

TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW)

Điện khí – Mảng kinh doanh cốt lõi được củng cố

12/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhv3@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 3/2024 hồi phục tích cực, nhờ hoạt động tài chính tối ưu

Trong Quý 3/2024, POW ghi nhận Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 6,061 tỷ VNĐ (+6.7% YoY) và 453 tỷ VNĐ (+765% YoY), chủ yếu đến từ doanh thu tài chính đạt 411 tỷ VNĐ của khoản lãi tỷ giá chưa thực hiện. Tính riêng cho mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi, điện than Vũng Áng ngừng hoạt động sản xuất để phục vụ hoạt động trùng tu, dẫn tới sản lượng điện than sụt giảm 41%.

Mảng điện khí hồi phục, dự kiến đóng góp 18,394 tỷ VNĐ doanh thu trong 2024

Trong Q3/2024, sản lượng mảng điện khí của POW đạt 2,041 triệu kWh, tăng trưởng tích cực so với mức nền thấp của Q3/23. Dù vậy, sản lượng suy giảm 30% so với quý trước đó cho thấy áp lực cạnh tranh gia tăng tới từ nhóm thủy điện, dự kiến sẽ tiếp tục ảnh hưởng tới sản lượng của NT2 hết năm 2024. Dự kiến sản lượng 2024 đạt 8,637 triệu kWh.

Nhơn Trạch 3&4 hoàn tất các thủ tục pháp lý, sẵn sàng vận hành chạy thử nhà máy và bán điện kể từ 2025

Tính đến quý 4/2024, các vướng mắc của nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4 liên quan đến đàm phán hợp đồng mua bán điện, hợp đồng mua bán khí và thủ tục bàn giao cho thuê đất đều đã được sắp xếp ổn thỏa. Chúng tôi ước tính doanh thu và sản lượng điện khí cả năm đạt 25,126 tỷ VNĐ và 11,309 triệu kWh, với giá định cơ sở cho giá bán điện là 2,436 VNĐ/kWh.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 14,500 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 MUA đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 14,500 VNĐ/cổ phiếu.

MUA DUY TRÌ

Giá mục tiêu	VND14,500
Tổng mức sinh lời (%)	16.9%
Giá hiện tại (11/12/2024)	VND12,400
Giá mục tiêu thị trường	VND13,700
Vốn hóa thị trường	29.2/1.1
(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)	67.6/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	3.8%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (79.94%)

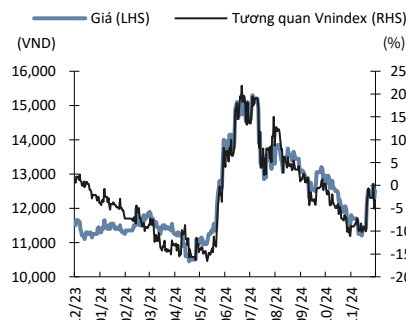
Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	5.9	-4.6	-7.7	8.2
Tương đối	5.4	-4.1	-6.5	-4.3

Dự phóng KQKD & định giá

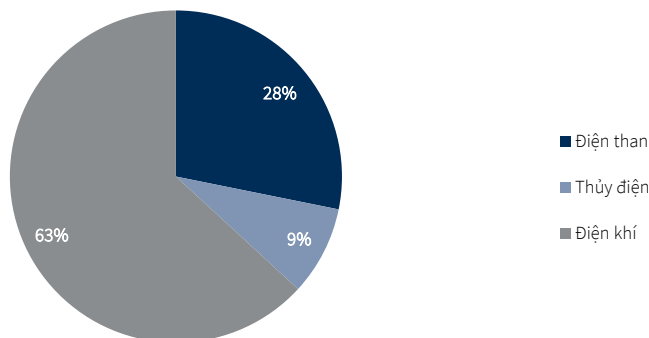
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	28,224	28,329	30,254	37,585
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,858	1,436	1,689	1,861
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VNĐ)	2,061	1,038	1,431	1,139
EPS (VNĐ)	871	443	611	486
Tăng trưởng EPS (%)	15.1	-49.0	38.0	-20.0
P/E (x)	15.0	29.6	21.4	27.0
P/B (x)	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE (%)	7.7	3.8	4.7	3.6
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



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. NT2 vẫn sẽ được ưu tiên huy động nhờ giá bán điện thấp hơn, qua đó sẽ giúp sản lượng huy động dự kiến 2025 đạt 3.1 tỷ kWh.

Động lực tăng trưởng đóng góp bởi Nhơn Trạch 3&4. Là dự án tiên phong cho việc ký kết hợp đồng mua bán PPA và GSA, Nhơn Trạch 3&4 sẽ hưởng lợi trong việc tăng huy động.

Các nhà máy điện than tăng trưởng đồng pha với tiêu thụ điện. Sau giai đoạn trùng tu, dự kiến doanh thu nhà máy Vũng Áng sẽ hồi phục tích cực từ Q4/24 và ghi nhận doanh thu năm 2025 đạt 10,506 tỷ VND.

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

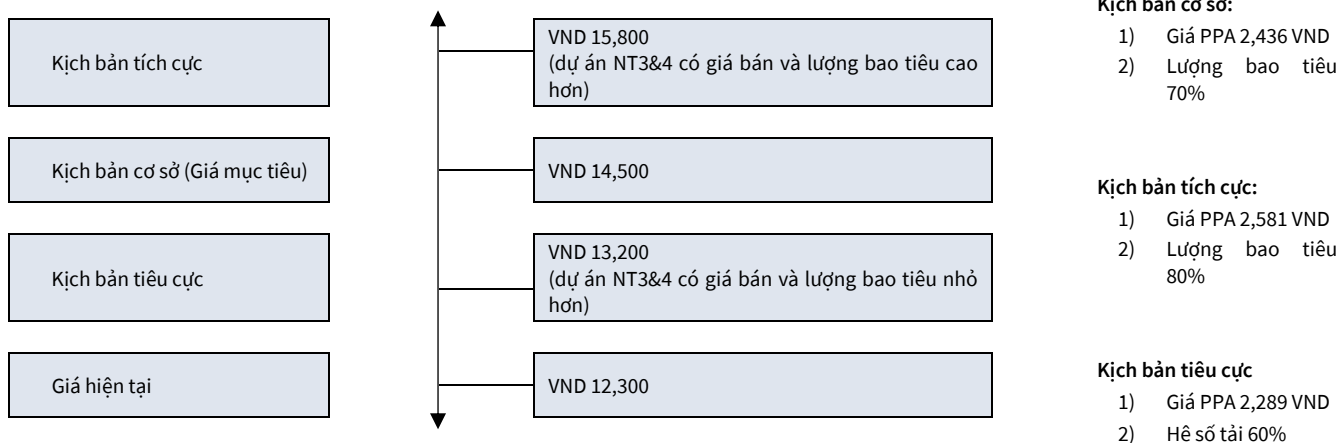
Dự phóng kết quả kinh doanh

(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	30,254	37,585	0%	-11%	31,430	43,102	-4%	-13%
EBIT	2,124	2,426	-10%	-21%	1,802	3,173	18%	-24%
LNST công ty mẹ	1,431	1,139	-8%	-20%	1,243	2,279	15%	-50%

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 3/2024 hồi phục mạnh so với cùng kỳ lần lượt +6.7% YoY và 765.3% YoY

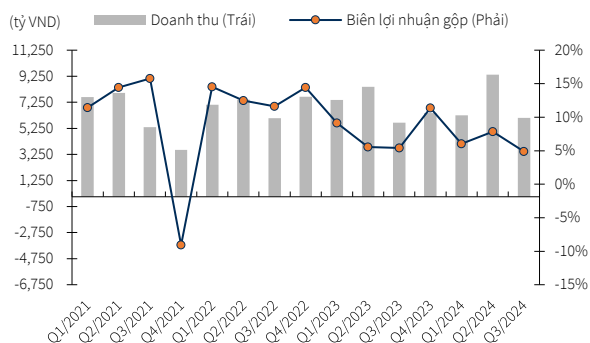
Trong Quý 3/2024, POW ghi nhận Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 6,061 tỷ VNĐ (+6.7% YoY) và 453.26 tỷ VNĐ (+765.3% YoY). Doanh thu Q3 sụt giảm 36% QoQ so với mức nền cao thiết lập trong Q2 là bởi tổng sản lượng nhiệt điện huy động suy giảm do thủy điện tăng cường phát điện. Cụ thể, Cà Mau 1&2 ghi nhận mức sụt giảm thấp nhất, đạt 1.2 tỷ kWh (17% YoY/-30% QoQ), trong khi điện than Vũng Áng do bước vào giai đoạn trùng tu (từ ngày 15/08 đến 04/10) nên ghi nhận mức sụt giảm lớn nhất là 67.5% QoQ, đạt 602.9 tỷ kWh. Sản lượng điện Q3/24 của Nhơn Trạch 2 hồi phục rõ rệt so với sản lượng cùng kì Q3 nhờ giá khí và sản lượng cung cấp duy trì ổn định.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Q3/2024

(tỷ VNĐ)	Q3/2023	Q3/2024	+/-%YoY	9M2023	9M2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	5,679	6,061	7%	22,692	21,582	-5%	
Nhiệt điện khí	3,274	4,393	34%	14,635	13,020	-11%	
Nhiệt điện than	1,967	1,460	-26%	7,050	7,822	11%	
Thủy điện	329	411	25%	929	830	-11%	
Sản lượng điện	2,806	3,042	8%	11,146	11,417	2%	
Nhiệt điện khí	1,454	2,041	40%	7,170	6,437	-10%	Sản lượng phát điện 9M/24 đạt 6,436 triệu kWh, giảm 10.2% YoY. Sản lượng điện khí riêng Q3/24 cao hơn so với mức nền thấp cùng kì nhờ nguồn cung khí được bảo đảm.
Nhiệt điện than	1,030	603	-41%	3,138	4,169	33%	Thủy điện được tăng cường huy động trong Q3 khiến cho điện than giảm tỷ trọng đóng góp, giai đoạn trùng tu của nhiệt điện Vũng Áng cũng ảnh hưởng tới sản lượng phát điện.
Thủy điện	322	398	24%	838	811	-3%	Sản lượng điện được tăng cường nhờ lưu lượng về hồ nhiều hơn, giúp cải thiện hiệu suất phát điện. Mức nước hồ duy trì ở mức cao hơn so với cùng kì.
Giá bán điện trung bình	2,024	1,992	-2%	2,036	1,890	-7%	
Nhiệt điện khí	2,252	2,152	-4%	2,041	2,023	-1%	
Nhiệt điện than	1,910	2,421	27%	2,247	1,876	-17%	Giá bán điện thường cao hơn trong giai đoạn nhà máy trung tu bởi sự khác nhau giữa sản lượng dự kiến huy động và thực tế huy động giúp cho nhà máy nhận về doanh thu phát điện với giá vốn 0 đồng.
Thủy điện	1,022	1,033	1%	1,109	1,023	-8%	
Lợi nhuận gộp	307	296	-4%	1,455	1,408	-3%	Chủ yếu do sản lượng điện huy động thấp của Vũng Áng 1 do trùng tu.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	5.4%	4.9%	-0.5 ppts	6.4%	6.5%	0.1 ppts	
Thu nhập tài chính	139	411	196%	386	616	60%	Chủ yếu bởi ghi nhận khoản lãi tỷ giá chưa thực hiện giá trị 225 tỷ VNĐ, so với hơn -4.4 tỷ VNĐ của cùng kì. Khoản lãi phát sinh từ điều chỉnh tỷ giá khoản phải trả từ hợp đồng mua khí với PVN.
Chi phí tài chính	213	-3	-101%	489	357	-27%	Chi phí tài chính giảm nhờ hoàn nhập chi phí lỗ tỷ giá trích lập tại Q2/24.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0	0%	13	1	-92%	
SG&A	149	169	13%	482	480	0%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	158	127	-20%	972	927	-5%	
Thu nhập khác	-6	-2	-67%	-9	-6	-33%	
Lợi nhuận trước thuế	82	547	567%	1,011	1,267	25%	Chủ yếu do tăng/giảm doanh thu tài chính/chi phí tài chính ghi nhận 1 lần trong Q3/24.
Lợi nhuận sau thuế	52	453	771%	883	1,110	26%	
LNST công ty mẹ	83	396	377%	743	1,066	43%	
<i>Biên LNST</i>	0.9%	7.5%	6.6 ppts	3.9%	5.1%	1.2 ppts	

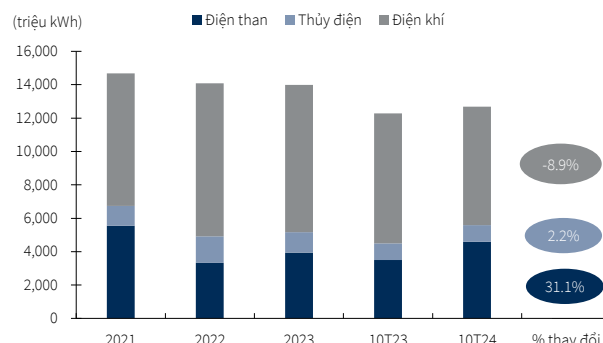
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh POW, 2021-2024



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 3. Sản lượng điện thương phẩm của POW, 2021-2024



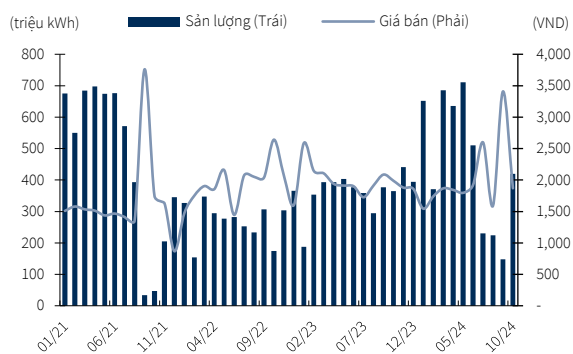
Nguồn: POW, KBSV

Nhiệt điện than: Duy trì công suất vận hành ổn định sang năm 2025

Trong quý 3, nhiệt điện Vũng Áng đã bước vào giai đoạn trung tu từ ngày 15/08/2024 đến 17/10/2024, hoàn thành sớm 2 tuần so với dự kiến ban đầu và khiến cho sản lượng huy động trong Q3/24 ở mức trung bình thấp 201 triệu kWh/tháng (-41% YoY) và hồi phục trong tháng 10 đạt 419 tỷ kWh (+15% YoY). Trong quý cuối năm 2024, xu hướng tăng huy động của điện than sẽ trở lại do mùa mưa kết thúc tại khu vực phía Bắc và Bắc Trung Bộ, trong khi lượng mưa dồn tập trung tại khu vực Nam Trung Bộ. Các nhà máy điện than ở khu vực Bắc Trung Bộ như Vũng Áng sẽ gặp ít cạnh tranh với nguồn phát thủy điện tại khu vực nên sản lượng sẽ hồi phục và duy trì tích cực đến hết 2024. Theo đó chúng tôi dự báo doanh thu và sản lượng Q4/24 lần lượt còn 2,730 tỷ VND và 1,269 triệu kWh, tương ứng cho cả năm lần lượt là 10,552 tỷ VND (+23% YoY) và 5,465 triệu kWh (+26% YoY).

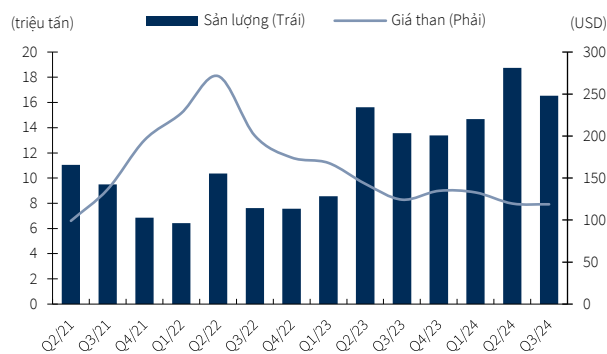
Theo Bộ Công thương, sản lượng tiêu thụ điện trong năm 2025 dự kiến tăng trưởng thấp nhất 11-12% (lên tới 15% trong mùa khô) so với 2024, với 2 nguồn huy động chính là thủy điện và điện than sẽ tiếp tục đóng vai trò cung cấp chính trong tổng sản lượng. Do pha thời tiết La Nina sẽ tiếp tục kéo dài đến hết Q1/2025 và hỗ trợ sản lượng huy động từ thủy điện, sản lượng huy động của điện than sẽ tăng trưởng chậm lại so với mức nền cao của nửa đầu năm 2024. Từ nửa cuối năm, kì vọng tỷ trọng đóng góp thủy điện sụt giảm sẽ tạo cơ hội tăng huy động cho điện than, nhờ vậy duy trì sản lượng phát điện bằng nửa đầu năm. 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. Sản lượng huy động dự kiến của POW trong năm 2025 đạt 5,316 tỷ kWh (-2.7% YoY), tuy nhiên nhờ tỷ trọng tham gia thấp hơn tại thị trường giao ngay khiến mức giảm doanh thu ít hơn, đạt 10,459 tỷ VND (-1% YoY).

Biểu đồ 4. Diễn biến sản lượng và giá bán của nhiệt điện Vũng Áng 10T/24



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 5. Diễn biến sản lượng và giá than nhập khẩu đến Q3/24



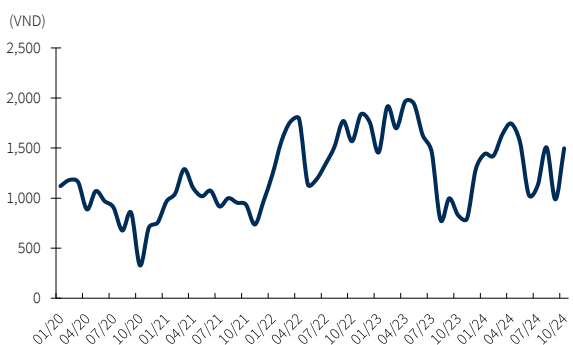
Nguồn: Tổng cục hải quan, KBSV

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 7). 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 tần suất mưa thường xuyên hơn, giúp cải thiện lưu lượng về hồ. Trong Q3/24, lượng mưa trung bình tháng đo tại trạm Hòa Na (Nghệ An) đạt 290mm (+15% YoY) và dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong Q4/24, qua đó đem về sản lượng 2024 ước đạt 615 triệu kWh (+4.6% YoY) (Biểu đồ 8). Tại Quảng Ngãi, lượng mưa tháng 11 đạt 356 mm, cao hơn 68% lượng mưa trung bình tháng của Q3/24 (Biểu đồ 9) sẽ giúp cho sản lượng điện Q4/24 bật tăng, nhờ vậy ước tính sản lượng điện cả năm đạt mốc 602 triệu kWh (-3.98% YoY). Doanh thu dự kiến của thủy điện Hòa Na và Đắkdrinh lần lượt đạt 666 tỷ VND và 613 tỷ VND.

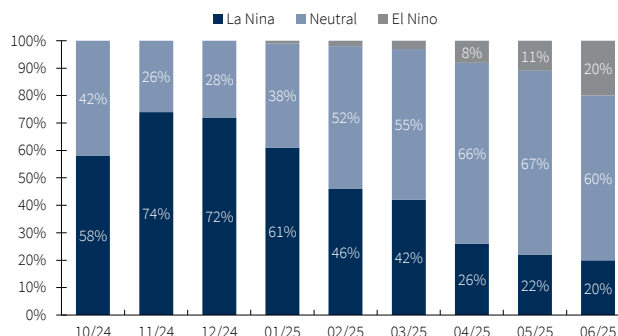
Trong Q4/24, POW thông qua công ty con là CTCP Thủy điện Hòa Na đã hoàn tất thương vụ mua lại thủy điện Nậm Nơn (20MW) với giá trị gần 700 tỷ VND, qua đó nâng tổng công suất thủy điện của POW lên 325 MW. Dự kiến nhà máy sẽ xong thủ tục chuyển giao trong quý IV năm 2024, bắt đầu ghi nhận doanh thu cho HNA với sản lượng trung bình năm ước đạt 89 triệu kWh, tăng 7.5% sản lượng hiện tại của doanh nghiệp. Trong năm 2025, dự kiến doanh thu và sản lượng điện đóng góp của mảng thủy điện lần lượt đạt 1,385 tỷ VND (+11% YoY) và 1,325 triệu kWh (+12% YoY).

Biểu đồ 6. Diễn biến giá FMP



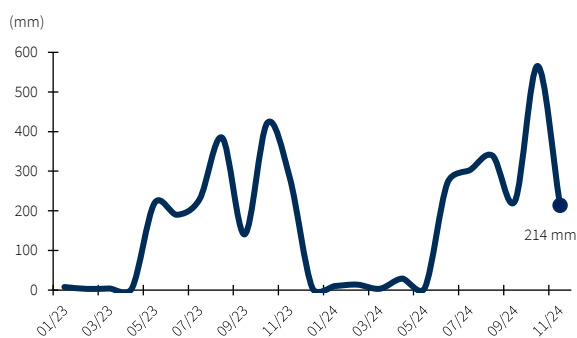
Nguồn: Genco 3, KBSV

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



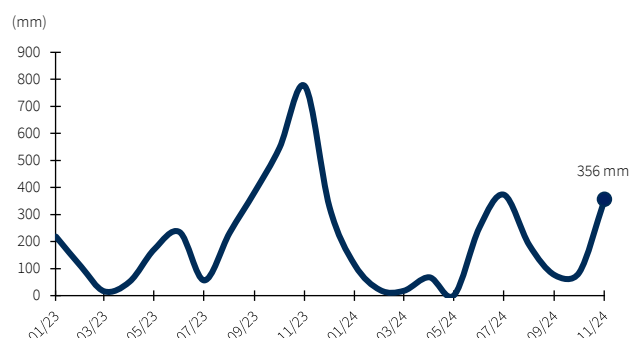
Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 8. Quan trắc lượng mưa tại Nghệ An



Nguồn: Vrain, KBSV

Biểu đồ 9. Quan trắc lượng mưa tại Quảng Ngãi



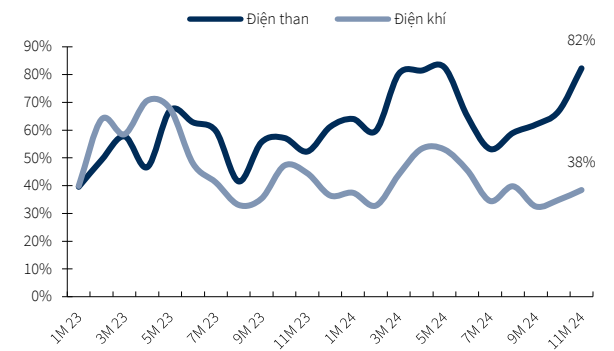
Nguồn: Vrain, KBSV

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

Cho Q4/24, chúng tôi duy trì quan điểm nhà máy NT1&2 sẽ được duy trì hoạt động nhờ sở hữu hợp đồng GSA còn hiệu lực với PVGAS để mua khí nội địa giá rẻ, giúp giảm bớt áp lực cạnh tranh huy động với các nhà máy điện khí khác hết hợp đồng mua bán điện (như Phú Mỹ 3, Phú Mỹ 2.2) và sử dụng khí LNG làm đầu vào có giá cao (như Nhơn Trạch 3&4). 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 Q4/24 đạt 926 triệu kWh (+67% YoY), nâng sản lượng cả năm 2024 đạt 3,064 triệu kWh (-15% YoY). Đối với nhiệt điện Cà Mau 1&2, chúng tôi đánh giá triển vọng huy động sản lượng khả quan hơn, sản lượng Q4/24 tăng 15% 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 8,637 triệu kWh (-2.3% YoY), doanh thu đạt 18,361 tỷ đồng (-6.0% YoY).

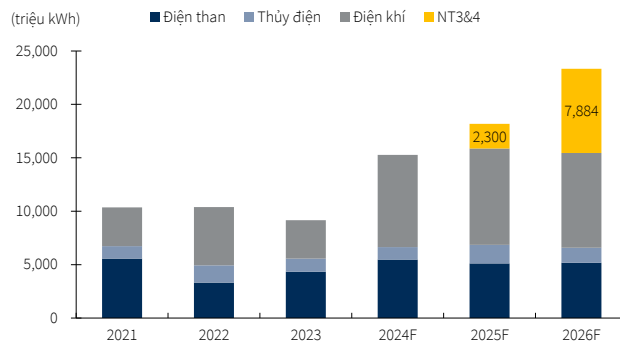
Tính đến quý 4/2024, các vướng mắc của nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4 liên quan đến đàm phán hợp đồng mua bán điện, hợp đồng mua bán khí và thủ tục bàn giao cho thuê đất đều đã được sắp xếp ổn thỏa. Nhìn chung kế hoạch đưa tổ máy Nhơn Trạch 3 vào vận hành trong tháng 6/2025 trễ hơn dự báo trước đó của chúng tôi là Q1/25 do tiến độ hoàn thành xây dựng các đường dây và trạm biến áp cần thêm thời gian để đưa vào sử dụng. Theo POW, Qc dự kiến trong năm 2025 là 35% (~70% cho vận hành cả năm của dự án NT3), do đó chúng tôi ước tính doanh thu và sản lượng điện khí cả năm đạt 25,126 tỷ VND và 11,309 triệu kWh, với giả định cơ sở cho giá bán điện là 2,436 VND/kWh. Chúng tôi dự kiến nhà máy sẽ ghi nhận lỗ trong những năm đầu hoạt động đến khi sản lượng bao tiêu sẽ tăng dần lên mức 75% vào năm 2027 thì sẽ đạt mức hòa vốn. Đối với dự án Nhơn Trạch 4, dự kiến sẽ đưa vào chạy thử trong tháng 4/2025 và vận hành thương mại trong tháng 9/2025.

Biểu đồ 10. Diễn biến Pmax/P lắp đặt 2023-11T2024 (%)



Nguồn: NSMO, KBSV

Biểu đồ 11. Sản lượng điện của POW khi NT3&4 vận hành



Nguồn: POW, KBSV

DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

Bảng 12. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	28,329	30,254	7%	37,585	24%	
Nhiệt điện khí	19,539	18,394	-6%	25,694	40%	
Nhiệt điện than	8,575	10,614	24%	10,506	-1%	
Thủy điện	1,366	1,246	-9%	1,385	11%	
Sản lượng điện	14,388	15,286	6%	18,206	19%	
Nhiệt điện khí	8,836	8,637	-2%	11,565	34%	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 70% công suất. Điều chỉnh giảm sản lượng điện khí so với dự phóng trước do NT3 lùi thời gian vận hành 1 quý so với dự kiến và giảm sản lượng của NT2 do kì vọng chưa sử dụng nguồn khí LNG bổ sung công suất.
Nhiệt điện than	4,337	5,465	26%	5,316	-3%	2024: Thúc đẩy bởi dự án nhà máy Vũng Áng sẽ tăng cường công suất cả năm đạt 55%. 2025: Điện than duy trì công suất 52% ổn định cho cả năm.
Thủy điện	1,215	1,184	-3%	1,325	12%	2024: Công suất huy động của Hòa Na và Đắk Đrinh lần lượt đạt 37% và 55%. 2025: Sản lượng phát điện được bổ sung bởi dự án thủy điện Năm Nơn (20MW).
Giá bán điện trung bình	1,969	1,979	1%	2,064	4%	Dự báo giá CGM toàn ngành cao hơn do kì 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	2,130	-4%	2,222	4%	
Nhiệt điện than	1,977	1,942	-2%	1,976	2%	
Thủy điện	1,124	1,052	-6%	1,045	-1%	
Lợi nhuận gộp	2,704	2,597	-4%	2,989	15%	2025: Điều chỉnh giảm LNG so với dự phóng trước do sản lượng phát điện của NT2 và NT3 giảm. 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.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	9.5%	8.6%	-0.9 ppts	8.0%	-0.6 ppts	2025: Giá định doanh nghiệp ghi nhận mức lãi tỷ giá thấp hơn do giảm các khoản phải trả.
Thu nhập tài chính	544	666	22%	538	-19%	2025: Chi phí lãi vay tăng mạnh do NT3 đi vào vận hành khiến chi phí lãi vay hạch toán trên KQKD.
Chi phí tài chính	730	896	23%	1,456	63%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	53	0	-100%	0	0%	2025: Chi phí vận hành tăng mạnh do NT3 đi vào vận hành.
SG&A	1,268	908	-28%	1,128	24%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,436	1,689	18%	1,861	10%	
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	1,894	31%	1,508	-20%	
Lợi nhuận sau thuế	1,283	1,667	30%	1,327	-20%	
LNST công ty mẹ	1,038	1,431	38%	1,139	-20%	
<i>Biên LNST</i>	4.5%	5.5%	1.0 ppts	2.4%	-3.1 ppts	2025: Biên lợi nhuận suy giảm do NT3 dự kiến đem về lỗ ròng trong năm 2025

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 14,500 VND/cổ phiếu

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 MUA với mức giá mục tiêu 14,500 VND/cổ phiếu, tương ứng upside 16% so với giá đóng cửa ngày 11/12/2024. Hệ số mục tiêu EV/EBITDA nâng ở mức 8 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm giai đoạn 2019-2024 để phản ánh lợi thế của doanh nghiệp trong việc tiên phong đưa nhà máy điện khí LNG vào hoạt động.

Bảng 13. Định giá EV/EBITDA

(tỷ VND)	Giá trị
EBITDA 2025F	4,918
EV/EBITDA mục tiêu	8
Tổng giá trị	39,344
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn	15,758
(-) Vay nợ ròng	-19,961
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-2,658
Giá trị VCSH	32,483
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2,342
Giá trị cổ phiếu (VND)	13,870

Nguồn: KBSV

Bảng 14. Định giá SOTP

(tỷ VND)	Phương pháp	Giá trị của POW
Cà Mau 1&2	DCF	5,515
Nhơn Trạch 1	DCF	754
Nhơn Trạch 2	DCF	2,641
Hóa Na	DCF	3,859
Đakdrinh	DCF	3,764
Vũng Áng 1	DCF	15,360
Nhơn Trạch 3	DCF	4,811
Nhơn Trạch 4	DCF	5,395
Tổng giá trị		42,099
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn		15,758
(-) Vay nợ ròng		-19,961
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		-2,658
Giá trị VCSH		35,238
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)		2,341.90
Giá trị cổ phiếu (VND)		15,047

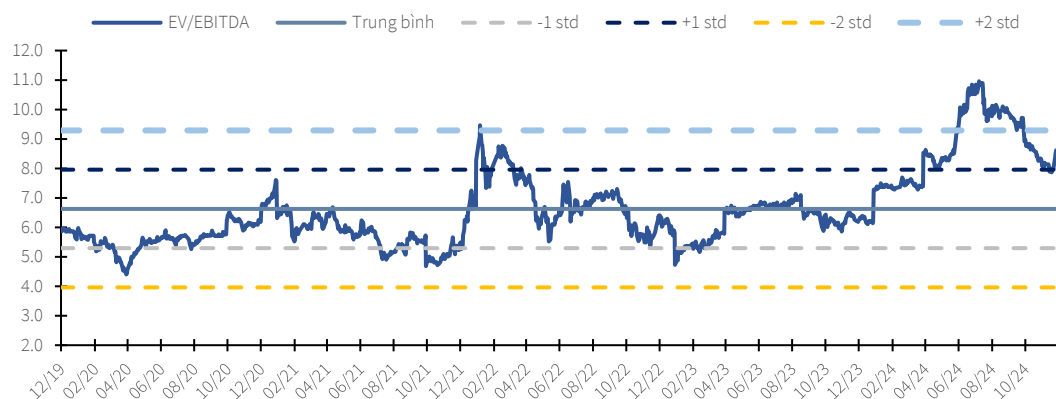
Nguồn: KBSV

Bảng 15. Tổng hợp định giá POW

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
SOTP	15,047	50%	7,524
EV/EBITDA (8x)	13,870	50%	6,935
Giá mục tiêu (làm tròn)			14,500
Giá hiện tại (11/12/2024)			12,400
Upside			16.9%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 16. Diễn biến EV/EBITDA của POW



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 17. Phân tích độ nhạy theo giá bán điện và tỷ lệ bao tiêu

		Tỷ lệ bao tiêu				
		60%	65%	70%	75%	80%
% thay đổi giá bán điện (Giá cơ sở: 2,436 VND)	-6%	7.3%	8.1%	9.7%	10.5%	11.3%
	-3%	11.3%	12.9%	14.5%	15.3%	16.9%
	0%	13.7%	15.3%	16.9%	18.5%	20.2%
	3%	15.3%	16.9%	18.5%	21.0%	22.6%
	6%	16.9%	19.4%	21.0%	23.4%	25.0%

Nguồn: KBSV ước tính

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@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.