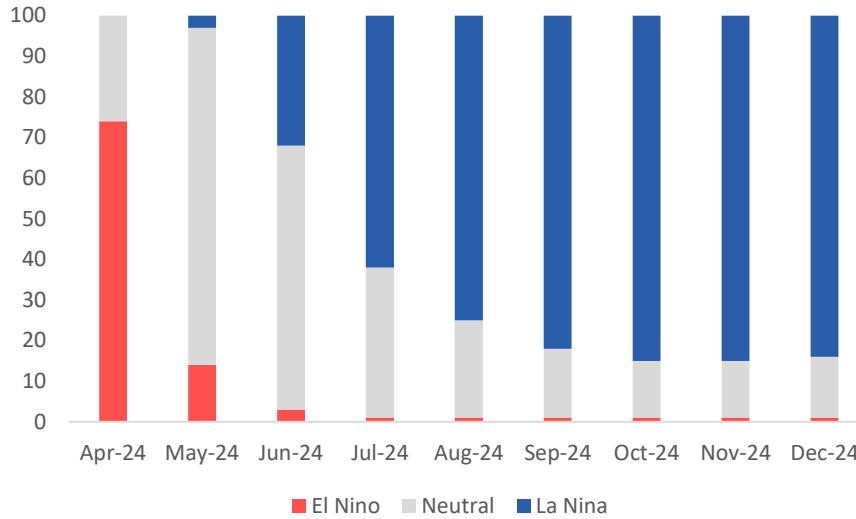


Nguồn: EVN

Cập nhật lịch El nino và La nina: sản lượng thủy điện tăng trở lại trong 2H2024

Theo dự báo NOAA, trong tháng 6 và tháng 7, thời tiết sẽ có xu hướng trung tính, đến tháng 8 xác suất xảy ra hiện tượng La nina sẽ cao hơn 75% và tăng dần đến cuối năm 2024. Như vậy các nhóm nhà máy thủy điện sẽ có thể tăng trưởng sản lượng tốt hơn vào 2H2024.

Dự báo xác suất xảy ra La nina tăng dần về cuối năm

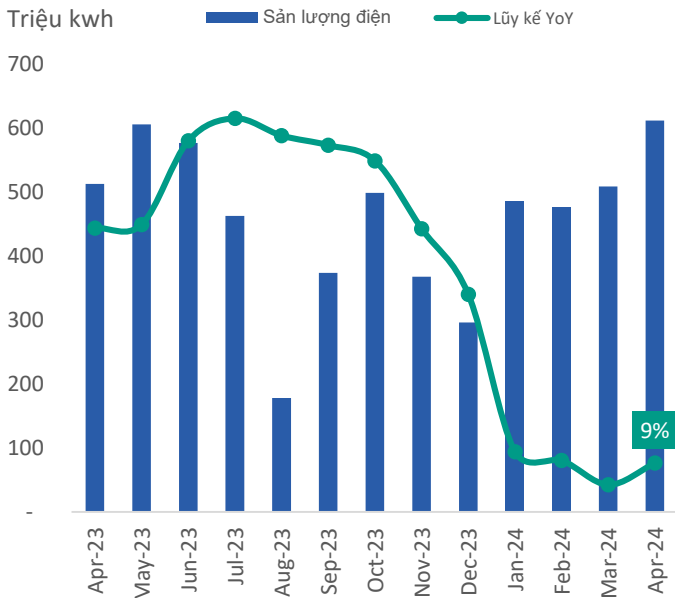


Nguồn NOAA

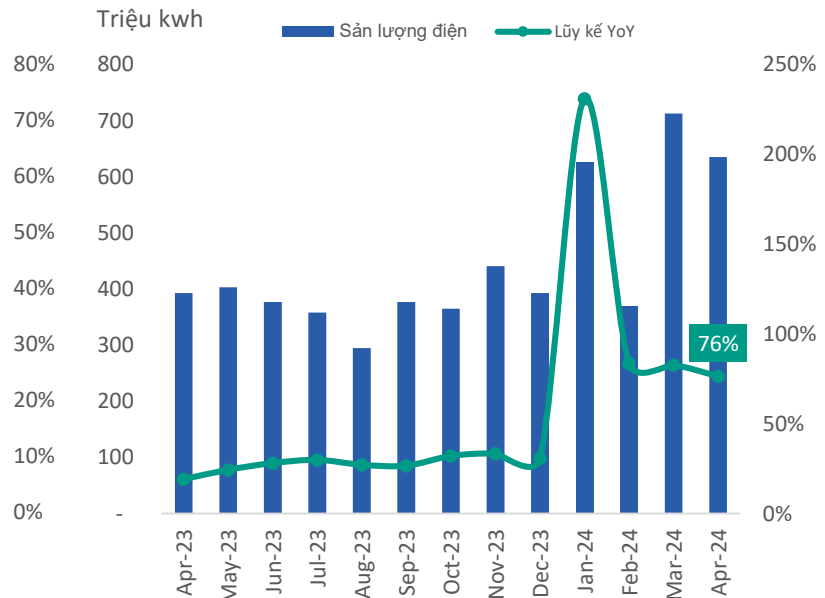
Nhà máy Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng 1 được tăng cường huy động nhờ phụ tải tăng cao

Chúng tôi đã đề cập đến việc nhà máy Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng 1 sẽ được tăng huy động trong [báo cáo trước](#). Lũy kế 4 tháng đầu năm, sản lượng điện của Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng 1 lần lượt tăng trưởng 9% YoY và 76% YoY nhờ 1) nhu cầu điện tăng cao, 2) sản lượng thủy điện suy giảm do thời tiết nắng nóng và 3) giá nhiên liệu than và khí duy trì mức thấp. **Các kết quả này đang tốt hơn kỳ vọng và chúng tôi điều chỉnh tăng sản lượng điện của Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng 1 năm 2024 tăng 10% và 4% so với dự báo trước đó.**

Sản lượng điện nhà máy Cà Mau 1, 2

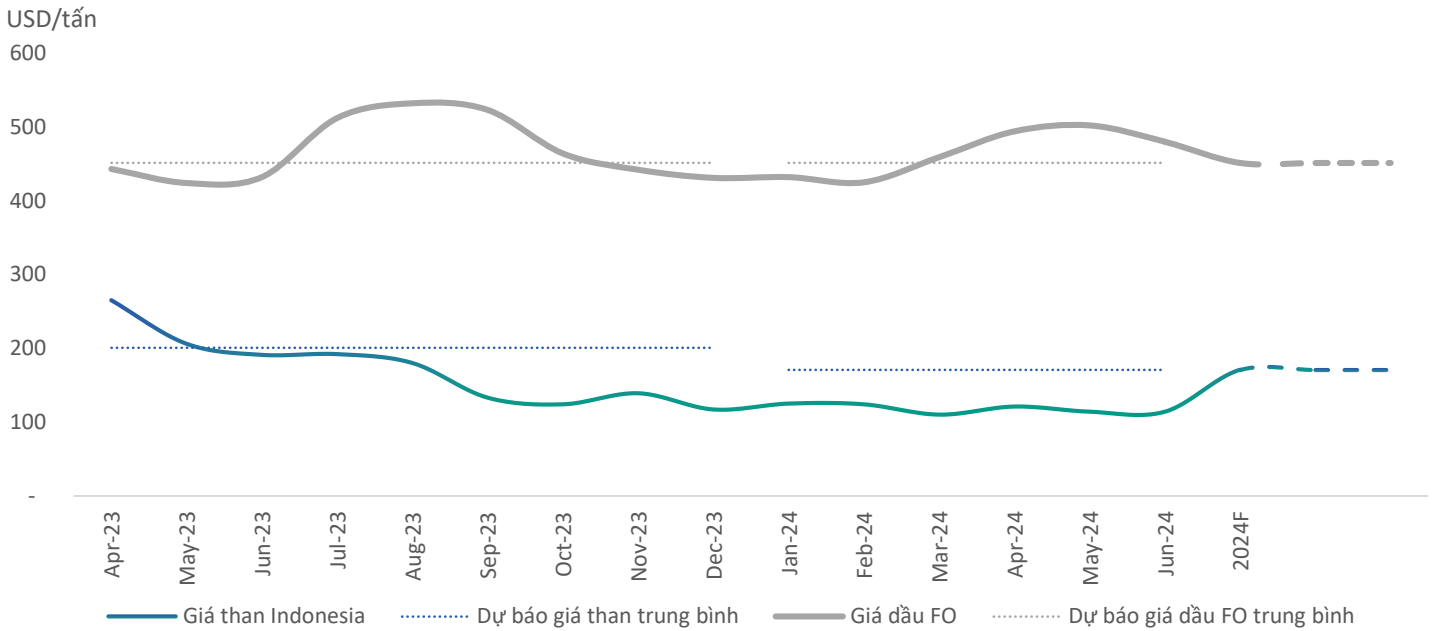


Sản lượng điện nhà máy Vũng Áng 1



Nguồn: POW

Giá than duy trì mức thấp, tốt hơn dự báo và giá dầu FO (tham chiếu giá khí trong nước) vẫn bám sát với dự báo trước đó



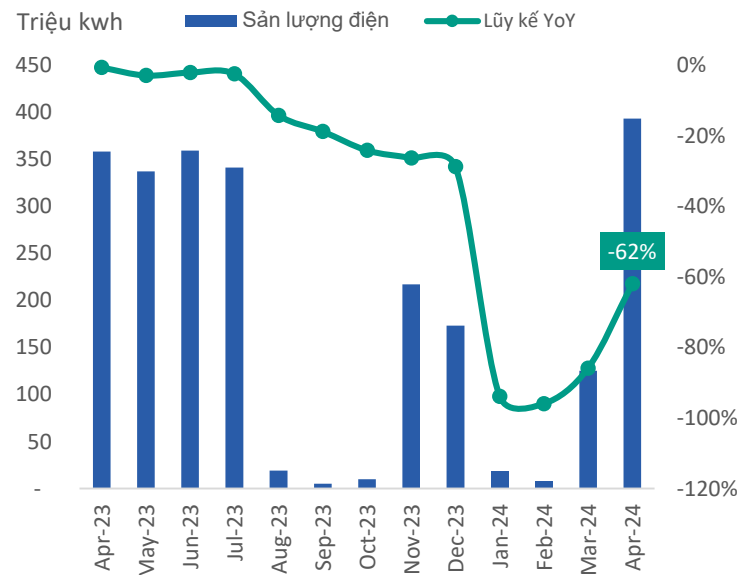
Nguồn: Bloomberg

Các nhà máy điện khí NT1 và NT2 đối mặt với tình trạng thiếu khí

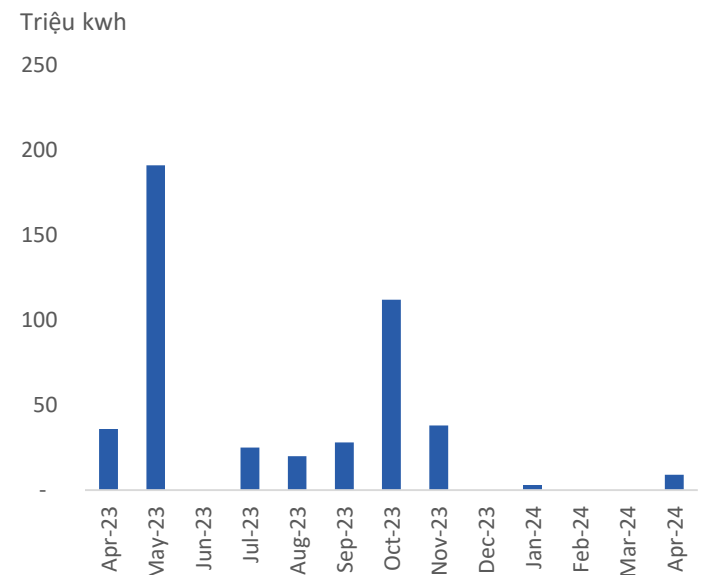
Nguồn cung khí ở các mỏ gần bờ đang suy giảm (tham khảo báo cáo trước) do đó nguồn khí luôn được ưu tiên cho NT2 trước NT1. Sản lượng điện của 2 nhà máy này có thể tăng trong quý 2 và quý 3 để bù đắp phần thiếu hụt của thủy điện.

Trong năm 2024, sản lượng Qc giao cho NT2 là 1,3 tỷ kwh (giảm 60% YoY), chúng tôi kỳ vọng với nhu cầu điện tăng cao và giá điện thị trường hấp dẫn sẽ giúp NT2 có thể phát điện thêm 300 triệu kwh và đạt 1,6 tỷ kwh cho cả năm. Trong năm 2025, các nhà máy điện khí BOT Phú Mỹ 3 và Phú Mỹ 2.2 sẽ hết được bao tiêu khí, từ đó giúp NT2 có thêm nguồn cung khí và hồi phục dần sản lượng điện từ năm 2025 trở đi.

Tổng năm 2024, sản lượng điện nhà máy NT2 tập trung từ tháng 3 đến tháng 8



Sản lượng điện nhà máy NT1

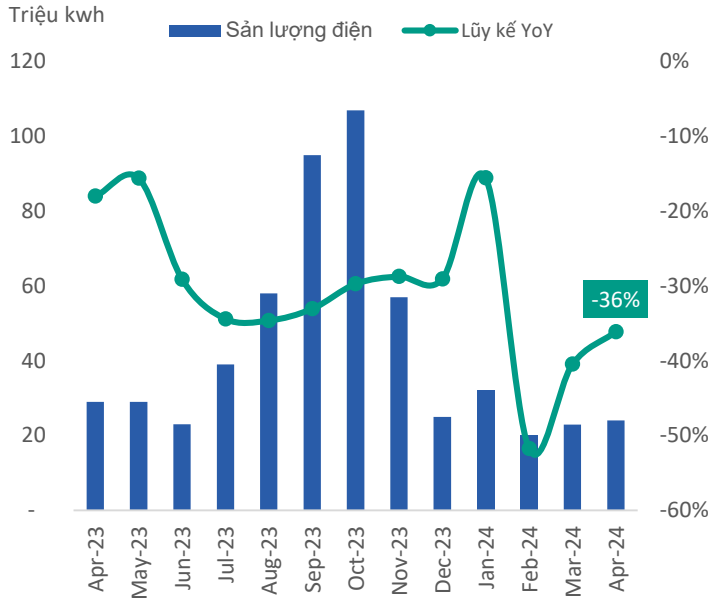


Nguồn: POW

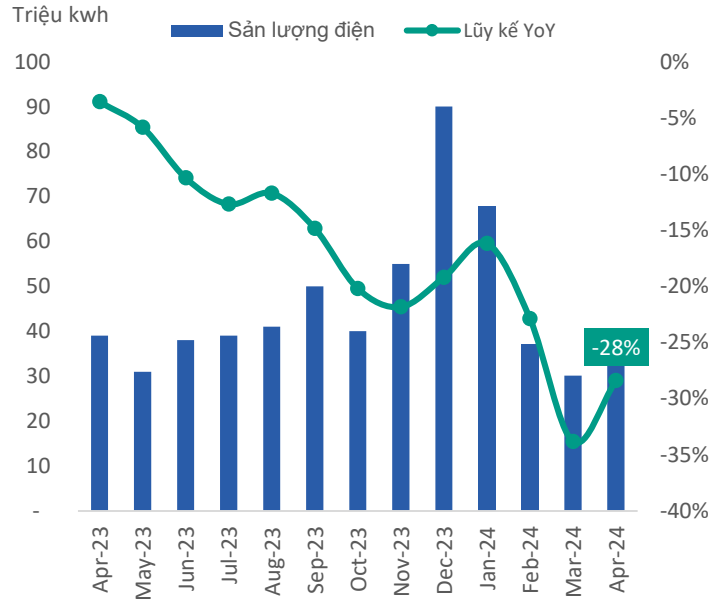
Các nhà máy thủy điện dự kiến phục hồi trong 2H2024

Lũy kế 4 tháng đầu năm, sản lượng điện của HNA và Đakđrinh giảm lần lượt 36% YoY và 28% YoY, tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì dự báo sản lượng nhóm thủy điện sẽ tăng trở lại trong 2H2024 nhờ hiện tượng thời tiết La nina hỗ trợ và cả năm tăng trưởng lần lượt 20% YoY và 10% YoY.

Sản lượng điện nhà máy Hòa Na tập trung vào cuối năm



Sản lượng điện nhà máy Đakđrinh tập trung vào cuối năm



Nguồn: POW

Nhà máy NT3 và NT4 có thể lỗ khoảng 100 – 375 tỷ VND trong năm đầu hoạt động

Theo tính toán của chúng tôi, mức giá trần 2,590 VND/kwh của Bộ Công Thương có thể giúp hài hòa lợi ích các bên với giả định mức giá LNG tối đa nhập về nhà máy là khoảng 12 USD/triệu BTU (đã bao gồm các phụ phí liên quan) với tỷ giá trung bình 25,000 VND/USD (đây là ước tính sơ bộ của chúng tôi).

Với giá LNG dao động phổ biến từ 10 – 14 USD/triệu BTU, giá điện từ NT3 và 4 có thể rơi vào khoảng 2,300 – 2,800 VND/kwh, trong khi giá điện khí trong nước chỉ rơi vào khoảng 2,000 VND/kwh (giá khí khoảng 9.2 – 9.5 USD/ triệu BTU) nên sẽ khó khăn cho NT3 và 4 tham gia thị trường điện cạnh tranh và phụ thuộc vào việc bao tiêu sản lượng của EVN (mua bán trực tiếp).

Các kịch bản giá khí và lợi nhuận của nhà máy Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4

		Giá LNG vận chuyển đến nhà máy (USD/triệu BTU)			
		9	10	11	12 (kịch bản cơ sở)
Lợi nhuận sau thuế NT3 và NT4 (tỷ VND)	2025F	100	29	-174	-375
	2026F	1,633	1,281	930	581

Nguồn: BSC Research ước tính

Nhận bồi thường bảo hiểm khoảng 1,000 tỷ VND sự cố Vũng Áng 1

Vì POW đã trích các chi phí sửa chữa cho Vũng Áng 1 từ các năm trước do đó thu nhập từ bảo hiểm sẽ là khoảng 1,000 tỷ VND. Chúng tôi giả định POW sẽ ghi nhận 500 tỷ VND/năm.

IV. DỰ PHÓNG KQKD 2024

(Tỷ VND)	2023	2024F mới	2025F	%YoY 2024	%YoY 2025	2024 cũ	Dự báo mới/ cũ
Sản lượng điện (triệu kwh)	14,436	16,125	19,869	12%	23%	15,438	4%
Cà Mau 1, 2	5,277	5,767	5,735	9%	-1%	5,255	10%
Vũng Áng 1	4,337	6,766	6,645	56%	-2%	6,476	4%
NT2	2,894	1,614	2,259	-44%	40%	1,614	0%
HNA	588	709	709	20%	0%	709	0%
Đakđrinh	627	690	690	10%	0%	690	0%
NT1	713	579	604	-19%	4%	695	-17%
NT3	-	-	2,420	N/A	N/A	-	
NT4	-	-	807	N/A	N/A	-	
Giá trung bình (VND/kwh)	1,931	1,920	2,065	-1%	8%	1,902	1%
Doanh thu thuần	27,945	31,043	41,111	11%	32%	29,447	5%
- Điện	27,869	30,967	41,035	11%	33%	29,371	5%
Cà Mau 1, 2	10,203	11,358	11,522	11%	1%	10,154	12%
Vũng Áng 1	8,318	12,564	12,518	51%	0%	12,011	5%
NT2	6,383	3,664	5,113	-43%	40%	3,564	3%
HNA	749	860	911	15%	6%	904	-5%
Đakđrinh	726	805	853	11%	6%	806	0%
NT1	1,670	1,560	1,669	-7%	7%	1,776	-12%
NT3	-	0	6,336	N/A	N/A	-	
NT4	-	0	2,112	N/A	N/A	-	
- Tỷ giá	0	155	0			155	
- Khác	76	76	76	0%	0%	76	0%
Lãi gộp	2,184	3,300	3,385	51%	3%	3,148	5%
Doanh thu tài chính	550	1,009	1,025	83%	2%	499	102%
Chi phí tài chính	(680)	(463)	(1,661)	-32%	258%	(378)	23%
- <i>Lãi vay</i>	(498)	(359)	(1,325)	-28%	269%	(359)	0%
Chi phí bán hàng	0	0	0			0	
Chi phí QLDN	(779)	(912)	(1,050)	17%	15%	(870)	5%
Lãi từ HĐKD	1,275	2,934	1,699	130%	-42%	2,399	22%
Lãi/(lỗ) từ LDLK	38	38	38	0%	0%	38	0%
LNTT	1,459	3,048	2,830	109%	-7%	2,513	21%
Thuế	(129)	(326)	(385)	153%	18%	(216)	51%
LNST	1,330	2,722	2,445	105%	-10%	2,297	18%
CĐTS	254	164	174	-36%	6%	162	1%
NPATMI	1,076	2,558	2,271	138%	-11%	2,135	20%
NPATMI điều chỉnh	1,076	2,003	1,871	86%	-7%	1,980	1%
				Thay đổi	Thay đổi		Thay đổi
Biên gộp mảng điện	7.8%	10.1%	7.9%	2.3%	-2.3%	10.2%	0.0%
Tỷ lệ SGA/DT	2.8%	2.9%	2.6%	0.1%	-0.4%	3.0%	0.0%

Nguồn: POW, BSC Research, (*) điều chỉnh loại bỏ doanh thu tỷ giá và thu nhập từ bảo hiểm.

Dự báo 2024

Doanh thu đạt 31,043 tỷ VND (+11% YoY)/ 41,111 tỷ VND (+32% YoY). Sản lượng điện tăng 12% YoY/ 23% YoY nhờ đóng góp chủ yếu:

- **Sản lượng điện nhà máy Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng 1** tăng lần lượt 9% YoY và 56% YoY trong năm 2024 nhờ 1) nhu cầu điện tăng cao, 2) bù đắp phần thiếu hụt của thủy điện, 3) trong kỳ các nhà máy không thực hiện đại tu. Trong năm 2025, sản lượng của các nhà máy này không thay đổi đáng kể vì thời tiết chịu ảnh hưởng của La Nina.
- **Sản lượng nhà máy NT2 và NT1** sụt giảm lần lượt 44% YoY và 19% YoY trong năm 2024 vì nguồn cung ở các mỏ khí gần bờ bị thiếu hụt, cần phải đợi phụ tải tăng cao để phát điện. Tuy nhiên, trong năm 2025, sản lượng điện của NT2 có thể tăng trở lại 2.2 tỷ kwh (+40% YoY) do các nhà máy điện khí BOT không còn được bao tiêu khí.

Doanh thu tài chính đạt 1,000 tỷ mỗi năm, giả định POW ghi nhận 500 tỷ VND trong kỳ.

Chi phí tài chính giảm 32% YoY do môi trường lãi suất hạ nhiệt.

Dẫn đến, **NPATMI 2024 tăng 138% YoY**, nếu loại bỏ doanh thu tỷ giá ở NT2 và thu nhập bảo hiểm Vũng Áng 1, **NPATMI tăng 86% YoY**.

Dự báo 2025

Doanh thu đạt 41,111 tỷ VND (+32% YoY). Sản lượng điện tăng 23% YoY:

- **Sản lượng điện nhà máy Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng 1** không thay đổi đáng kể vì thời tiết chịu ảnh hưởng của La Nina.
- **Sản lượng nhà máy NT2 và NT1:** sản lượng điện của NT2 có thể tăng trở lại 2.2 tỷ kwh (+40% YoY) do các nhà máy điện khí BOT không còn được bao tiêu khí. Nhà máy NT1 không thay đổi đáng kể vì không được ưu tiên về nguồn khí.
- **Sản lượng nhà máy NT3 và NT4** giả định vận hành chính thức từ tháng 3/2025 và tháng 9/2025, đóng góp lần lượt 2,4 tỷ kwh và 807 triệu kwh (giả định hiệu suất của nhà máy trong năm đầu đạt 50% và sẽ cải thiện dần trong các năm sau).

Doanh thu tài chính đạt 1,000 tỷ mỗi năm, giả định POW ghi nhận 500 tỷ VND trong kỳ.

Chi phí tài chính tăng trở lại 258% YoY chủ yếu do dừng vốn hóa lãi vay khi NT3 và NT4 hoạt động trong năm 2025.

Dẫn đến, **NPATMI 2025 giảm 11% YoY**, nếu loại bỏ thu nhập bảo hiểm Vũng Áng 1, **NPATMI giảm 7% YoY**. Chúng tôi sử dụng giả định giá LNG vận chuyển đến nhà máy là 12 USD/triệu BTU dẫn đến nhà máy NT3 và NT4 có thể lỗ 375 tỷ VND trong năm 2025.

So với [báo cáo trước](#), chúng tôi thay đổi một số dự báo sau:

- Sản lượng điện của Cà Mau 1, 2 và Vũng Áng năm 2024 tăng 10% và 4% so với dự báo trước nhờ 1) giá khí đang có xu hướng hạ nhiệt, giá than duy trì mức thấp hơn kỳ vọng trước đó và 2) phụ tải 5 tháng đầu năm tăng trưởng 14%, vượt mức kỳ vọng tăng trưởng 9%.
- Doanh thu tài chính tăng 100%, ở báo cáo trước, chúng tôi có đề cập đến bồi thường bảo hiểm của POW, tuy nhiên, chúng tôi đã không đưa vào định giá vì có rủi ro POW không nhận được số tiền này. Hiện tại, POW đã nhận được thư xác nhận bồi thường từ phía bảo hiểm.
- Chi phí tài chính năm 2024 tăng 23% chủ yếu do tăng lỗ tỷ giá thêm 85 tỷ VND, phòng phân tích vĩ mô của BSC dự báo tỷ giá USD/VND sẽ mất khoảng 3% trong năm 2024.

V. RỦI RO

Rủi ro sự cố bất thường. Nhà máy Vũng Áng 1 bắt đầu sử dụng 100% than trộn (gồm khoảng 30% nhập khẩu, 70% nội địa) từ năm 2023, nhà máy được thiết kế để sử dụng loại than trong nước, khi sử dụng kết hợp với than nhập khẩu – có chất bốc khác nhau, sẽ dễ dẫn đến rủi ro để hư hỏng máy móc hơn.

Hợp đồng PPA của nhà máy NT3 và NT4 không tốt như kỳ vọng. Thông tin quan trọng nhà đầu tư cần chú ý đó là giá công suất trong hợp đồng PPA – giá công suất hợp lý (không quá cao hoặc quá thấp) sẽ giúp nhà máy có lợi nhuận ổn định. Hiện tại, chúng tôi đang kỳ vọng giá công suất của các nhà máy này rơi vào khoảng 600 – 680 VND/kwh.

VI. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi chuyển khuyến nghị từ **MUA** sang **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu năm 2024 là **14,000 VND/CP**, (tiềm năng tăng giá 3% so với giá ngày 10/06/2024).

Phương pháp định giá DCF, gồm có một số giả định như sau:

- Sản lượng điện thương phẩm của công ty năm 2024 tăng 12% YoY nhờ nhà máy Cà Mau 1, 2 Vũng Áng 1 được ưu tiên huy động.
- Chúng tôi ghi nhận doanh thu tỷ giá 155 tỷ VND từ NT2, ghi nhận thu nhập từ bảo hiểm 500 tỷ VND trong năm 2024 và 500 tỷ VND trong năm 2025.
- Nhà máy Nhơn Trạch 3 lùi thời gian vận hành từ tháng 1/2025 sang tháng 2/2025 và Nhơn Trạch 4 lùi từ tháng 6/2025 sang tháng 9/2025.

Bảng 1: Ước tính WACC

Lãi suất phi rủi ro	2.7%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro	16.0%
Chi phí vốn chủ	16.0%
Chi phí lãi vay	6.3%
Tỷ lệ vốn chủ	78%
Tỷ lệ nợ vay	22%
Thuế suất	9%
WACC	13.8%
Terminal Value	0.5%

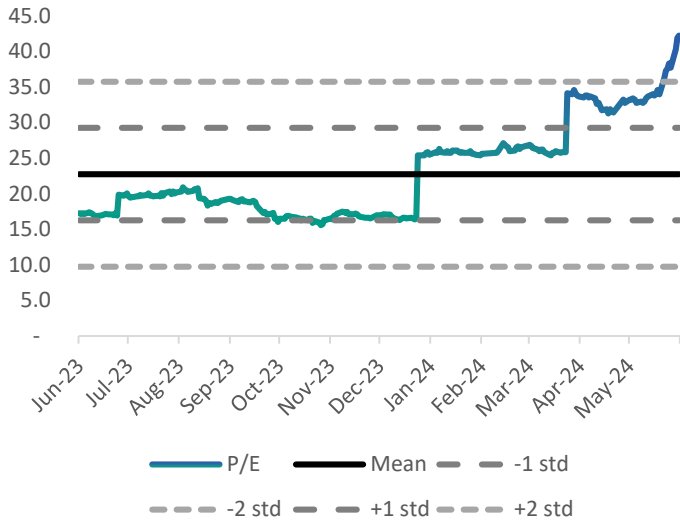
Terminal value	71,618
Giá trị hiện tại của Terminal value	19,685
Giá trị doanh nghiệp	36,532
(+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	10,831
(-) nợ vay	12,679
Cổ phiếu ưu đãi	-
Lợi ích CĐ thiểu số	2,714
Giá trị vốn chủ	32,770
Số lượng cổ phiếu (triệu)	2,341.9

Bảng 2: Dự báo dòng tiền FCFF

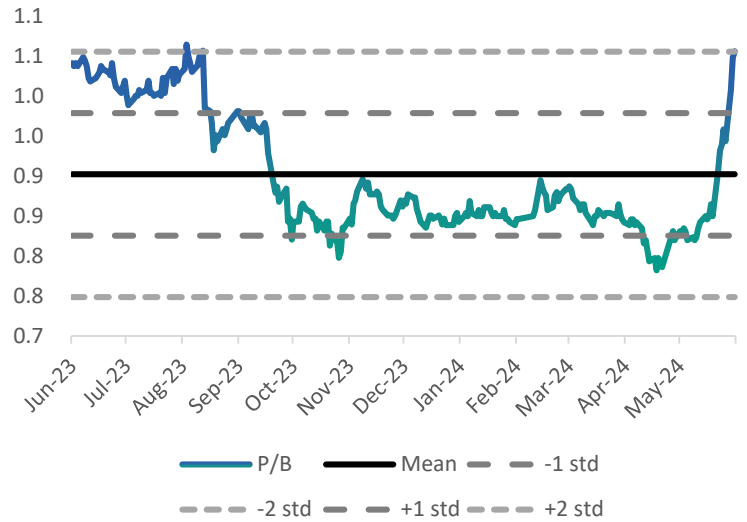
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
EBIT	2,248	3,227	5,661	6,517	6,716	6,912	7,119	7,403	7,845	8,040
Khấu hao	2,747	4,350	4,233	4,120	4,010	3,903	3,800	3,694	3,597	3,502
Thuế	326	385	389	570	704	753	975	1,022	1,132	1,194
Capex	(6,986)	(15,064)	(89)	(91)	(93)	(95)	(97)	(98)	(101)	(104)
Thay đổi VLĐ	670	7,838	3,104	727	617	637	658	628	702	777
FCFF	(2,988)	(15,710)	6,312	9,249	9,313	9,330	9,188	9,349	9,507	9,468
Giá trị hiện tại	(2,626)	(12,134)	4,285	5,518	4,883	4,299	3,721	3,327	2,973	2,602

Nguồn: BSC Research

Stock PE



Stock P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	24,561	28,224	27,945	31,043	41,111
Giá vốn hàng bán	22,021	24,498	25,761	27,743	36,709
Lợi nhuận gộp	2,540	3,726	2,184	3,300	4,401
Chi phí bán hàng	9	0	0	0	0
Chi phí QLDN	131	868	779	912	1,050
Lãi/lỗ HDKD	2,400	2,859	1,405	2,388	3,351
Doanh thu tài chính	690	445	550	1,009	1,025
Chi phí tài chính	653	592	680	463	1,661
Chi phí lãi vay	510	438	498	359	1,325
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	22	53	38	38	38
Lãi/lỗ khác	(120)	44	148	76	76
LN trước thuế	2,339	2,809	1,459	3,048	2,830
Thuế thu nhập DN	287	256	129	326	385
LN sau thuế	2,052	2,553	1,330	2,722	2,445
CĐTS	254	492	254	164	174
LNST-CĐTS	1,799	2,061	1,076	2,558	2,271
EBITDA	5,218	5,668	4,214	5,135	7,702
EPS	768	880	459	1,092	970

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	2,052	2,553	1,330	2,722	2,445
Khấu hao và phân bổ	2,818	2,809	2,809	2,747	4,350
Thay đổi vốn lưu động	3,408	(3,526)	3,004	(670)	(7,838)
Điều chỉnh khác	(3,131)	1,320	(3,886)	0	0
LCTT từ HĐ KD	5,147	3,156	3,257	4,799	(1,044)
Tiền chi mua TSCĐ	(286)	(2,601)	(6,179)	(6,986)	(15,064)
Đầu tư khác	251	340	440	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	563	(3,374)	(6,258)	(6,986)	(15,064)
Tiền chi trả cổ tức	(710)	(199)	(365)	0	0
Tiền từ vay ròng	(3,845)	444	3,604	8,160	11,204
Tiền thu khác	0	(0)	82	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	(4,555)	245	3,321	8,160	11,204
Dòng tiền đầu kỳ	7,070	8,224	8,252	8,571	14,544
Tiền trong kỳ	1,154	28	319	5,973	(4,903)
Dòng tiền cuối kỳ	8,224	8,252	8,571	14,544	9,640

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	18,420	24,925	29,152	33,695	33,767
Tiền & Tương đương tiền	8,224	8,252	8,592	14,544	9,640
Đầu tư ngắn hạn	531	1,650	2,239	2,239	2,239
Phải thu ngắn hạn	5,799	12,538	14,641	13,181	16,705
Hàng tồn kho	1,838	2,086	2,168	2,219	3,671
TS ngắn hạn khác	2,028	400	1,513	1,513	1,513
Tài sản dài hạn	34,557	31,918	41,195	46,085	56,799
Tài sản hữu hình	31,869	29,155	26,401	24,624	50,337
Tài sản dở dang dài hạn	405	936	8,983	15,000	0
Đầu tư dài hạn	828	878	958	958	958
Tài sản dài hạn khác	1,455	950	4,853	5,504	5,504
Tổng Tài sản	52,977	56,843	70,347	79,780	90,566
Tổng nợ ngắn hạn	16,811	18,326	26,261	24,182	21,319
Nợ phải trả	7,240	7,346	15,950	13,871	11,008
Vay ngắn hạn	4,769	5,635	5,500	5,500	5,500
Nợ ngắn hạn khác	4,803	5,344	4,811	4,811	4,811
Tổng nợ dài hạn	5,040	5,236	9,920	18,712	29,916
Vay dài hạn	3,689	3,382	7,179	15,971	27,175
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1,351	1,854	2,741	2,741	2,741
Tổng nợ phải trả	21,852	23,562	36,181	42,894	51,235
Vốn góp	23,419	23,419	23,419	23,418	23,418
Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
LN chưa phân phối	3,010	3,420	3,959	6,517	8,788
Vốn chủ khác	2,209	3,678	4,074	4,074	4,074
Cổ đông thiểu số	2,488	2,765	2,714	2,878	3,051
Tổng vốn chủ sở hữu	31,125	33,281	34,166	36,887	39,331
Tổng nguồn vốn	52,977	56,843	70,347	79,780	90,567
SLCP (triệu)	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT ngắn hạn	1.1	1.4	1.1	1.4	1.6
Hệ số TT nhanh	0.8	1.1	0.9	1.1	1.2
Cơ cấu vốn					
Hệ số Nợ/TTS	41%	41%	51%	54%	57%
Hệ số Nợ/VCSH	70%	71%	106%	116%	130%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Số ngày phải thu	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
Số ngày phải trả	0.3	0.3	0.6	0.5	0.3
CCC	(0.0)	0.1	(0.1)	(0.1)	0.2
Tỉ suất lợi nhuận					
Biên Lợi nhuận gộp	10%	13%	8%	11%	11%
Biên Lợi nhuận ròng	8%	9%	5%	9%	6%
ROE	6.58%	7.93%	3.94%	7.66%	6.42%
ROA	3.83%	4.65%	2.09%	3.63%	2.87%
Định giá					
PE	0.0	0.0	25.2	12.3	13.7
PB	0.0	0.0	1.0	0.9	0.9
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	-17%	15%	-1%	11%	32%
Tăng trưởng EBIT	-23%	14%	-40%	74%	22%
Tăng trưởng LNNT	-19%	20%	-48%	109%	-7%
Tăng trưởng EPS	-24%	15%	-48%	138%	-11%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, MUA chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

