

**TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ-PVPOWER**

**XẾP HẠNG 12 THÁNG**

**MUA**

Giá đóng cửa 27/2/2025	₫12.000
Giá mục tiêu 12 tháng	₫14.100
Lợi nhuận kỳ vọng	17,5%

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Mã giao dịch	<b>HSX: POW</b>
KLGD TB 52 tuần (trcp)	<b>8,18</b>
GTGD TB 52 tuần (tỷ vnd)	105,48
Khối lượng lưu hành (trcp)	2.341,90
Biên độ 52 tuần	10.450 đ - 15.300 đ
Vốn hóa (tỷ VND)	28.688
Beta	0.89

**Trong Q4.2024, sản lượng điện tăng mạnh 41% và doanh thu tăng 25% so với cùng kỳ. Tuy nhiên chi phí tăng cao hơn khiến lỗ hoạt động kinh doanh 164 tỷ đồng.**

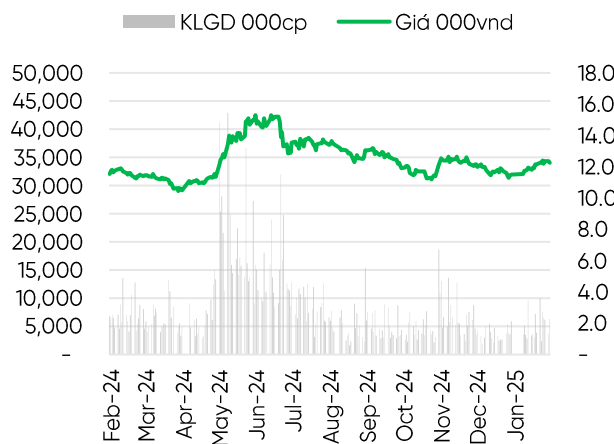
- **Sản lượng điện Q4.2024 đạt 4.656 trkwh, tăng 41% yoy:** nhờ sản lượng điện nhà máy Vũng Áng 1, Cà Mau 12 đều tăng mạnh 40% và 46% yoy, đặc biệt nhà máy NT2 tăng 104% so với nền thấp cùng kỳ 2023. Tuy vậy, lũy kế cả năm sản lượng đạt 16.076 tr kwh, bằng 96% cùng kỳ 2023 và đạt 96% kế hoạch năm.
- **Doanh thu Q4 tăng 25%, lũy kế cả năm tăng 6,5%:** Doanh thu đạt 8.493 tỷ đồng, tăng chậm hơn so với sản lượng cho thấy giá bán ở mức thấp hơn. Lũy kế cả năm doanh thu đạt 30.180 tỷ đồng (+6,5% yoy). Do giá vốn hàng bán tăng nhanh hơn, Lợi nhuận gộp Q4 đạt 540 tỷ đồng (-57% yoy), biên lãi gộp giảm về 6,4% so với mức 18,4% cùng kỳ 2023. Lũy kế năm, Lãi gộp đạt 1.948 tỷ đồng (-28% yoy).
- **Lợi nhuận trước thuế Q4 đạt 235 tỷ đồng (-42% yoy):** do chi phí giá vốn, và tài chính tăng mạnh trong Q4, hoạt động kinh doanh thuần lỗ 164 tỷ đồng. Nhờ thu nhập khác (1.106 tỷ đồng từ bảo hiểm gián đoạn nhà máy Vũng Áng 1), lợi nhuận trước thuế đạt 250 tỷ đồng, (-42% yoy). Lũy kế cả năm, Lợi nhuận trước thuế đạt 1.518 tỷ đồng, tăng nhẹ 5,3% yoy và đạt 152% kế hoạch cả năm.
- **Tổng tài sản cuối năm đạt 81.281 tỷ đồng, tăng 15,5%:** trong đó tài sản ngắn hạn tăng 4%, tập trung ở khoản Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính. Tài sản dài hạn tăng 24% và tập trung ở Chi phí cơ bản dở dang với 19.743 tỷ đồng (+119% so với đầu năm).
- **Dự án NMDK Nhơn Trạch 3&4 tiến độ tổng thể đạt 95%:** đến cuối T1.2025, nhà máy đạt 95% tiến độ tổng thể. Nhà máy NT3 đã thực hiện đốt lửa lần đầu vào ngày 11/1/2025 và hòa lưới điện quốc gia vào ngày 5/2, dự kiến sẽ hoạt động thương mại từ tháng 7/2025.

**Trong năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng điện có thể đạt 19.000 trkwh (+ 18,2%) nhờ nhu cầu điện tiếp tục tăng và nhà máy NT3&4 sẽ đi vào hoạt động thương mại. Doanh thu và Lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 37.550 tỷ đồng và 846 tỷ đồng. Lợi nhuận suy giảm do ảnh hưởng khi nhà máy NT3&4 mới đi vào hoạt động, các chi phí tài chính và khấu hao ở mức rất cao.**

**Định giá cổ phiếu:**

Kết hợp định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp FCFF và so sánh EV/EBITDA, giá trị cổ phiếu POW được xác định ở mức 14.100 đồng/cổ phần, cao hơn 17,5% so với thị giá hiện tại.

**BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU POW**



**CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

Đơn vị: Tỷ đồng

Chỉ tiêu	Q4.2023	Q4.2024	2023	2024
Doanh thu	6,796	8,493	28,329	30,180
Tăng trưởng DT	-11.4%	25.0%	0.4%	6.5%
Lợi nhuận gộp	1,249	540	2,704	1,948
Lợi nhuận TT	431	250	1,442	1,518
Tăng trưởng LNTT	-51%	-42%	-49%	5%
Lợi nhuận sau thuế	400	235	1,283	1,347
EBIT	605	367	2,007	1,899
EBITDA	605	1,074	4,816	4,717
Tài sản ngắn hạn	29,152	30,171	32,529	29,358
Tài sản dài hạn	41,195	51,110	48,391	55,878
Tổng tài sản	70,347	81,281	80,920	85,237
Nợ phải trả	36,181	46,675	46,774	49,844
Vốn chủ sở hữu	34,166	34,607	34,145	35,393
D/E	1.06	1.35	1.06	1.35
EPS	126	79	443	535
BVPS	13,430	13,626	13,415	13,626

Nguồn: BCTC POW, VPBankS Research tổng hợp

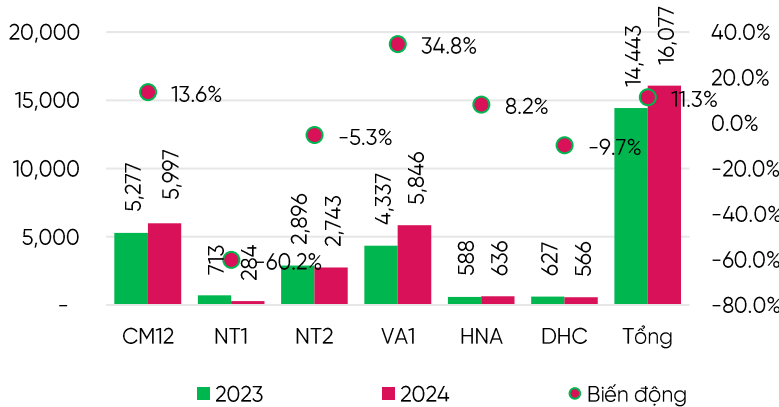
**Chuyên viên phân tích**

Chu Thế Huỳnh

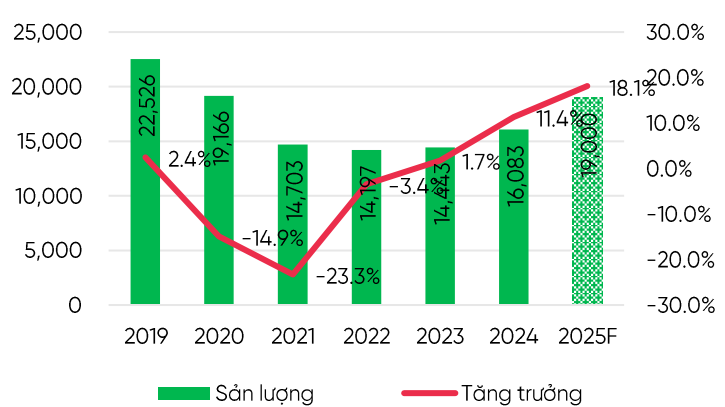
[Huynhct@vpbanks.com.vn](mailto:Huynhct@vpbanks.com.vn)

SẢN LƯỢNG ĐIỆN ĐÃ HỒI PHỤC TỐT TRONG Q4.2024

Sản lượng điện sx của các nhà máy



Sản lượng điện sản xuất hàng năm của POW



Nguồn: BCTC POW, VPBankS Research tổng hợp

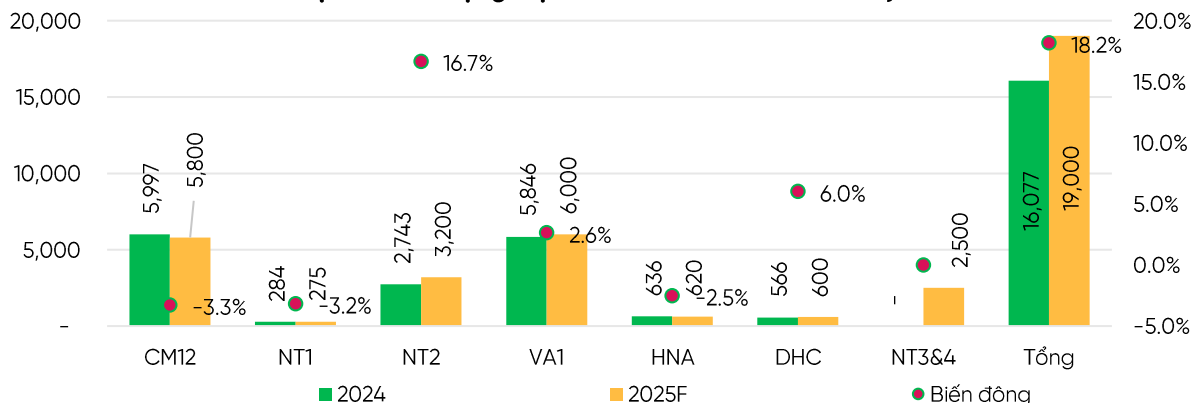
Sản lượng điện Q4 tăng 41% YoY. Tuy vậy, lũy kế cả năm giảm nhẹ 4%.

- Sản lượng điện trong Q4 đạt 4.656 trkwh, tăng 41% so với cùng kỳ 2023: nhờ sản lượng điện nhà máy Vũng Áng 1, Cà Mau 12 đều tăng mạnh 40% và 46% yoy, đặc biệt nhà máy NT2 tăng 104% so với nền thấp cùng kỳ 2023. Tuy vậy, lũy kế cả năm sản lượng đạt 16.076 tr kwh, bằng 96% cùng kỳ 2023 và đạt 96% kế hoạch năm.
- Trong năm 2024, Nhà máy VA1 là động lực tăng trưởng chính, sản lượng đạt 5.846 trkwh, tăng 35% so với 2023 do hoạt động đẩy công suất cả năm của 2 tổ máy và nhiệt điện than tại miền Bắc được ưu tiên huy động khi giá cạnh tranh tốt và thời tiết ủng hộ. Trong năm 2025 nhà máy tiếp tục được EVN huy động sản lượng cao với khoảng 6 tỷ kwh.
- Nhà máy điện khí NT1 và NT2 do nguồn khí khu vực Đông Nam bộ thiếu cục bộ, giá khí cao làm cho giá điện khó cạnh tranh, vì vậy sản lượng điện suy giảm sâu. NT1 chỉ đạt 284 trkwh (-60% yoy), NT2 đạt 2.743 trkwh (-5% yoy).

Dự báo sản lượng năm 2025 có thể đạt 19.000 trkwh, tăng 18% nhờ đóng góp từ dự án NT3&4

- Trong năm 2025, hoạt động của các nhà máy hiện tại vẫn cơ bản ổn định, sản lượng nhà máy NT2 và VA1 có thể tăng lên từ 5%-10%.
- Nhà máy NT3 đã thực hiện đốt lửa lần đầu trong tháng 1 và hòa lưới điện quốc gia trong tháng 2.2025. Dự kiến sẽ đi vào hoạt động thương mại từ tháng 6.2025. Tiếp theo đó là nhà máy NT4 sẽ hòa lưới điện vào tháng 9.2025. Chúng tôi dự báo hai nhà máy có thể đóng góp từ 2,5-2,7 tỷ kwh cho năm 2025.
- Sản lượng điện của toàn Tổng công ty năm 2025 dự báo có thể đạt 19.000 trkwh, tăng 18% so với 2024.

Dự báo sản lượng điện năm 2025 của các nhà máy



Nguồn: BCTC POW, VPBankS Research tổng hợp và dự báo

## **TIẾN ĐỘ NHÀ MÁY ĐIỆN NT3 & NT4**

### **Tiến độ EPC nhà máy NT3&4**

#### **Đến hết năm 2024, tiến độ tổng thể EPC đạt 95%:**

- Thống nhất mục tiêu đốt lửa lần đầu nhà máy NT3 vào 15/9. Vận hành chạy thử nhà máy trong quý cuối năm, sau đó đưa vào hoạt động thương mại.
- Hợp đồng PPA với EVN, đường dây truyền tải cơ bản được thống nhất. Hợp đồng PPA đang trình lên Bộ Công thương phê duyệt.
- Về công tác thu xếp vốn, ngày 1/10 đã ký hợp đồng tín dụng trị giá 521,5 tr USD ký với tổ hợp hai ngân hàng Citi & ING được bảo hiểm bởi KSURE & SERV.
- Trước đó, trong năm 2023, công ty đã ký 2 khoản vay trị giá 200 triệu USD và 4.000 tỷ đồng với SMBC và Vietcombank.

### **Ký hợp đồng mua bán điện\_PPA, hợp đồng cung cấp khí LNG**

**Ngày 4/10/2024, PVPOWER và Công ty mua bán điện EVNEPTC đã ký kết hợp đồng mua bán điện (PPA) cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4. Đây là bước tiến quan trọng trước khi đưa nhà máy vào hoạt động thương mại.**

- Từ 2019, PV Power và EVNEPTC đã đàm phán hợp đồng mua bán điện theo Thông tư 57/2020/TT-BCT, dưới sự chỉ đạo của Chính phủ và các bộ ngành. Hợp đồng PPA đảm bảo hài hòa lợi ích các bên và quốc gia, là cơ sở cho dự án hoạt động thương mại sau khi xây dựng xong.
- Theo Thông tư hướng dẫn, khả năng sản lượng Qc nhà máy hàng năm đạt mức 65-70% sản lượng thiết kế, giá bán điện theo PPA bao gồm chi phí cố định đầu tư và chi phí biến đổi. Theo đó chi phí giá nhiên liệu sẽ được chuyển ngang sang giá bán điện.

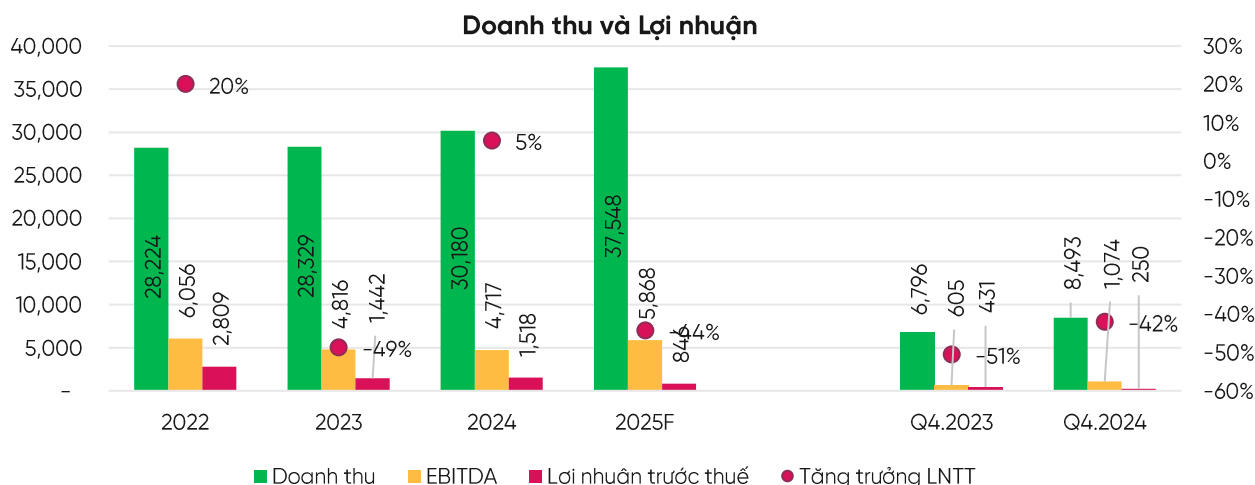
#### **POW ký hợp đồng cung cấp LNG với PVGAS trong giai đoạn chạy thử nhà máy**

- Ngày 19/11/2024, Tổng công ty Điện lực dầu khí (PVPOWER) và Tổng công ty Khí Việt Nam (PVGAS) đã tổ chức lễ ký hợp đồng cung cấp khí LNG phục vụ việc chạy thử hai nhà máy điện NT3&NT4.

### **Thời gian hoạt động thương mại NT3&4**

- **Theo tiến độ cập nhật tại buổi AM ngày 15.11.2024. Kế hoạch phát điện thương mại Nhà máy NT3&4 sẽ được thực hiện từ giữa năm 2025, cụ thể:**
  - ✓ Nhà máy NT3: từ tháng 6.2025
  - ✓ Nhà máy NT4: từ tháng 9.2025

KẾT QUẢ KINH DOANH SUY GIẢM TRONG Q4.2024



Nguồn: BCTC POW, VPBankS Research tổng hợp

Sản lượng điện tăng mạnh dẫn đến doanh thu tăng 25% trong quý 4.2024. Tuy vậy, chi phí giá vốn và chi phí tài chính tăng cao làm cho lỗ thuần hoạt động kinh doanh 164 tỷ đồng.

- **Doanh thu Q4 tăng 25%, lũy kế cả năm tăng 6,5%:** Doanh thu đạt 8.493 tỷ đồng. **Lũy kế cả năm doanh thu đạt 30.180 tỷ đồng (+6,5% yoy).**
- Do giá vốn hàng bán tăng nhanh hơn doanh thu: Lợi nhuận gộp Q4 đạt 540 tỷ đồng (-57% yoy), biên lãi gộp giảm về 6,4% so với mức 18,4% cùng kỳ 2023. **Lũy kế năm, Lãi gộp đạt 1.948 tỷ đồng (-28% yoy).**
- **Chi phí tài chính tăng mạnh 29% yoy trong Q4:** chủ yếu do chi phí tỉ giá tăng mạnh từ 3 tỷ lên 168 tỷ đồng. Trong khi đó, chi phí lãi vay giảm 32% yoy. Lũy kế cả năm, chi phí tài chính vẫn giảm 9%. Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 50% trong Q4 và 31% cho cả năm, chủ yếu do không phải trích lập dự phòng như năm 2023.
- **Lợi nhuận trước thuế Q4 đạt 235 tỷ đồng (-42% yoy):** do chi phí giá vốn, và tài chính tăng mạnh trong Q4, hoạt động kinh doanh thuần lỗ 164 tỷ đồng. Nhờ thu nhập khác (1.106 tỷ đồng từ bảo hiểm gián đoạn nhà máy Vũng Áng 1), Lợi nhuận trước thuế đạt 250 tỷ đồng, (-42% yoy). Lũy kế cả năm, Lợi nhuận trước thuế đạt 1.518 tỷ đồng, tăng nhẹ 5,3% yoy và đạt 152% kế hoạch cả năm.

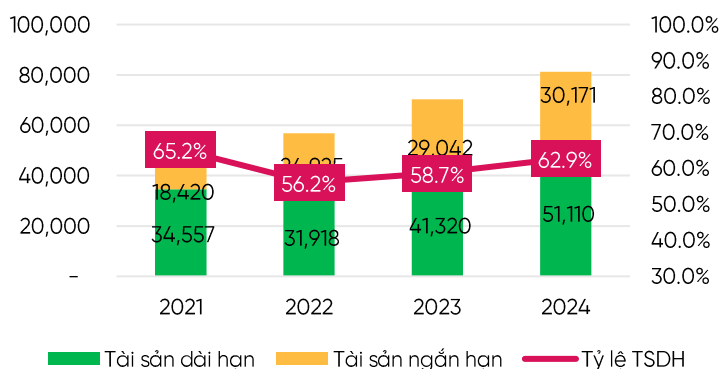
Từ năm 2025, doanh thu sẽ tăng mạnh khi có thêm sản lượng điện từ nhà máy NT3&4. Chúng tôi giả định sản lượng điện của 2 nhà máy này sẽ đạt mức 2.500-2.700 trkwh trong năm 2025 và 9.000 trkwh trong năm 2026, các năm tiếp theo sẽ ổn định ở mức 9.200 trkwh. Giá khí LNG cho nhà máy giả thiết ở mức 12 usd/mmbtu, giá bán điện tương ứng khoảng 2.500 đồng/kwh.

Dự báo doanh thu năm 2025 có thể đạt 37.550 tỷ đồng, tăng 24% so với 2024. **Mặc dù vậy, chi phí sản xuất kinh doanh những năm đầu của nhà máy NT3&4 là rất lớn và ảnh hưởng đến hiệu quả chung của toàn công ty trong các năm 2025-2028. Lợi nhuận trước thuế năm 2025-2026 dự báo lần lượt đạt 846 tỷ đồng và 1.267 tỷ đồng, bằng 56% và 84% của năm 2024.**

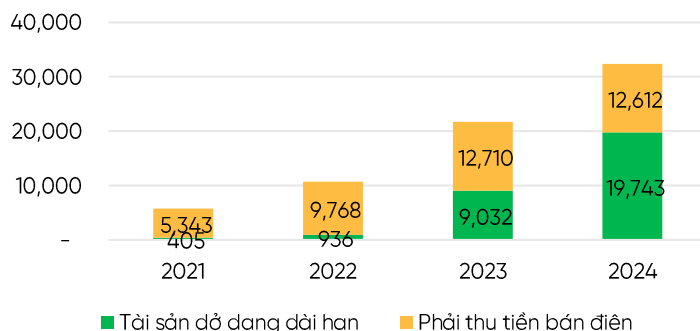
Trong trung và dài hạn, khi các nhà máy điện khí mới NT3&4 đi vào hoạt động ổn định, chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh giảm dần sẽ nâng hiệu quả kinh doanh của Công ty tăng lên.

**TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH**

**Cơ cấu Tài sản**



**Tài sản dở dang dài hạn- Phải thu tiền bán điện**

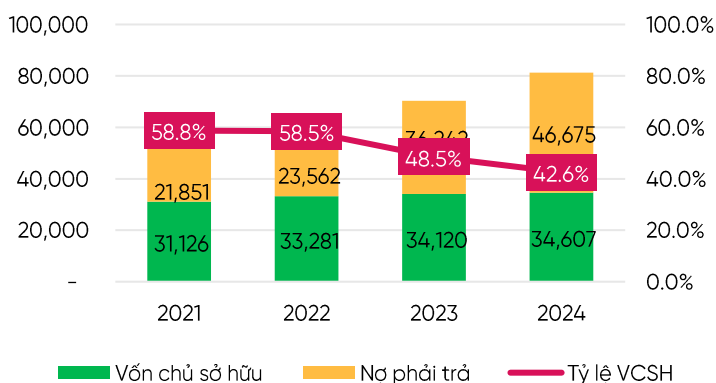


Nguồn: BCTC POW, VPBankS Research tổng hợp

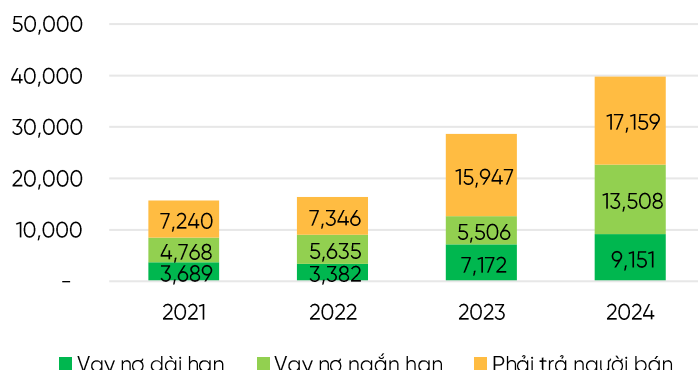
**Nợ phải thu tiền bán điện từ EVN và đầu tư nhà máy NT3-4 tăng lên đưa quy mô Tổng tài sản cao nhất từ khi chuyển sang cổ phần.**

- Tổng Tài sản đến cuối 2024 đạt 81.281 tỷ đồng, tăng 15,5% so với đầu năm. Trong đó tài sản ngắn hạn đạt 30.171 tỷ đồng (+4%). Tài sản dài hạn đạt 51.110 tỷ đồng, tăng 24% so với đầu năm và chiếm 63% Tổng tài sản.
- Phải thu tiền bán điện từ EVN mặc dù đã giảm so với thời điểm giữa năm 2024, vẫn tiếp tục ở mức cao với 11.187 tỷ đồng. Những khó khăn về tài chính của EVN đã liên tục đẩy khoản phải thu tiền bán điện lên mức cao, gây sức ép lên nguồn vốn hoạt động và dự phòng phải thu quá hạn (nợ xấu từ EPTC/EVN là 505 tỷ đồng, công ty đã trích lập 448 tỷ đồng).
- Xây dựng cơ bản dở dang tăng 119% lên 19.743 tỷ đồng, gồm: Giá trị dự án nhà máy điện NT3&4 với 18.700 tỷ đồng (+131%) và dự án Tòa nhà trụ sở Tổng công ty đạt 548 tỷ đồng (+11%).

**Cơ cấu Nguồn vốn**



**Phải trả người bán - Vay nợ**

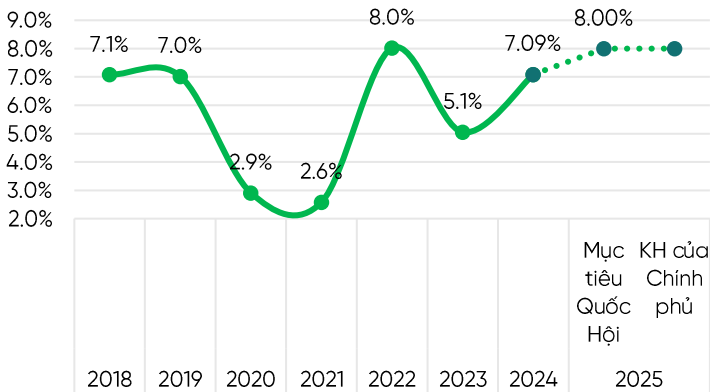


Nguồn: BCTC POW, VPBankS Research tổng hợp

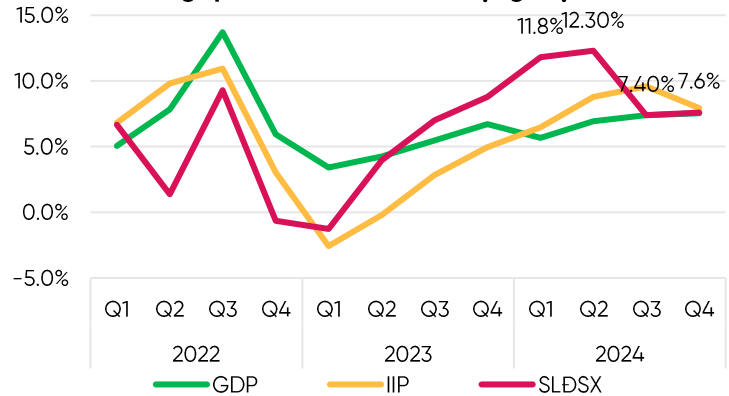
- Vốn chủ sở hữu đạt 34.607 tỷ đồng, tăng nhẹ 1,4% so với đầu năm và chiếm 42,6% Tổng nguồn vốn. Tỷ lệ vốn chủ sở hữu đang giảm xuống khi công ty gia tăng vay nợ để đầu tư dự án mới.
- Trước sức ép Phải thu tiền bán điện từ EVN tăng lên, Công ty cũng tranh thủ được dòng vốn từ các nhà cung cấp, cụ thể là từ PVN và PVGAS là tiền mua khí cho các nhà máy điện. Giá trị đã tăng nhanh từ 7.346 tỷ đồng năm 2022 lên gần 16.000 tỷ cuối năm 2023 và 13.260 tỷ cuối 2024.
- Tổng vay nợ Ngắn và dài hạn đạt 22.659 tỷ đồng, tăng 79% so với đầu năm. Vay nợ dài hạn sẽ tăng nhanh trong năm 2024-2025 khi công ty đầu tư nhà máy NT3&4, dự kiến giá trị vay nợ là khoảng 75% của tổng vốn đầu tư 1,5 tỷ USD.

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG ĐIỆN 2025

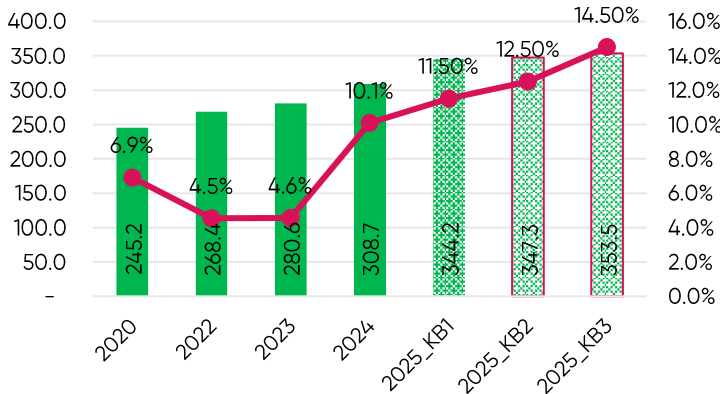
Tăng trưởng GDP



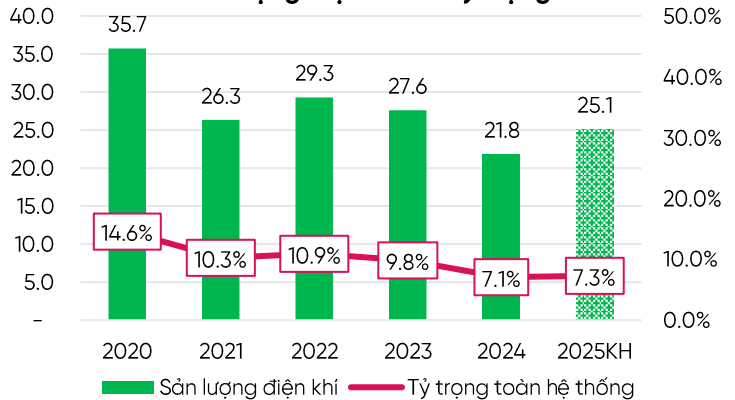
Tương quan GDP- IIP- Sản lượng điện SX



Nhu cầu điện năm 2025 tăng từ 11.5%-14.5%



Sản lượng điện khí và Tỷ trọng



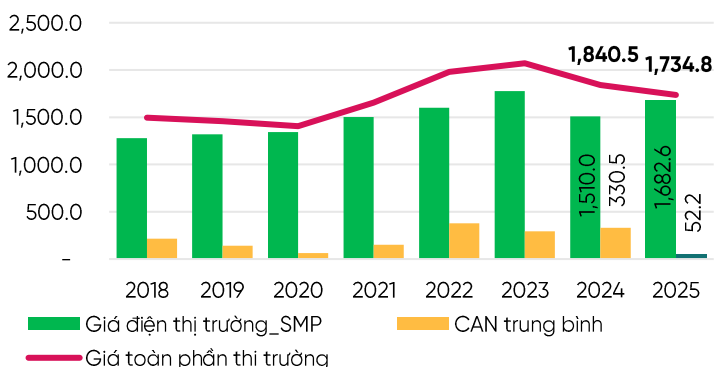
Nguồn: Bộ Công thương, GSO, EVN, VPBankS Research tổng hợp

Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2025 trên 8% được Quốc hội và Chính phủ đặt ra, nhu cầu điện năm 2025 được dự báo tiếp tục tăng trưởng trên 10% để đáp ứng nhu cầu.

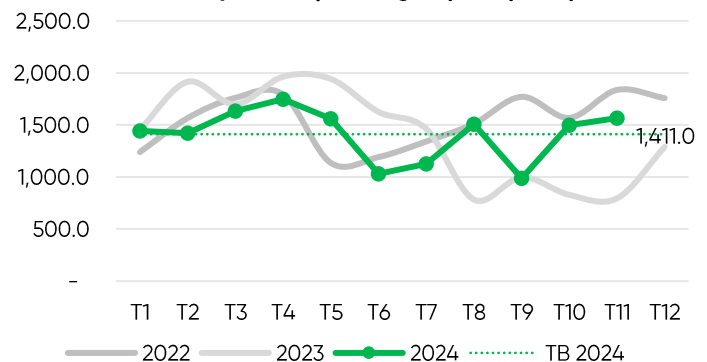
Bộ Công thương xây dựng các kịch bản nhu cầu điện năm 2025, trong đó kịch bản tăng thấp nhất là từ 11%-12%, kịch bản tăng cực đoan là 14.5%.

Trong năm 2025, kế hoạch khí cho điện là khoảng 3,2 tỷ m<sup>3</sup>, cộng thêm nguồn khí LNG nhập khẩu, chúng tôi dự báo sản lượng điện khí có thể đạt 25,1 tỷ kwh, tăng 15% yoy và chiếm 7,3% tổng sản lượng điện

Giá toàn phần thị trường điện\_Kế hoạch



Giá toàn phần thị trường điện thực hiện

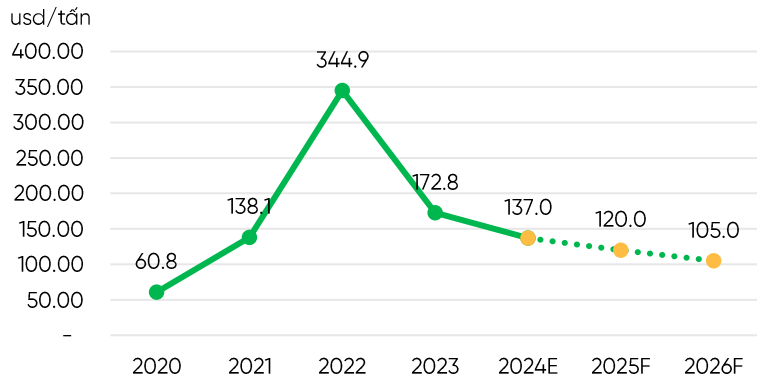


Nguồn: Bộ Công thương, A0, EVN, GENCO3, VPBankS Research tổng hợp

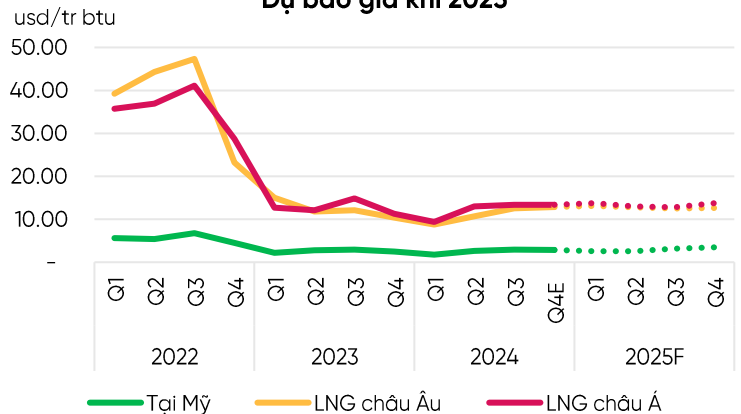
**Giá trần thị trường điện năm 2025 tăng 11%:** Khung giá điện thị trường toàn phần năm 2025 được xây dựng giảm 5,8% so với 2024 do giá trần thị trường tăng 11,4% lên 1.683 đồng/kwh, nhưng giá công suất trung bình (CAN) giảm mạnh 80% về 52 đồng/kwh. **Điều này tiếp tục thắt chặt hoạt động chào giá trên thị trường điện cạnh tranh.**

**TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG ĐIỆN 2025**

**Dự báo giá than của World Bank**



**Dự báo giá khí 2025**

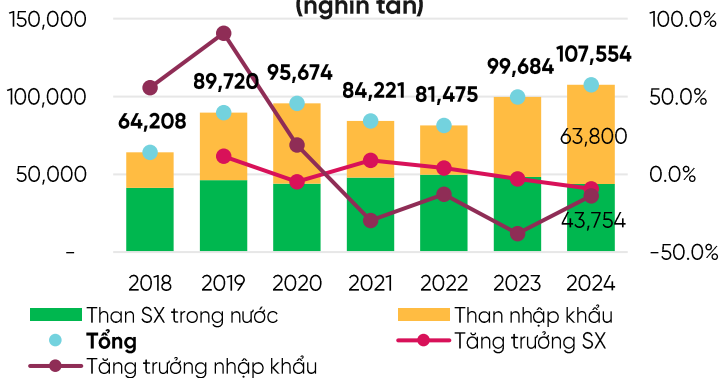


Nguồn: WB, Bloomberg, EVN, VPBankS Research tổng hợp

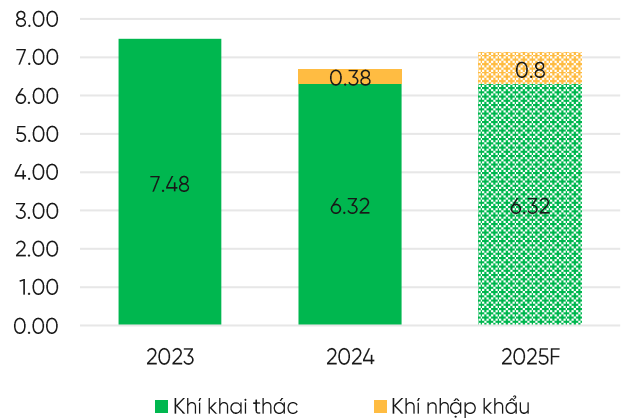
**Giá nhiên liệu than cơ bản ổn định – Trong khi giá khí vẫn ở mức cao và có nhiều yếu tố bất định:**

- Giá than năm 2024 ước tính giảm khoảng 21% so với 2023. Dựa trên dữ liệu cung cầu, WB dự báo giá than trong năm 2025-2026 lần lượt giảm khoảng 12%-13%/năm.
- Giá LNG dự báo chứa đựng biến động trong năm 2025 do chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố bất định như thời tiết, nguồn khí nhập khẩu qua đường ống từ Nga sang châu Âu... có thể đẩy giá khí tăng cao.

**Nguồn cung than các năm qua (nghìn tấn)**



**Khai thác và Nhập khẩu khí tự nhiên (tỷ m3)**



Nguồn: Bộ Công thương, GSO, PVN, VPBankS Research tổng hợp

Sản lượng than sản xuất trong nước hàng năm đạt từ 45-48 triệu tấn. Than nhập khẩu đã tăng mạnh trong những năm qua, trong năm 2024 đạt gần 64 triệu tấn, tăng 24% yoy. Dự báo giá than và nguồn nhập khẩu ổn định sẽ đảm bảo nguồn than cho sản xuất điện trong năm 2025.

Nguồn khí khai thác trong nước đang giảm nhanh do các mỏ khai thác suy giảm, các dự án mới chưa được đầu tư kịp thời. Nguồn cung khí được bổ sung năng lực với khoảng 1,4 tỷ m3 từ năm 2024 tại dự án LNG Thị Vải. Điều này đảm bảo nhu cầu khí cho phát điện trong năm 2025 khi nhu cầu điện tăng.

**ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**

**Dự phóng và Định giá cổ phiếu**

- Dựa trên nhu cầu thị trường và độ khả dụng của nhà máy, Chúng tôi dự báo sản lượng điện sản xuất năm 2025 của công ty có thể đạt mức 19.000 tr kwh, tăng 18% so với 2024, nhờ nhà máy điện NT3&4 sẽ đi vào hoạt động thương mại từ tháng 6 và 9/2025. Sản lượng hai nhà máy này dự kiến đạt 2.500-2.700 trkwh.
- Doanh thu và Lợi nhuận dự báo có thể đạt mức 37.550 tỷ đồng và 846 tỷ đồng, bằng 124% và 56% của năm 2024. Trong đó, doanh thu nhà máy điện NT3&4 được xây dựng trên giả thiết giá khí LNG ở mức 12 usd/mmbtu, giá bán điện tương ứng ở mức 2.500 đồng/kwh.
- **Mặc dù có thêm sản lượng và doanh thu từ 2 nhà máy mới, chi phí sản xuất kinh doanh những năm đầu là rất lớn và ảnh hưởng đến hiệu quả toàn công ty trong các năm 2025-2028, đây là lý do doanh thu năm 2025 tăng mạnh nhưng lợi nhuận lại bị suy giảm.**
- Chi phí đầu tư sẽ tăng nhanh trong năm 2024-2025 và cùng với đó là vay nợ tăng nhanh. Đến cuối năm 2025 tổng giá trị vốn đầu tư của 2 dự án này sẽ đạt 33.000 tỷ đồng, vay nợ dài hạn đạt mức từ 23.000-24.750 tỷ đồng, tương ứng với tỉ lệ 75%.
- Chi phí sử dụng vốn bình quân WACC đạt mức 9,6% dựa trên chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu ở mức 10,9% và chi phí vốn vay ở mức 8,0% sau thuế. Tăng trưởng dòng tiền tự do sau năm 2030 dự báo ở mức 2% mỗi năm.

**Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và so sánh EV/EBITDA. Chúng tôi xác định giá trị cổ phiếu của công ty ở mức 14.100 đồng/cổ phần, cao hơn thị giá hiện tại 17,5%.**

**Định giá theo DCF\_FCFF**

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn bình quân WACC	%	<b>9.61%</b>
Tăng trưởng dòng tiền thuần sau năm 2028	%	<b>2.00%</b>
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2024E - 2029E	tỷ đồng	(3,483)
Hiện giá dòng tiền sau năm 2029E	tỷ đồng	62,272
Tiền tương tiền cuối 2024	tỷ đồng	13,530
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	72,318
Nợ vay cuối năm 2024	tỷ đồng	33,274
Giá trị Vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	39,044
Số lượng cổ phần	cổ phần	2.341.871.600
<b>Giá trị mỗi cổ phần</b>	<b>đồng</b>	<b>16.672</b>

**Định giá theo so sánh EV/EBITDA**

Chỉ tiêu	Giá trị
Hệ số EV/EBITDA ngành	5,868
EBITDA 2024	8,36
Tiền và tương đương tiền cuối 2024	13,530
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>62,576</b>
Vay nợ cuối kỳ 2024	35,544
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>27,032</b>
Số lượng cổ phần	<b>2,341,872</b>
<b>Giá trị mỗi cổ phần</b>	<b>11.543</b>

**Giá trị trung bình mỗi cổ phần**

Phương pháp định giá	Giá trị định giá
- DCF	16.672
- EV/EBITDA	11.543
<b>Giá trị trung bình mỗi cổ phần</b>	<b>14.107</b>

**Mẫu EV/EBITDA so sánh**

Ticker	Cntry	P/E	P/B	EV / EBITDA
PPC VN Equity	Vietnam	10.34	1.13	118.20
QTP VN Equity	Vietnam	17.61	1.39	
PGV VN Equity	Vietnam		1.61	7.13
HND VN Equity	Vietnam	22.66	1.23	
DTK VN Equity	Vietnam	17.08	0.97	4.89
NT2 VN Equity	Vietnam	103.50	1.60	8.82
GIP IN Equity	India	13.75	0.82	6.61
TPW IN Equity	India	29.69	5.71	15.35
CESC IN Equity	India	13.77	1.69	14.40
EGCO TB Equity	Thailand		0.56	11.35
RATCH TB Equity	Thailand	11.30	0.63	14.10
TPCH TB Equity	Thailand	9.84	0.84	5.75
POWR IJ Equity	Indonesia	10.81	0.92	4.34
<b>Trung bình Harmonic</b>		<b>15.01</b>	<b>0.90</b>	<b>8.36</b>

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research tổng hợp và dự báo



**PHỤ LỤC TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				<b>Lưu chuyển dòng tiền</b>			
	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>		<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>
Doanh thu	28,329	30,180	37,548	Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	3,352	4,398	1,436
Giá vốn hàng bán	-25,625	-28,232	-34,898	Dòng tiền thuần hđ đầu tư	-6,485	-10,866	-11,966
Lợi nhuận gộp	2,704	1,948	2,650	Dòng tiền thuần hđ tài chính	3,321	9,749	10,361
Doanh thu tài chính	544	616	493				
Chi phí tài chính	-730	-667	-1,408				
Chi phí qlđn	-1,268	-874	-939				
Lợi nhuận thuần hđkd	1,290	1,024	806				
Lợi nhuận trước thuế	1,442	1,518	846				
Lợi nhuận sau thuế	1,283	1,347	719				
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	1,038	1,253	551				
<b>Tài sản- Nguồn vốn</b>				<b>Hệ số tài chính</b>			
	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>		<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>29,042</b>	<b>30,171</b>	<b>32,473</b>	<b>Hệ số hiệu quả</b>			
Tiền tương đương tiền	8,440	11,720	11,552	Biên lợi nhuận gộp	9.5%	6.5%	7.1%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,391	3,956	1,978	EBITDA Margin	17.0%	15.6%	15.6%
Khoản phải thu	14,560	11,941	14,916	Biên lợi nhuận ròng	3.7%	4.2%	1.5%
Hàng tồn kho	2,167	1,795	2,390	ROE	3.8%	3.9%	2.0%
Tài sản ngắn hạn khác	1,484	760	1,636	ROA	1.8%	1.7%	0.8%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>41,320</b>	<b>51,110</b>	<b>61,464</b>				
Tài sản cố định	26,401	24,321	37,348	<b>Hệ số tăng trưởng</b>			
Tài sản dở dang dài hạn	9,032	19,743	17,070	Tăng trưởng doanh thu	0.4%	6.5%	24.4%
Tài sản dài hạn khác	5,886	7,046	7,046	Tăng trưởng LNTT	-48.7%	5.3%	-44.2%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>70,362</b>	<b>81,281</b>	<b>93,937</b>	Tăng trưởng LNST	-49.7%	20.7%	-56.0%
<b>Nợ phải trả</b>	<b>36,242</b>	<b>46,675</b>	<b>58,712</b>	Tăng trưởng EPS	-49.7%	20.7%	-56.0%
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>26,785</b>	<b>35,134</b>	<b>31,541</b>				
Phải trả người bán ngắn hạn	15,947	17,159	18,166	<b>Hệ số thanh khoản</b>			
Vay và nợ ngắn hạn	5,506	13,508	8,373	Hệ số thanh toán hiện hành	1.08	0.86	1.03
Phải trả ngắn hạn khác	5,332	4,467	5,002	Hệ số thanh toán nhanh	1.00	0.81	0.95
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>9,457</b>	<b>11,540</b>	<b>27,171</b>	Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.52	0.57	0.63
Vay và nợ dài hạn	7,172	9,151	24,901	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1.06	1.35	1.67
Phải trả dài hạn khác	2,285	2,389	2,270	Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	2.75		
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>34,120</b>	<b>34,607</b>	<b>35,225</b>				
Vốn góp của chủ sở hữu	23,419	23,419	23,419	<b>Hệ số định giá</b>			
Quỹ đầu tư phát triển	4,039	4,426	4,426	Lợi suất cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%
LNST chưa phân phối	3,923	4,032	4,617	EPS (VND)	443	535	235
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,705	2,696	2,729	BVPS (VND)	13,415	13,626	13,876
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>70,362</b>	<b>81,281</b>	<b>93,937</b>				

Nguồn: BCTC POW, VPBankS Research tổng hợp và dự báo

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo, Khối Nghiên Cứu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Khối Nghiên Cứu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích cùng các định giá nằm trong báo cáo phân tích (nếu có) nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích và các tài liệu đi kèm được lập bởi Khối Nghiên Cứu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: [cskh@vpbanks.com.vn](mailto:cskh@vpbanks.com.vn)

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

### Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: [research@vpbanks.com](mailto:research@vpbanks.com)