

# TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW)

## Hiệu quả kinh doanh ngắn hạn bị thách thức

19/03/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh  
anhnv3@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**Doanh thu Quý 4/2024 hồi phục tích cực, nhưng LNST suy giảm**

Trong Quý 4/2024, POW ghi nhận Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 8,493 tỷ VNĐ (+33% YoY/+40% QoQ) và 234 tỷ VNĐ (-47% YoY/-48% QoQ), chủ yếu do giá bán điện trung bình thấp hơn và lãi vay tăng cao kéo giảm lợi nhuận. Tính riêng cho mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi, điện than Vũng Áng quay trở lại hoạt động sau trùng tu, giúp sản lượng điện than tăng mạnh 39% YoY, đạt 1.7 tỷ kWh.

**Mảng điện khí hồi phục, dự kiến đóng góp 25,227 tỷ VNĐ doanh thu trong 2025**

Trong Q4/2024, sản lượng mảng điện khí của POW đạt 2,588 triệu kWh, tăng trưởng tích cực 55% YoY so với mức nền thấp của Q4/23. Sang năm 2025, công suất thủy điện sụt giảm do điều kiện thời tiết không còn thuận lợi sẽ giúp điện khí được tăng huy động. Doanh thu và sản lượng điện khí (không bao gồm NT3&4) trong năm 2025 ước đạt 20,258 tỷ VNĐ (+13% YoY) và 10,097 triệu kWh (+12% YoY).

**Nhơn Trạch 3&4 hoàn tất các thủ tục pháp lý, sẵn sàng vận hành chạy thử nhà máy và bán điện kể từ Q3/2025**

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 nhà máy cả năm 2025 đạt 4,968 tỷ VNĐ và 1,971 triệu kWh, với giá định cơ sở cho giá bán điện là 2,436 VNĐ/kWh.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 14,600 VNĐ/cổ phiếu**

Dựa trên định giá SOTP và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 14,600 VNĐ/cổ phiếu.

## TRUNG LẬP thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND14,600</b>
Tổng mức sinh lời (%)	14%
Giá hiện tại (18/03/2025)	VND12,900
Giá mục tiêu thị trường	VND13,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	28.1/1.1

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	20.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	57.5/2.3
Sở hữu nước ngoài (%)	3.8%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (79.94%)

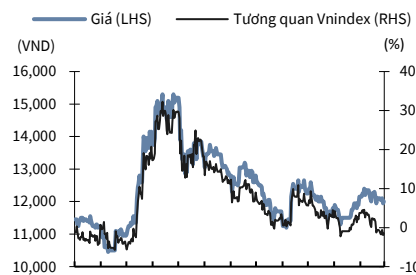
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	-1.2	-2.0	-6.3	4.8
Tương đối	-5.2	-7.1	-12.2	-0.1

### Dự phóng KQKD & định giá

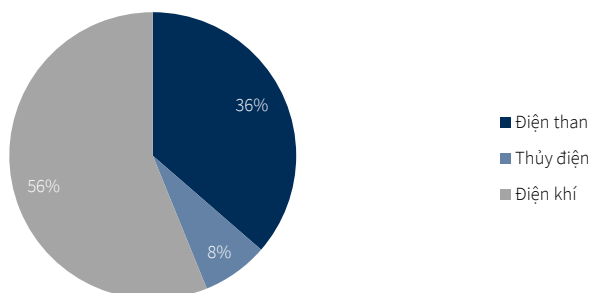
FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	28,329	30,180	36,984	50,284
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,436	1,073	1,292	1,658
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,038	1,252	441	479
EPS (VNĐ)	443	535	188	205
Tăng trưởng EPS (%)	-49.0	0.0	-54.0	9.0
P/E (x)	29.6	31.8	69.7	63.9
P/B (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE (%)	3.8	3.0	1.5	1.6
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiiipro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cơ cấu doanh thu 2024



## 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 Đăkrinh 125MW.

Nguồn: POW, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

**Giảm cạnh tranh nguồn khí trong nước nhờ các nhà máy BOT hết hợp đồng mua khí sẽ bảo đảm tăng trưởng cho NT2.** Nhà máy sẽ được ưu tiên phát điện với giá thấp hơn nhờ sử dụng nguồn khí trong nước, qua đó sẽ giúp sản lượng huy động dự kiến 2025 đạt 3.3 tỷ kWh.

**Động lực tăng trưởng đóng góp bởi Nhơn Trạch 3&4.** Dự án tiên phong cho việc ký kết hợp đồng mua bán điện và khí dài hạn nên được ưu tiên huy động. Sản lượng điện khí dự kiến 12,068 triệu kWh.

**Điện than Vũng Áng duy trì công suất phát điện.** Nhờ tăng trưởng nhu cầu phát điện, nhà máy sẽ tiếp tục được huy động và sẽ duy trì công suất ở mức cao. Sản lượng dự kiến đạt 5,962 triệu kWh.

## 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

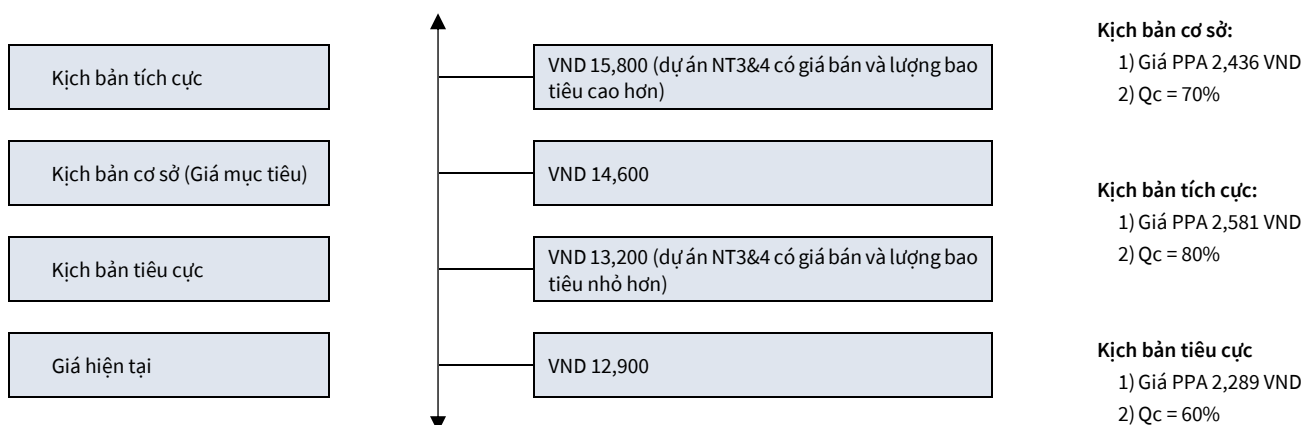
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	36,984	50,284	-2%	-3%	41,612	52,491	-11%	-4%
EBIT	1,332	1,698	-45%	-29%	2,051	3,686	-35%	-54%
LNST công ty mẹ	441	479	-61%	-55%	1,395	2,000	-68%	-76%

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 Quý 4/2024 hồi phục mạnh so với cùng kỳ +33% YoY trong khi lợi nhuận giảm -47% YoY**

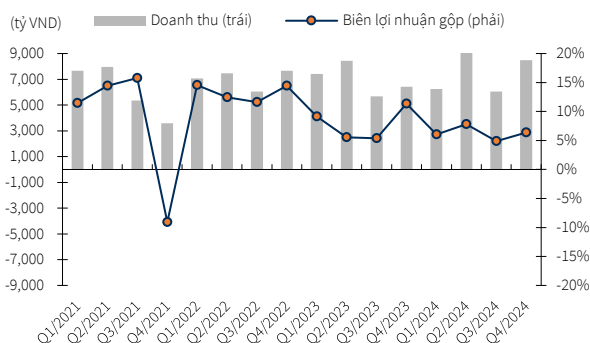
Trong Quý 4/2024, POW ghi nhận Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 8,493 tỷ VNĐ (+32% YoY/+40% QoQ) và 234 tỷ VNĐ (-47% YoY/-48% QoQ). Kể từ Quý 4, các nhà máy nhiệt điện được vận hành để bù đắp công suất sụt giảm của thủy điện do chuẩn bị tích trữ nước; nhờ đó mảng nhiệt điện khí tiếp tục đóng góp chính vào sản lượng điện của POW với 2.6 tỷ kWh (+27% QoQ/+55% YoY). Sau trùng tu, tổ máy Vũng Áng được vận hành trở lại và đóng góp 1.7 tỷ kWh trong quý 4 (+39% YoY/+178% QoQ). Trái lại, mảng thủy điện bị hạn chế phát điện để phục vụ tích nước trong Q4, khiến cho sản lượng tăng nhẹ 4% YoY.

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Q4/2024**

(tỷ VNĐ)	Q4/2023	Q4/2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	6,412	8,493	32%	29,104	30,075	3%	
Nhiệt điện khí	3,845	4,962	29%	18,480	17,982	-3%	
Nhiệt điện than	2,288	2,972	30%	9,338	10,794	16%	
Thủy điện	349	356	2%	1,278	1,186	-7%	
Sản lượng điện	3,244	4,656	44%	14,390	16,073	12%	
Nhiệt điện khí	1,666	2,588	55%	8,836	9,025	2%	Nguồn cung khí Đông Nam Bộ cải thiện, bảo đảm công suất của nhà máy Nhơn Trạch 2 từ 2H.24, giúp sản lượng 2024 đạt 2.7 tỷ kWh (-6% YoY). Sản lượng Cà Mau đạt 6 tỷ kWh, tăng 15% YoY.
Nhiệt điện than	1,201	1,677	40%	4,339	5,846	35%	Nhiệt điện Vũng Áng hoàn thành bảo dưỡng sớm so với dự kiến, khiến sản lượng Q4 tăng trưởng tích cực. Cả năm nhà máy vận hành 5.8 tỷ kWh, tăng 34% YoY.
Thủy điện	377	391	4%	1,215	1,202	-1%	Sản lượng điện cả năm giảm nhẹ so với cùng kỳ do việc điều hành hồ chứa năm 2024 hạn chế huy động trong Q1 và Q4.
Giá bán điện trung bình	1,977	1,824	-8%	2,023	1,871	-8%	
Nhiệt điện khí	2,308	1,917	-17%	2,091	1,992	-5%	Giá bán trung bình giảm do các nhà máy điện khí được chỉ đạo tăng phát điện trên thị trường điện cạnh tranh
Nhiệt điện than	1,905	1,772	-7%	2,152	1,846	-14%	Giá bán giảm do các nhà máy điện than được chỉ đạo tăng phát điện trên thị trường điện cạnh tranh
Thủy điện	926	910	-2%	1,052	987	-6%	Giá bán giảm do tỷ trọng phát điện trên thị trường cạnh tranh giảm
Lợi nhuận gộp	728	540	-26%	2,183	1,948	-11%	Biên lợi nhuận gộp giảm do giá bán điện thấp hơn
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	11.4%	6.4%	-5.0 ppts	7.5%	6.5%	-1.0 ppts	
Thu nhập tài chính	164	0	-100%	550	616	12%	Chủ yếu nhờ chi tăng 10 tỷ cổ tức được chia và 44 tỷ lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện
Chi phí tài chính	191	310	62%	680	667	-2%	Chi phí lãi vay tăng mạnh trong Q4 do có sự khác nhau thời điểm ghi nhận lãi vay
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	25	0	-100%	38	1	-97%	
SG&A	297	394	33%	779	874	12%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	431	146	-66%	1,403	1,073	-24%	
Thu nhập khác	18	414	2,200%	147	493	235%	Tăng từ thu bồi thường bảo hiểm trị giá 1,000 tỷ VNĐ
Lợi nhuận trước thuế	448	250	-44%	1,459	1,517	4%	
Lợi nhuận sau thuế	446	235	-47%	1,329	1,345	1%	
LNST công ty mẹ	332	186	-44%	1,075	1,252	16%	
<i>Biên LNST</i>	7.0%	2.8%	-4.2 ppts	4.6%	4.5%	-0.1 ppts	

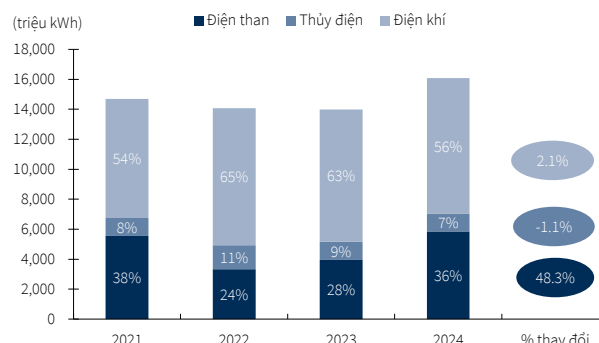
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**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**



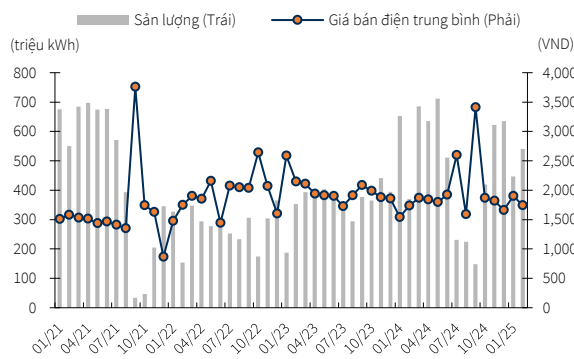
Nguồn: POW, KBSV

**Nhiệt điện than: Duy trì công suất cao trong năm 2025 và 2026**

Sau khi hoàn thành bảo dưỡng tổ máy số 2 sớm hơn 2 tuần so với dự kiến ban đầu, sản lượng phát điện của Vũng Áng 1 trong Q4/24 đạt 1.7 tỷ kWh, cao hơn 40% YoY. Lượng mưa thực tế trong Q4/24 thấp hơn so với cùng kỳ và mức trung bình nhiều năm khiến môi trường thủy điện vận hành không thuận lợi, buộc các nhà máy điện than tăng công suất để đáp ứng nhu cầu sử dụng điện. Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng nguồn thủy điện sẽ duy trì công suất ở mức thấp, tương đương năm 2024 do thời tiết không ủng hộ, qua đó mở ra môi trường thuận lợi để các nhà máy điện than tăng công suất vận hành trong năm 2025. Chúng tôi dự báo doanh thu và sản lượng mảng nhiệt điện của POW trong 2025 lần lượt đạt 10,406 tỷ VND (-3.6% YoY) và 5,962 triệu kWh (+2% YoY).

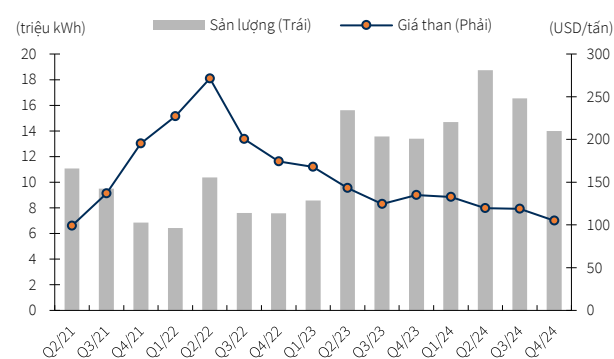
Sang năm 2026, chúng tôi cho rằng điện than và thủy điện sẽ tiếp tục là nguồn phát điện trụ cột nhằm đảm bảo nhu cầu sử dụng điện tăng cao (kỳ vọng tăng trưởng 10%). Giá than nhập khẩu tiếp tục duy trì ở mức thấp nhờ suy giảm nhu cầu toàn cầu, theo World Bank, sẽ tăng cạnh tranh về giá sản xuất của điện than so với điện khí, là động lực tăng phát điện của nhóm này. Cho năm 2026, chúng tôi dự báo sản lượng huy động nhà máy Vũng Áng 1 đạt 6,160 triệu kWh (+3% YoY) và doanh thu ghi nhận 10,802 tỷ VND (+4% YoY).

**Biểu đồ 4. Diễn biến sản lượng và giá bán của nhiệt điện Vũng Áng giai đoạn 2021 - 2025**



Nguồn: POW, KBSV

**Biểu đồ 5. Diễn biến sản lượng và giá than nhập khẩu đến giai đoạn 2021 - 2024**



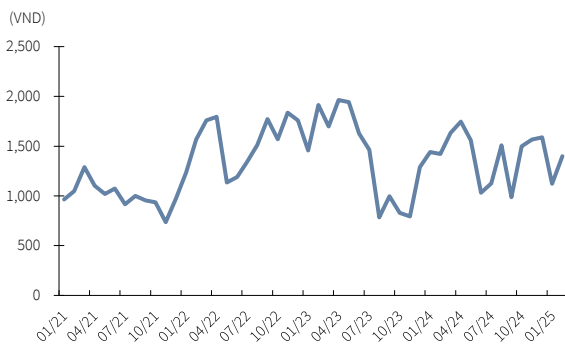
Nguồn: Tổng cục hải quan, KBSV

**Thủy điện: Sản lượng phát điện kém khả quan do thời tiết không ủng hộ**

Cả năm 2024, sản lượng huy động các nhà máy thủy điện của POW sụt giảm nhẹ 1% YoY, đạt 1,202 triệu kWh do lượng nước về hồ thấp hơn so với dự kiến và chỉ đạo tích nước sớm các hồ thủy điện lớn của EVN kể từ tháng 11/2024. Tại Nghệ An, lượng mưa đạt đỉnh vào tháng 10 sau đó suy giảm trong 2 tháng cuối năm và việc chuẩn bị tích nước sớm đã ảnh hưởng tới sản lượng của thủy điện Hòa Na, giảm 20% so với Q3/24. Tại Quảng Ngãi, lượng mưa đạt đỉnh vào tháng 11 ở mức 356 mm, dù vậy thấp hơn 30% so với đỉnh năm ngoái, đã khiến cho sản lượng chỉ đạt 178 triệu kWh (-5% YoY). Sang 2025, Lanina kết thúc khiến lượng mưa suy giảm, tuy nhiên việc bổ sung 20 MW công suất từ thủy điện Nậm Nơn sẽ giúp doanh thu và sản lượng thủy điện đạt 1,350 tỷ VND (+14% YoY) và 1,325 triệu kWh (+10% YoY).

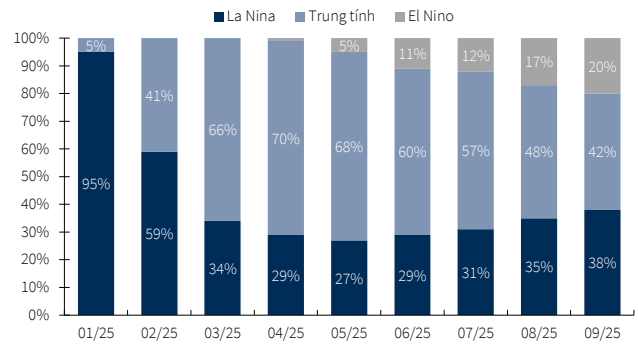
Sang 2026, xác suất xảy ra El Nino tăng lên tạo bất lợi cho công suất vận hành các nhà máy thủy điện. Trong bối cảnh đó, các hồ thủy điện sẽ hạn chế phát điện để tích nước sớm từ đầu năm và vận hành chủ yếu trong các tháng cao điểm tiêu thụ điện vào mùa hè. Giá bán trung bình dự kiến sẽ cải thiện trên thị trường cạnh tranh, qua đó KBSV dự báo doanh thu và sản lượng mảng thủy điện trong năm 2026 ước đạt 1,252 tỷ VND (-2% YoY) và 1,217 (-10% YoY).

**Biểu đồ 6. Giá bán điện thị trường điện cạnh tranh (FMP)**



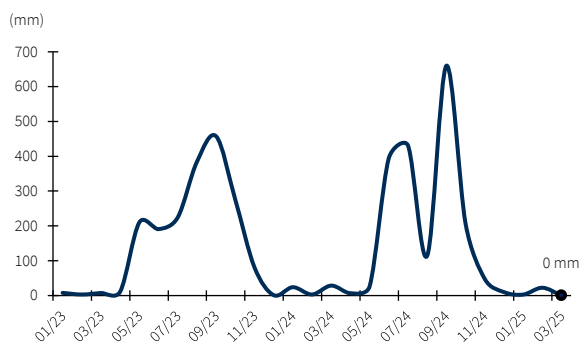
Nguồn: Genco 3, KBSV

**Biểu đồ 7. Xác suất các pha thời tiết trong 2025**



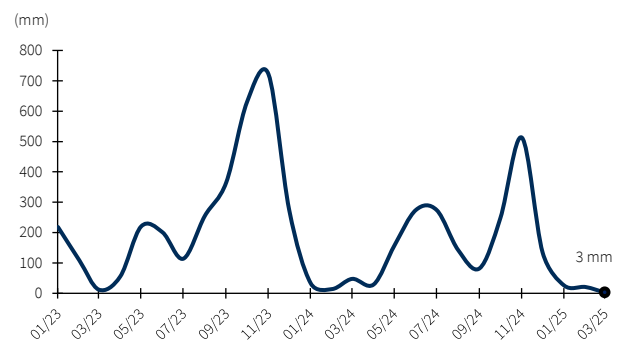
Nguồn: IRI, KBSV

**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**

2 tháng đầu năm 2025, sản lượng điện của nhà máy Nhơn Trạch 2 đạt 296 triệu kWh, tăng 270 triệu kWh so với cùng kỳ. Sau khi kết thúc hợp đồng mua bán điện tại nhà máy Phú Mỹ 2.2 và 3, nguồn khí nội địa khu vực Đông Nam Bộ được tăng phân bổ cho nhà máy Phú Mỹ 1 và Nhơn Trạch 2 đã hỗ trợ tích

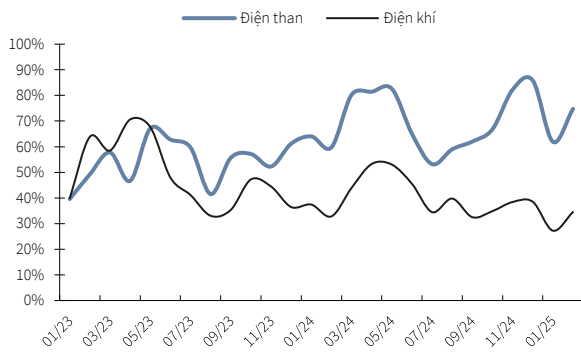
cực cho sản lượng phát điện. Chúng tôi dự báo nguồn khí nội địa giá rẻ cho Nhơn Trạch 2 sẽ duy trì dồi dào trong năm 2025, qua đó phục hồi sản lượng phát điện, ước đạt 3,324 triệu kWh (+21% YoY) và cải thiện doanh thu nhà máy, đạt 7,074 tỷ VND (+19.4% YoY). Đối với nhiệt điện Cà Mau 1&2, chúng tôi đánh giá khả quan về triển vọng tăng trưởng sản lượng và doanh thu năm, đạt 6 tỷ kWh (+7% YoY), 12,484 tỷ VND (+9% YoY) nhờ: i) Tăng trưởng nhu cầu điện trung bình 10%/năm, ii) Nguồn cung khí khu vực Tây Nam Bộ dồi dào bảo đảm khả năng huy động. Trong dài hạn, nguồn cung khí cho nhà máy có rủi ro suy giảm trước lo ngại Malaysia cắt giảm nguồn cung khí cho Việt Nam vào năm 2028 khi nhu cầu tiêu thụ khí của nước này tăng trong các năm tới. Chúng tôi đang theo dõi tiến độ đàm phán hợp đồng mua khí của PVN và hiện chưa điều chỉnh tác động của việc cắt giảm nguồn khí đối với nhà máy.

Vào ngày 5/2/2025, nhà máy điện Nhơn Trạch 3 đã thành công hòa lưới điện quốc gia với phần công suất 50MW. Ban Lãnh đạo kỳ vọng đưa dự án vào vận hành thương mại trong tháng 7/2025, phù hợp với dự báo trước đó của chúng tôi. Dựa trên Qc dự kiến trong 2025 là 70% và giả định cho giá bán điện là 2,436 VND/kWh, chúng tôi ước tính doanh thu và sản lượng điện khí cả năm đạt 25,126 tỷ VND và 11,309 triệu kWh.

**Một số văn bản mới có hiệu lực đem lại triển vọng tích cực cho nhà máy điện khí LNG**

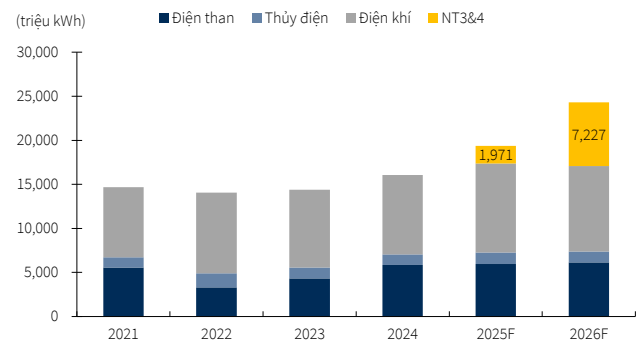
Nghị định 58 mới đây đã quy định sản lượng Qc tối thiểu giữa nhà máy điện và EVN là 70% và kéo dài không quá 12 năm trong thời gian trả nợ. Chúng tôi cho rằng quy định trên sẽ bảo đảm sản lượng vận hành nhà máy và cải thiện khả năng tài chính trong tương lai. Về giá bán, tính toán mới đây của Viện Năng lượng đã công bố khung giá bán điện LNG có khả năng được điều chỉnh lên mức tối đa 3,327 VND/kWh trong năm 2025 (cao hơn 28% so với khung giá cho điện khí LNG năm 2024). Kết quả tính toán mới bổ sung đầy đủ các chi phí phát sinh trong hoạt động nhà máy điện LNG gồm: chi phí vận chuyển – phân phối LNG, tỷ lệ suy giảm công suất và mặt bằng tỷ giá cao hơn cho việc nhập khẩu LNG sử dụng. Nếu khung giá trên được thông qua, tiềm năng điều chỉnh giá bán cho dự án điện khí Nhơn Trạch 3&4 sẽ đem lại triển vọng tích cực cho dự án, giúp tăng doanh thu và lợi nhuận. Hiện chúng tôi chưa điều chỉnh giá bán trong tương lai của dự án để chờ đợi những văn bản chính thức.

**Biểu đồ 10. Diễn biến Pmax/P lắp đặt 2023 - 2T2025 (%)**



Nguồn: NSMO, KBSV

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



Nguồn: POW, KBSV

## DỰ PHỎNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

**Bảng 12. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	30,180	36,984	23%	50,284	36%	
Nhiệt điện khí	17,983	25,228	40%	38,229	52%	
Nhiệt điện than	10,794	10,407	-4%	10,802	4%	
Thủy điện	1,185	1,350	14%	1,253	-7%	
Sản lượng điện	16,072	19,355	20%	24,288	25%	
Nhiệt điện khí	9,024	12,068	34%	16,911	40%	2025: Sản lượng tăng mạnh nhờ tổ máy NT3 dự kiến đi vào hoạt động trong Q3 với 70% công suất. 2026: Sản lượng tăng mạnh nhờ NT3 vận hành cả năm, trong khi NT4 đưa vào vận hành đúng tiến độ vào năm 2026.
Nhiệt điện than	5,846	5,962	2%	6,160	3%	Điện than dự báo duy trì công suất vận hành 59-60%
Thủy điện	1,202	1,325	10%	1,217	-8%	2025: Sản lượng phát điện được bổ sung bởi dự án thủy điện Nậm Nơn (20MW). 2026: Điều kiện thủy văn không thuận lợi sẽ giảm sản lượng thủy điện
Giá bán điện trung bình	1,878	1,911	2%	2,070	8%	Giá bán trung bình tăng do tỷ trọng đóng góp cao hơn của nhóm điện khí và giá bán điện trên thị trường cạnh tranh (FMP) duy trì mức cao.
Nhiệt điện khí	1,993	2,090	5%	2,261	8%	
Nhiệt điện than	1,846	1,746	-5%	1,754	0%	
Thủy điện	986	1,019	3%	1,030	1%	
Lợi nhuận gộp	1,948	2,402	23%	3,167	32%	Chủ yếu tăng trưởng nhờ đóng góp của nhà máy Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	6.5%	6.5%	0.0 ppts	6.3%	-0.2 ppts	Biên lợi nhuận gộp giảm so với dự báo trước đó do giá bán thấp hơn so với dự kiến của 2024 tiếp duy trì trong 2025
Thu nhập tài chính	616	711	15%	711	0%	
Chi phí tài chính	667	1,493	124%	1,796	20%	Chi phí lãi vay tăng mạnh do NT3&4 đi vào vận hành khiến chi phí lãi vay hạch toán trên KQKD.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	40	40	0%	40	0%	
SG&A	874	1,110	27%	1,509	36%	2025: Chi phí vận hành tăng mạnh do NT3&4 đi vào vận hành.
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,074	1,292	20%	1,658	28%	
Thu nhập khác	493	0	-100%	0	0%	Giảm do không còn kỳ vọng ghi nhận khoản bồi thường bảo hiểm 1,000 tỷ
Lợi nhuận trước thuế	1,517	550	-64%	624	13%	
Lợi nhuận sau thuế	1,346	489	-64%	555	13%	
LNST công ty mẹ	1,252	422	-66%	479	14%	
<i>Biên LNST</i>	4.5%	1.3%	-3.2 ppts	1.1%	-0.2 ppts	2025 & 2026: Biên lợi nhuận suy giảm do NT3&4 dự kiến đem về lỗ ròng trong năm 2025 và 2026

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 14,600 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 TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu 14,600 VND/cổ phiếu, tương ứng upside 14% so với giá đóng cửa ngày 18/03/2025. Với phương pháp sử dụng bội số, chúng tôi sử dụng mức EBITDA trung bình 2025F-2027F để phản ánh chính xác mức sinh lợi của dự án sau khi vận hành ổn định và áp dụng hệ số mục tiêu EV/EBITDA 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
Trung bình EBITDA 2025F-2027F	5,938
EV/EBITDA mục tiêu	8
<b>Tổng giá trị</b>	<b>47,504</b>
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn	16,442
(-) Vay nợ ròng	- 22,659
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	- 2,696
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>38,591</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2,342
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>	<b>16,478</b>

Nguồn: KBSV

**Bảng 14. Định giá SOTP**

(tỷ VND)	Phương pháp	Giá trị của POW
Cà Mau 1&2	DCF	5,793
Nhơn Trạch 1	DCF	1,111
Nhơn Trạch 2	DCF	2,775
Hỏa Na	DCF	3,510
Đakdrinh	DCF	3,281
Vũng Áng 1	DCF	10,684
Nhơn Trạch 3	DCF	5,890
Nhơn Trạch 4	DCF	5,841
<b>Tổng giá trị</b>		<b>38,885</b>
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn		16,442
(-) Vay nợ ròng		-22,659
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		-2,696
<b>Giá trị VCSH</b>		<b>29,972</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)		2,341.90
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>		<b>12,798</b>

Nguồn: KBSV

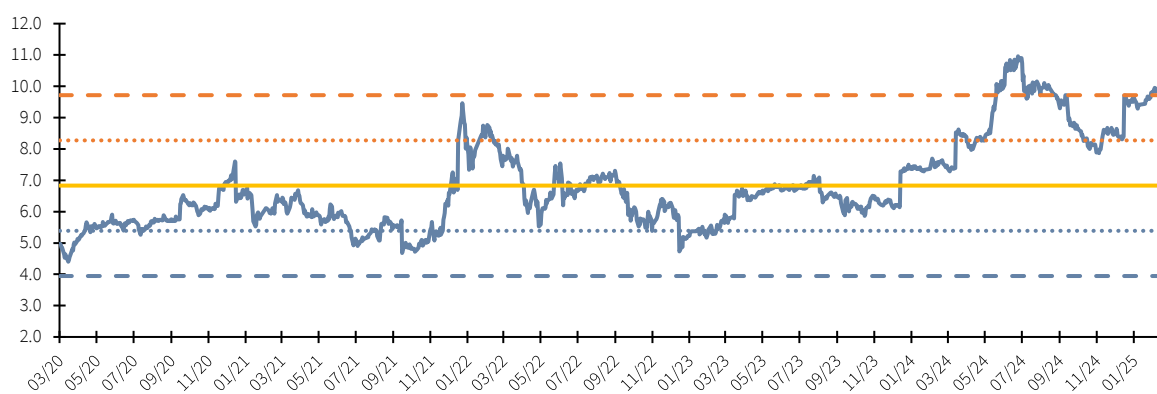
**Bảng 15. Tổng hợp định giá POW**

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
SOTP	12,798	50%	6,399
EV/EBITDA (8x)	16,478	50%	8,239
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>14,600</b>
Giá hiện tại (18/03/2025)			12,900
<b>Upside</b>			<b>14.0%</b>

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%	2.3%	3.9%	6.2%	7.0%	8.5%
	-3%	7.8%	9.3%	11.6%	14.0%	15.5%
	0%	9.3%	11.6%	14.0%	16.3%	17.8%
	3%	10.1%	12.4%	14.7%	17.1%	18.6%
	6%	10.9%	13.2%	15.5%	17.8%	19.4%

Nguồn: KBSV ước tính

**CTCP Điện lực Dầu khí (POW) – Bảng tóm tắt KQKD & Dự phóng 2023A-2026F**

<b>Báo cáo Kết quả HDKD</b>					<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F	(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>					<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	28,329	30,180	36,984	50,284	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	70,362	81,281	99,629	103,370
Giá vốn hàng bán	-25,625	-28,232	-34,582	-47,117	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	29,042	30,171	37,140	45,413
Lãi gộp	2,704	1,948	2,402	3,167	Tiền và tương đương tiền	8,440	11,720	11,804	12,588
Thu nhập tài chính	544	616	711	722	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,391	3,956	3,800	3,800
Chi phí tài chính	-730	-667	-1,493	-1,796	Các khoản phải thu	14,560	11,941	17,935	24,522
Trong đó: Chi phí lãi vay	-565	-382	-1,135	-1,365	Hàng tồn kho, ròng	2,167	1,795	2,842	3,744
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	53	40	40	40	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	41,320	51,110	62,489	57,957
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	Phải thu dài hạn	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,268	-874	-1,110	-1,509	Tài sản cố định	26,402	24,321	52,366	47,834
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,303	1,063	550	624	Tài sản dở dang dài hạn	9,032	19,743	3,077	3,077
Thu nhập khác	162	1,191	0	0	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	-10	-698	0	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	152	493	0	0	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	36,243	46,675	64,925	68,294
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	1	2	3	Nợ ngắn hạn	26,785	35,134	42,140	49,629
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,455	1,556	550	624	Phải trả người bán	15,947	17,159	14,654	21,523
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-159	-171	-61	-69	Người mua trả tiền trước	1	3	1	1
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,283	1,346	489	555	Vay ngắn hạn	5,507	13,508	23,023	23,643
Lợi ích của cổ đông thiểu số	245	94	67	76	Nợ dài hạn	9,458	11,540	22,785	18,665
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,038	1,252	422	479	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
<b>Chỉ số hoạt động</b>					Vay dài hạn	7,172	9,151	20,616	16,496
	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>34,166</b>	<b>34,607</b>	<b>34,704</b>	<b>35,076</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.5%	6.5%	6.5%	6.3%	Vốn góp	23,419	23,419	23,419	23,419
Tỷ suất EBITDA	15.0%	12.9%	10.5%	14.3%	Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Tỷ suất EBIT	5.1%	3.6%	3.5%	3.3%	Lãi chưa phân phối	3,959	4,032	4,264	4,532
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	5.1%	5.0%	1.5%	1.2%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	4,074	4,460	4,567	4,794
Tỷ suất lãi hoạt động KD	4.6%	3.5%	1.5%	1.2%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,714	2,696	2,454	2,331
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	4.5%	1.3%	1.1%					
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>					<b>Chỉ số chính</b>				
(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F	(x, %, VND)				
Lãi trước thuế	1,442	1,517	550	624	<b>Chỉ số định giá</b>				
Khấu hao TSCĐ	2,809	2,818	2,596	5,554	P/E	33.2	27.5	81.7	71.7
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-678	-863	-751	-762	P/E pha loãng	33.2	27.5	81.7	71.7
Chi phí lãi vay	565	382	1,135	1,365	P/B	1.0	1.0	1.0	1.0
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	5,488	4,231	3,570	6,821	P/S	1.2	1.1	0.9	0.7
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-3,491	2,328	-5,946	-6,587	P/Tangible Book	1.0	1.0	1.0	1.0
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-21	392	-1,063	-902	P/Cash Flow	10.3	7.8	-4.8	7.2
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	6,225	-276	-2,476	6,869	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	9.8	12.4	17.7	8.9
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-3,962	-1,401	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	28.8	44.8	53.2	38.8
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-888	-877	-1,196	-1,434					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,352	4,398	-7,111	4,767	<b>Hiệu quả quản lý</b>				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-6,312	-9,819	-14,000	-1,022	ROE%	4	4	1	2
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	125	3	0	0	ROA%	2	2	1	1
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-3,071	-6,334	-6,334	-6,334	ROIC%	4	2	2	3
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	2,330	4,738	6,222	6,334	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-30	0	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.5	0.4	0.3
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.0	0.8	0.8	0.8
Cố tức và tiền lãi nhận được	473	547	711	722	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.1	0.9	0.9	0.9
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-6,485	-10,867	-13,401	-300	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.2	0.3	0.6	0.5
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	82	21	0	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.2	0.2
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.4	0.7	0.7
Tiền thu được các khoản đi vay	13,107	27,050	37,963	13,685	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.2	0.2	0.2
Tiền trả các khoản đi vay	-9,503	-17,185	-17,185	-17,185	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.8	1.0	1.2	1.4
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.4	0.4	0.4	0.5
Cố tức đã trả	-365	-137	-183	-183	Tổng công nợ/Vốn CSH	1.1	1.3	1.9	1.9
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.5	0.6	0.7	0.7
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	3,321	9,749	20,595	-3,683	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	188	3,281	83	784	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.1	2.3	2.5	2.4
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	8,252	8,440	11,721	11,804	Hệ số quay vòng HTK	12.1	14.3	12.2	12.6
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	8,440	11,721	11,804	12,588	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	1.5	1.3	1.7	2.1

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## 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

anhtd@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&amp;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.