

TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM – CTCP (POW – HOSE)

Trên đà chuyển mình, tái định vị trong chu kỳ tăng trưởng mới

KHẢ QUAN

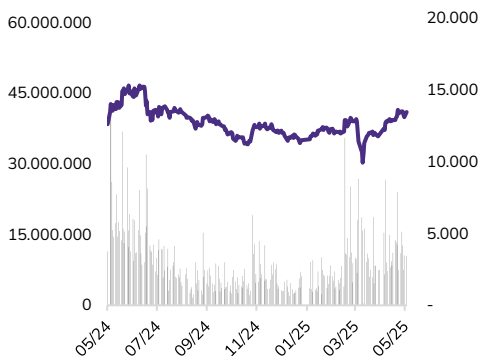
Lê Thị Kim Huê

Email: hue.lethikim@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Điện
Ngày báo cáo	: 01/7/2025
Giá hiện tại (VND/CP)	: 13.000
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 14.300
Tỷ lệ tăng (%)	: +10%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 30.327
SLCPĐLH (CP)	: 2.341.871.600

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: FiinPro, ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	1Q24	1Q25
Tăng trưởng DTT (%)	-15,9%	30,5%
Tăng trưởng LNST (%)	-48,0%	60,3%
Biên LNG (%)	6,0%	10,0%
Biên LNST (%)	4,4%	5,5%
ROA (%)	0,4%	0,6%
ROE (%)	0,9%	1,4%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,40	0,67
EPS (VND/CP)	119	190
BVPS (VND/CP)	13.359	13.819

Nguồn: FiinPro, ABS Research

Luận điểm đầu tư

- Năm 2024 chứng kiến một năm đầy khó khăn, thách thức của POW khi HĐKD chính cho thấy sự đi xuống khá rõ nhưng nhờ có khoản thu nhập bất thường khác 1.079 tỷ đồng nên LNST cổ đông công ty mẹ vẫn có sự tăng trưởng svck, đạt 1.112 tỷ đồng (+7,1% svck).
- Tuy nhiên, KQKD Q1/2025 đã cho thấy sự tích cực khi các nhà máy điện (NMĐ) đều hoạt động hiệu quả, sản lượng điện tăng +20% svck. DTT của POW đạt 8.150 tỷ đồng tỷ đồng (+30,5% svck), lợi nhuận gộp đạt 816 tỷ đồng (+116,6% svck), LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 445 tỷ đồng (+60,3% svck).
- Chúng tôi đánh giá triển vọng của POW trong năm 2025 sẽ vẫn tương đối ổn định do tác động đan xen của cả yếu tố tích cực & tiêu cực, còn triển vọng dài hạn là tích cực. Năm 2025, tuy POW không còn khoản thu nhập bất thường từ bồi thường bảo hiểm sự cố tổ máy NMĐ Vũng Áng 1 nữa nhưng sản lượng điện sẽ tăng mạnh svck, góp phần cải thiện KQKD do các NMĐ hiện tại dự báo hoạt động hiệu quả hơn năm 2024 và có sự đóng góp của NMĐ NT3 khi NMĐ NT3 dự kiến vào vận hành thương mại từ tháng 8/2025. Các yếu tố tác động tới triển vọng của POW:

- ✓ **Nhu cầu điện được hỗ trợ từ động lực tăng trưởng kinh tế nhưng bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế quan của Hoa Kỳ.** Chính phủ đặt mục tiêu GDP năm 2025 sẽ trên 8%. Trong dài hạn, Chính phủ quyết tâm tăng trưởng hai con số. Kinh tế dự báo tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025 sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng điện năng, dự kiến nhu cầu tiêu thụ điện năm 2025 từ 11% trở lên. Tuy nhiên, chính sách thuế quan của Hoa Kỳ sẽ phần nào ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế của Việt Nam và tình hình thu hút FDI, và điều này sẽ ảnh hưởng tới nhu cầu sử dụng điện.
- ✓ Nhóm thủy điện dự báo sẽ khả quan trong năm 2025, đặc biệt vào Q3-Q4 khi bước vào mùa mưa. NMĐ Vũng Áng 1 dự báo sẽ tiếp tục hoạt động ổn định trong năm 2025 – 2026 khi điện than vẫn là nguồn điện nền của nước ta trong thời điểm hiện tại.
- ✓ Nhóm điện khí hiện đang phải đối mặt với một số khó khăn như: 1) Thủy điện sẽ được ưu tiên huy động do giá cạnh tranh hơn; 2) Nguồn khí trong nước vẫn đang trên đà suy giảm. Song, triển vọng nhóm này dự báo có thể cải thiện hơn trong năm 2025 do mức nền thấp năm 2024.

- ✓ **Động lực tới từ NMD LNG Nhơn Trạch 3 & 4** khi 2 NMD này dự kiến đi vào hoạt động vào tháng 8/2025 và cuối năm 2025. Đây là 2 dự án trọng điểm của POW và là 2 dự án điện khí đầu tiên sử dụng khí LNG. Hai dự án này với tổng công suất 1.560 MW, dự kiến khi đi vào hoạt động sẽ giúp POW tăng thêm 36% công suất. Tuy nhiên, 2 nhà máy này dự kiến sẽ lỗ trong 2 năm đầu vận hành do chi phí khấu hao và lãi vay, nhưng kỳ vọng bắt đầu có lãi từ năm 2027. Chúng tôi dự phóng 2 NMD NT3&4 sẽ đóng góp 4.998 tỷ đồng doanh thu & 292 tỷ đồng lợi nhuận năm 2025 và 14.425 tỷ đồng doanh thu & 876 tỷ đồng lợi nhuận vào năm 2026. Năm 2027, khi 2 NMD hoạt động ổn định, sản lượng điện đóng góp là 8.112 triệu kWh, doanh thu dự kiến đạt 19.414 tỷ đồng & lợi nhuận đạt 1.168 tỷ đồng.
- ✓ **Triển vọng dài hạn** tới từ loạt dự án POW đang nghiên cứu triển khai như Nhà máy điện Quỳnh Lập (Nghệ An), Nhà máy điện Vũng Áng 3 (Hà Tĩnh), Nhà máy điện Cà Mau mở rộng (Cà Mau), Nhà máy điện tuabin khí hỗn hợp Quảng Ninh. Ngoài ra, mảng trạm sạc xe điện dự kiến sẽ đem lại nguồn thu đáng kể cho POW trong tương lai.
- Chúng tôi dự phóng DTT & LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2025F của POW dự kiến đạt 41.179 tỷ đồng (+35,9% svck) & 1.172 tỷ đồng (+5,4% svck), một mức tăng trưởng tích cực khi thiếu vắng khoản thu nhập bất thường hơn 1.079 tỷ đồng như năm 2024. EPS & BVPS 2025F dự kiến đạt 458 đồng/cp & 14.158 đồng/cp, tương ứng 2025F P/E và P/B đạt 28,5 lần & 0,92 lần tại mức giá giao dịch hiện tại. Năm 2026F, chúng tôi dự phóng DTT & LNST của cổ đông Công ty mẹ của POW dự kiến đạt 52.773 tỷ đồng (+28,2% svck) & 1.564 tỷ đồng (+33,5% svck). EPS & BVPS 2026F dự kiến đạt 625 đồng/cp & 14.816 đồng/cp, tương ứng 2025F P/E và P/B đạt 20,9 lần & 0,88 lần tại mức giá giao dịch hiện tại.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 14.300 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +10% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu POW.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Giá đầu vào (than, khí tự nhiên, LNG...) có thể biến động tăng mạnh hơn so với dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm tính cạnh tranh và ảnh hưởng tới HD SXKD của các NMD.
 - ✓ Sản lượng điện có thể thấp hơn dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
- **Cơ hội:** Sản lượng điện có thể cải thiện hơn & giá đầu vào cũng giảm mạnh hơn mức dự báo của chúng tôi, điều này sẽ làm tăng doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng chúng tôi đưa ra.

BẢNG TỔNG HỢP VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA POW

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	28.329	30.306	41.179	52.773
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	0,4%	7,0%	35,9%	28,2%
Lợi nhuận gộp	2.704	1.998	3.015	3.762
Biên lợi nhuận gộp (%)	9,5%	6,6%	7,3%	7,1%
Doanh thu tài chính	544	566	503	659
Chi phí tài chính	-730	-845	-1.049	-1.159
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí QLDN	-1.268	-878	-1.073	-1.376
Lợi nhuận từ HĐKD	1.290	883	1.438	1.928
Lãi/Lỗ khác	152	500	152	152
Lợi nhuận trước thuế	1.442	1.383	1.590	2.080
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.038	1.112	1.172	1.564
Biên lợi nhuận ròng (%)	3,7%	3,7%	2,8%	3,0%
EPS (đồng/cp)	443	475	458	625

Nguồn: BCTC POW, ABS Research

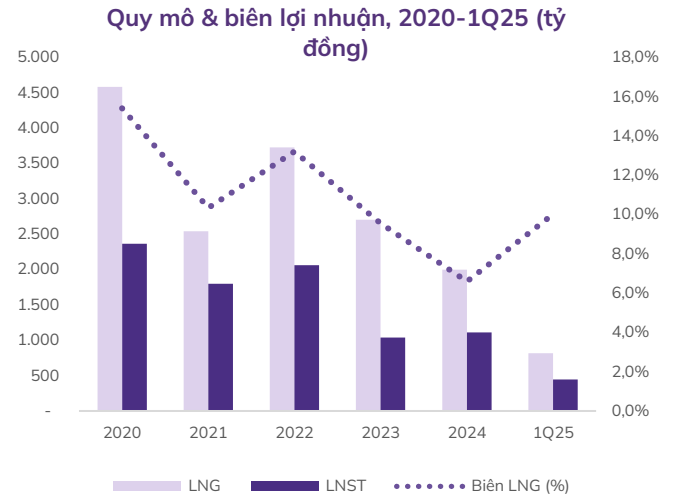
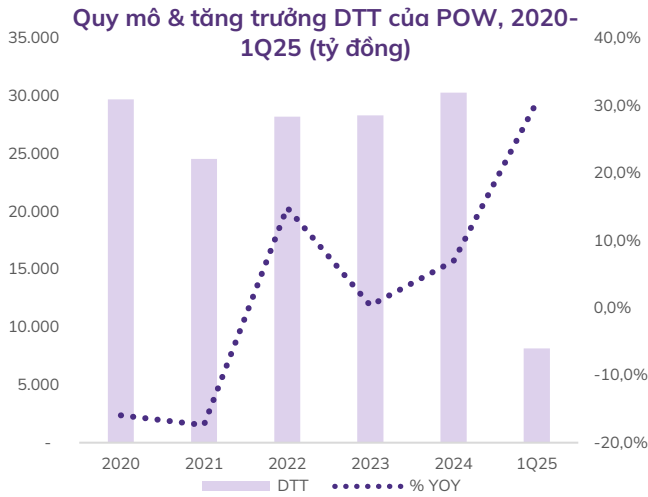
Cập nhật doanh nghiệp

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA POW Q1/2025 & NĂM 2024

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ VND)	1Q24	1Q25	%YOY	2023	2024	%YOY
Doanh thu thuần	6.243	8.150	30,5%	28.329	30.306	7,0%
Lợi nhuận gộp	377	816	116,6%	2.704	1.998	-26,1%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>6,0%</i>	<i>10,0%</i>		<i>9,5%</i>	<i>6,6%</i>	
Chi phí Bán hàng & QLDN	(116)	(338)	190,3%	(1.268)	(878)	-30,8%
<i>Tỷ lệ Chi phí bán hàng & QLDN/DTT (%)</i>	<i>1,9%</i>	<i>4,1%</i>		<i>4,5%</i>	<i>2,9%</i>	
Doanh thu tài chính	101	208	105,6%	544	566	4,1%
Chi phí tài chính	(154)	(176)	13,6%	(730)	(845)	15,9%
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>(81)</i>	<i>(119)</i>	<i>48,3%</i>	<i>(565)</i>	<i>(382)</i>	<i>-32,4%</i>
Lợi nhuận từ HĐKD	207	511	146,9%	1.290	883	-31,6%
Lãi/lỗ từ liên doanh, liên kết	0	1	#DIV/0!	40	42	5,2%
Lãi/lỗ khác	71	(1)	N/A	152	500	229,5%
Lợi nhuận trước thuế	278	510	83,6%	1.442	1.383	-4,1%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	278	445	60,3%	1.038	1.112	7,1%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>4,4%</i>	<i>5,5%</i>		<i>3,7%</i>	<i>3,7%</i>	

Nguồn: BCTC POW, ABS Research

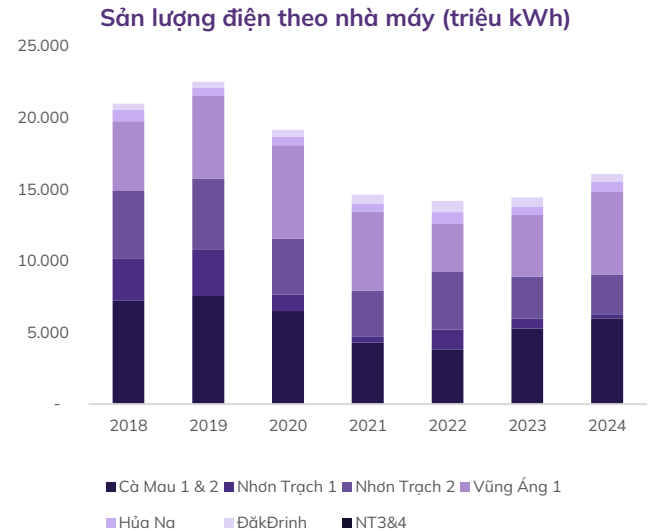
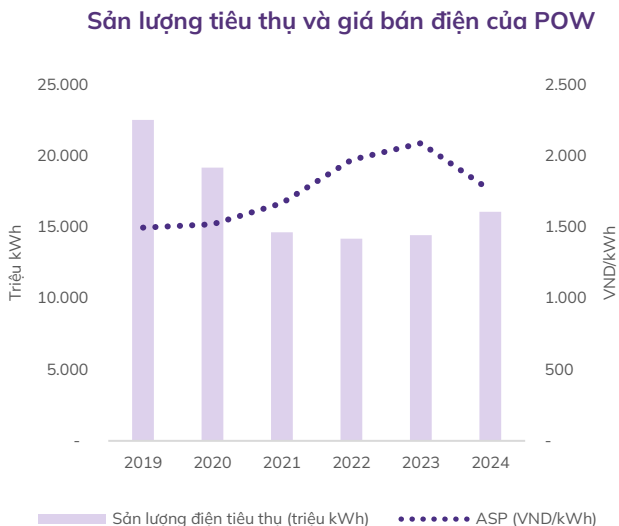
- LNST năm 2024 về mức thấp nhất 10 năm:** Mặc dù doanh thu duy trì tăng trưởng nhưng lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh svck, và lỗ từ hoạt động tài chính tăng, khiến lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh (HĐKD) chính đi xuống. Tuy vậy, nhờ có khoản thu nhập bất thường khác nên LNST cổ đông công ty mẹ vẫn có sự tăng trưởng svck. Cụ thể:
 - ✓ Tổng sản lượng điện toàn Tổng công ty năm 2024 đạt 16.079 triệu kWh (+11,3% svck), chủ yếu nhờ sản lượng điện tại NMD Vũng Áng 1 và NMD Cà Mau 1&2 tăng mạnh svck, lần lượt tăng +34,8% svck & +13,6% svck do các tổ máy của NMD Vũng Áng 1 đã khắc phục được sự cố & đi vào vận hành ổn định trong năm 2024 và NMD Cà Mau 2 đã hoàn tất đại tu trong năm 2023. Doanh thu thuần (DTT) của POW năm 2024 đạt 30.306 tỷ đồng (+7% svck).
 - ✓ Tuy vậy, lợi nhuận gộp chỉ đạt 1.998 tỷ đồng, giảm mạnh -26,1% svck, biên LNG giảm xuống 6,6% từ mức 9,5% của cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân là do:
 - Các nguồn khí nội địa cho sản xuất điện ngày càng suy giảm. Nguồn cung năm 2024 (3 tỷ Sm³/năm) thấp hơn tổng nhu cầu tiêu thụ khí của các nhà máy điện Đông Nam Bộ (5 tỷ Sm³/năm). Giá khí tăng, trong khi Nhà máy điện Nhơn Trạch 1, 2 ở cuối nguồn cấp khí phải chịu thêm phần cước phân phối Phú Mỹ – Nhơn Trạch (5,39 USD/Tr.BTU), khiến giá khí bình quân của nhà máy tăng cao, giá biến đổi thường xuyên cao hơn giá điện thị trường toàn phần bình quân (FMP), ảnh hưởng đến tính cạnh tranh khi tham gia thị trường điện và khả năng huy động của nhà máy.
 - Các nhà máy điện khí Cà Mau 1&2 và Nhơn Trạch 2 đã phát sinh khí trả trước, dẫn đến áp lực về dòng tiền, buộc phải vận hành để thu hồi khí trả trước, đồng thời làm tăng chi phí sử dụng vốn do đã ấn định khí tối thiểu cho các năm 2024–2026. Các vấn đề liên quan đến phân bổ khí và chênh lệch giá khí tại Nhà máy điện Cà Mau 1&2 vẫn chưa được giải quyết.
 - Do nguồn than trong nước giảm trong thời gian qua, suất hao nhiệt (SHT) tăng cao hơn so với định mức được thanh toán từ hợp đồng mua bán điện (PPA), làm giảm tính cạnh tranh và hiệu quả sản xuất kinh doanh của Nhà máy điện Vũng Áng 1 khi tham gia thị trường điện.
 - Sản lượng điện theo hợp đồng (Qc) tháng liên tục bị cắt giảm so với kế hoạch năm đã công bố: Nhơn Trạch 1 giảm 451 triệu kWh, Vũng Áng 1 giảm 449 triệu kWh, Hủa Na giảm 26,3 triệu kWh.
 - Giá trần thị trường năm 2024 là 1.510 đ/kWh, thấp hơn nhiều so với các năm trước (năm 2023 là 1.778,6 đ/kWh; năm 2022 là 1.602,3 đ/kWh), ảnh hưởng đến khả năng vận hành của các nhà máy.
 - Khu vực phía Nam thừa nguồn, truyền tải Bắc – Nam bị giới hạn khiến nhiều nhà máy (Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1&2) bị giảm phát, phải dừng/khởi động nhiều lần, tiềm ẩn rủi ro sự cố và giảm độ tin cậy vận hành.



Nguồn: Fiinpro, BCTC của POW, ABS Research

- Tỷ trọng các nhà máy điện năng lượng tái tạo tại miền Nam tăng cao, khiến các nhà máy nhiệt điện như Nhơn Trạch 1&2 và Cà Mau 1&2 phải giảm phát, làm sụt giảm sản lượng và doanh thu.
- Khó khăn tài chính của EVN trong giai đoạn hiện nay (chịu lỗ lớn do chi phí tăng cao) ảnh hưởng đến việc phân giao sản lượng hợp đồng Qc và thanh toán tiền điện cho các nhà máy điện. Điều này tác động lớn đến khả năng vận hành, hiệu quả của các nhà máy và gây khó khăn về dòng tiền sản xuất kinh doanh của PV Power.
- ✓ Chi phí BH & QLDN giảm về 878 tỷ đồng (-30,8% svck), chủ yếu do hoàn nhập 18,6 tỷ đồng dự phòng phải thu khó đòi trong khi năm 2023 phải trích lập 418,7 tỷ đồng.
- ✓ Doanh thu tài chính tăng nhẹ +4,1% svck lên 566 tỷ đồng trong khi chi phí tài chính tăng +15,9% svck lên 845 tỷ đồng, chủ yếu do lỗ chênh lệch tỷ giá. Chi phí lãi vay trong năm 2024 giảm -32,4% svck về còn 382 tỷ đồng.
- ✓ Lợi nhuận thuần từ HĐKD chỉ đạt 883 tỷ đồng, giảm -31,6% svck.
- ✓ Trong năm 2024, POW có khoản thu nhập khác đột biến 1.079 tỷ đồng từ bồi thường bảo hiểm sự cố tổ máy số 1 Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 1 (trong khi chi phí khắc phục sự cố này là 688,8 tỷ đồng). Lợi nhuận khác trong năm 2024 ghi nhận 500 tỷ đồng (+229,5% svck).

Nhờ vậy, LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 1.112 tỷ đồng (+7,1% svck). Kết thúc năm 2024, POW hoàn thành 101,2% kế hoạch doanh thu và 147% kế hoạch LNST.



Nguồn: Fiinpro, BCTC của POW, ABS Research

Bảng: sản lượng điện và giá điện 1Q25 vs 1Q24 theo NMD

NMD	Sản lượng 1Q24 (triệu kWh)	Sản lượng 1Q25 (triệu kWh)	%YOY	ASP 1Q24 (VND/kWh)	ASP 1Q25 (VND/kWh)	%YOY
Cà Mau 1 & 2	1,470	1,465	-0.3%	1,835	1,875	2.2%
Nhơn Trạch 1	3	117	3800.0%	2,172	2,973	36.9%
Nhơn Trạch 2	152	593	290.1%	1,621	2,282	40.8%
Vũng Áng 1	1,708	1,760	3.0%	1,716	1,787	4.1%
Hỏa Na	75	117	56.0%	1,546	1,218	-21.2%
ĐăkĐrinh	135	193	43.0%	1,038	941	-9.3%
Tổng	3,543	4,245	19.8%			

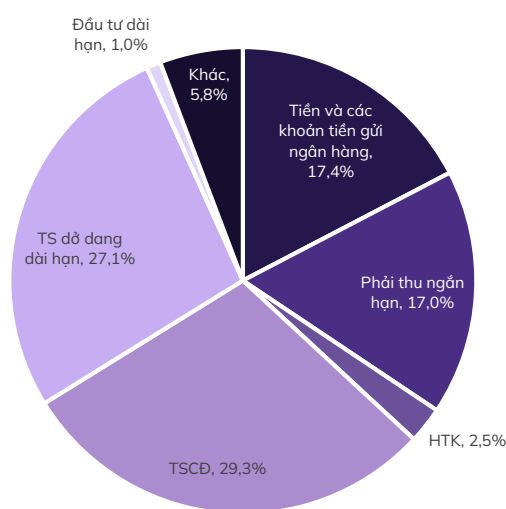
Nguồn: POW, ABS Research

- KQKD Q1/2025 tích cực khi các nhà máy điện (NMD) đều hoạt động hiệu quả:**
 - ✓ Q1/2025, DTT của POW đạt 8.150 tỷ đồng tỷ đồng (+30,5% svck), lợi nhuận gộp đạt 816 tỷ đồng (+116,6% svck), biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 10% so với mức 6% của cùng kỳ năm trước. Kết quả tích cực trên là do: 1) Sản lượng tiêu thụ điện trong quý đạt 4.258 triệu kWh (+20% svck), trong đó các NMD của POW đều có sản lượng tăng mạnh svck trừ NMD Cà Mau 1&2 sụt giảm nhẹ; 2) Giá bán điện bình quân (ASP) các NMD đa phần tăng mạnh svck trừ NMD Thủy điện Hỏa Na & ĐăkĐrinh.
 - ✓ Chi phí QLDN tăng mạnh lên 338 tỷ đồng (+190,3% svck), chủ yếu do chi phí nhân công tăng mạnh +76,5% svck lên 105,7 tỷ đồng & Q1/2025 có khoản dự phòng 135,8 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm trước không có khoản này.
 - ✓ Doanh thu tài chính mạnh lên 208 tỷ đồng (+105,6% svck), chủ yếu do lãi tiền gửi & cổ tức, lợi nhuận được chia kỳ này tăng svck. Trong khi đó, chi phí tài chính tăng lên 176 tỷ đồng (+13,6% svck), chủ yếu do chi phí lãi vay tăng mạnh +48,3% svck lên 119 tỷ đồng.
 - ✓ Hoạt động khác kỳ này lỗ gần 1 tỷ đồng trong khi cùng kỳ lãi gần 71 tỷ đồng, chủ yếu do cùng kỳ năm trước có khoản thu 70,3 tỷ đồng do ghi tăng giá trị vật tư dự phòng ISP tại Nhơn Trạch 2.
 - ✓ **Kết quả, LNST cổ đông Công ty mẹ Q1/2025 của POW đạt 445 tỷ đồng (+60,3% svck). Như vậy, kết thúc Q1/2025, POW đã hoàn thành 21,9% kế hoạch doanh thu năm 2025 & hoàn thành 107,6% kế hoạch LNST năm 2025.**
- Tình hình tài chính vẫn an toàn:**
 - ✓ **Lượng tiền dồi dào nhưng nhu cầu vốn thời gian tới rất lớn.** Tại 31/03/2025, POW có 14.010 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng (-10,6% so với cuối năm 2024), chiếm 17,4% cơ cấu TTS. Lượng tiền dồi dào sẽ giúp POW có thể chủ động trong các hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, nhu cầu vốn của POW trong giai đoạn 2020-2025 & thời gian tới là rất lớn do đây là giai đoạn đầu tư các dự án lớn, đặc biệt là NMD Nhơn Trạch 3&4. ĐHCĐ 2025 của POW cũng đã quyết định không chia cổ tức năm 2024 và 2025 để dành nguồn lực cho đầu tư.
 - ✓ **Các khoản phải thu ngắn hạn tăng.** Tại 31/03/2025, các khoản phải thu ngắn hạn có giá trị 13.752 tỷ đồng (+15,8% so với thời điểm cuối năm 2024), chiếm 17% cơ cấu TTS, trích lập dự phòng 631,3 tỷ đồng. Đây chủ yếu là khoản phải thu Công ty Mua bán điện 13.111 tỷ đồng (+18,7% so với thời điểm cuối 2024).
 - ✓ **Đáng chú ý, TS dở dang dài hạn tiếp tục tăng.** Tại 31/03/2025, khoản mục này của POW có giá trị 21.857 tỷ đồng (+10,6% svck), chiếm 27,1% cơ cấu TTS, trong đó chủ yếu tập trung tại Dự án Nhơn Trạch 3&4 (20.716 tỷ đồng, +10,8% so với cuối năm 2024).
 - ✓ **Nợ vay tiếp tục tăng để phục vụ cho các dự án đầu tư lớn.** Trong kỳ, nợ vay của POW đã tăng mạnh lên 23.459 tỷ đồng (+3,5% so với thời điểm cuối năm 2023), trong đó nợ vay ngắn hạn là 14.646 tỷ đồng (+8,4% so với thời điểm cuối năm 2024) và nợ vay dài hạn là 8.813 tỷ đồng (-3,7% so với thời điểm cuối năm 2024). Hệ số D/E đã tăng lên 0,67 lần so với mức 0,65

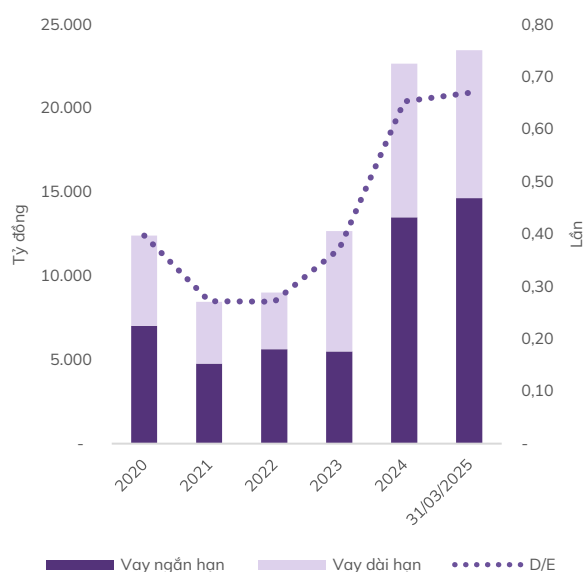
lần của cuối năm 2024. Như vậy, nợ vay của POW có xu hướng tăng từ năm 2021 trở lại đây. Điều này có thể giải thích do trong giai đoạn này, POW đang tập trung đầu tư các dự án lớn, đặc biệt là dự án NMĐ Nhơn Trạch 3&4. Đây là 2 dự án trọng điểm của POW và là 2 dự án điện khí đầu tiên sử dụng khí LNG với tổng vốn đầu tư là gần 32.487 tỷ đồng (trong đó VCSH/vốn vay là 25%/75%). Trong thời gian tới, POW còn triển khai các dự án điện LNG khác như NMĐ LNG Quảng Ninh, NMĐ Quỳnh Lập (Nghệ An), NMĐ Vũng Áng 3 (Hà Tĩnh), NMĐ Cà Mau mở rộng (Cà Mau)... nên nhu cầu vốn thời gian tới là lớn và nợ vay có thể sẽ tiếp tục tăng lên. Việc tăng nợ vay có thể sẽ khiến cho chi phí lãi vay tăng lên và sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận của DN. Ngoài ra, nợ vay bằng đồng USD hiện chiếm 43,3% cơ cấu nợ vay của POW nên doanh nghiệp sẽ phải chịu rủi ro biến động tỷ giá.

- ✓ Trong 3 năm trở lại đây, dòng tiền thuần từ HĐ đầu tư liên tục âm trong khi dòng tiền thuần từ HĐ tài chính lại liên tục dương và đặc biệt năm 2024 cả 2 khoản mục này đều có giá trị rất lớn do DN tập trung đầu tư cho Dự án NT3&4 và phải vay nợ nhiều.

Cơ cấu TTS của POW tại 31/03/2025 (%)



Quy mô nợ vay & hệ số D/E của POW



Nguồn: Fiinpro & BCTC của POW, ABS Research

Triển vọng & Dự phóng kết quả kinh doanh

Chúng tôi đánh giá triển vọng của POW trong năm 2025 sẽ vẫn tương đối ổn định do tác động đan xen của cả yếu tố tích cực & tiêu cực, còn triển vọng dài hạn là tích cực. Năm 2025, tuy POW không còn khoản thu nhập bất thường từ bồi thường bảo hiểm sự cố tổ máy NMT Vũng Áng 1 nữa nhưng sản lượng điện sẽ tăng mạnh svck, góp phần cải thiện KQKD do các NMT hiện tại dự báo hoạt động hiệu quả hơn năm 2024 và có sự đóng góp của NMT NT3 khi NMT NT3 dự kiến vào vận hành thương mại từ tháng 8/2025. Các yếu tố tác động tới triển vọng của POW:

- **Nhu cầu điện được hỗ trợ từ động lực tăng trưởng kinh tế nhưng bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế quan của Hoa Kỳ.** Chính phủ đặt mục tiêu GDP năm 2025 sẽ trên 8%. Trong dài hạn, Chính phủ quyết tâm tăng trưởng hai con số. Kinh tế dự báo tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025 sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng điện năng, dự kiến nhu cầu tiêu thụ điện năm 2025 từ 11% trở lên. Tuy nhiên, chính sách thuế quan của Hoa Kỳ sẽ phần nào ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế của Việt Nam và tình hình thu hút FDI, và điều này sẽ ảnh hưởng tới nhu cầu sử dụng điện.
- **Nhóm thủy điện dự báo sẽ khả quan trong năm 2025.** Chúng tôi cho rằng KQKD năm 2025 của các NMT Hòa Na, Đắkđrinh sẽ tích cực hơn svck do pha thời tiết ENSO trung tính gây nhiều mưa hơn so với năm 2024, đặc biệt là khi Miền Trung & Tây Nguyên bước vào mùa mưa (quý 3, quý 4). Chúng tôi dự phóng sản lượng điện năm 2025 của Hòa Na và Đắkđrinh sẽ đạt 681 triệu kWh (+7% svck) và 662 triệu kWh (+17% svck). ASP năm 2025 của 2 NMT dự kiến giảm 2% svck, trong đó Hòa Na dự báo là 1.055 đ/kWh và Đắkđrinh là 867 đ/kWh. Doanh thu dự phóng năm 2025F của Hòa Na và Đắkđrinh dự kiến đạt 718 tỷ đồng (+5% svck) & 574 tỷ đồng (+14,6% svck). Tuy nhiên, năm 2026, hiện tượng El Nino dự báo quay lại sẽ ảnh hưởng tới điều kiện thủy văn và tình hình kinh doanh của các Nhà máy thủy điện. Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026F của Hòa Na đạt 546 tỷ đồng (-24% svck) & Đắkđrinh dự kiến đạt 437 tỷ đồng (-24% svck).
- **NMT Vũng Áng 1** đã có KQKD tích cực trong năm 2024 và chúng tôi dự báo NMT này sẽ tiếp tục hoạt động ổn định trong năm 2025 – 2026 khi điện than vẫn là nguồn điện nền của nước ta trong thời điểm hiện tại. Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ điện của NMT Vũng Áng 1 tăng trưởng 5%/năm trong giai đoạn 2025-2026 khi đạt 7.600 & 7.980 triệu kWh. Doanh thu 2025F-2026F dự phóng đạt 13.749 tỷ đồng (+27,4% svck) & 14.725 tỷ đồng (+7,1% svck).
- Nhóm điện khí hiện đang phải đối mặt với một số khó khăn như: 1) Thủy điện sẽ được ưu tiên huy động do giá cạnh tranh hơn; 2) Nguồn khí trong nước vẫn đang trên đà suy giảm. Song, triển vọng nhóm này dự báo có thể cải thiện hơn trong năm 2025 do mức nền thấp năm 2024, trong đó NT1 được dự báo tăng mạnh sản lượng svck do khác với năm 2024, trong năm 2025 này, NT1 được giao lại Qc, nghĩa là được huy động ổn định theo hợp đồng. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo điện khí có thể tiếp tục tăng trưởng ổn định khi hiện tượng El Nino có thể ảnh hưởng tới thủy văn & thủy điện sẽ giảm huy động. Theo đó, chúng tôi dự phóng:
 - Doanh thu 2025F-2026F của NT1 đạt lần lượt là 1.905 tỷ đồng (+180,1% svck) & 2.040 tỷ đồng (+7,1% svck).
 - Doanh thu 2025F-2026F của NT2 đạt lần lượt là 6.635 tỷ đồng (+12,9% svck) & 7.106 tỷ đồng (+7,1% svck).
 - Doanh thu 2025F-2026F của Cà Mau 1&2 lần lượt là 12.600 tỷ đồng (+10,3% svck) & 13.494 tỷ đồng (+7,1% svck).
- **Động lực tới từ NMT LNG Nhơn Trạch 3 & 4 khi 2 NMT này dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2025.** Đây là 2 dự án trọng điểm của POW và là 2 dự án điện khí đầu tiên sử dụng khí LNG. Hai dự án này với tổng công suất 1.560 MW, dự kiến khi đi vào hoạt động sẽ giúp POW tăng thêm 36% công suất. Tuy nhiên, 2 nhà máy này dự kiến sẽ lỗ trong 2 năm đầu vận hành do chi phí khấu hao và lãi vay, nhưng kỳ vọng bắt đầu có lãi từ năm 2027.
 - Hiện giá khí LNG giao ngay trên thị trường quốc tế vào khoảng 10-12 USD/mmBTU. Giá LNG mà PVGas nhập về cho lô đầu tiên vào khoảng 12 USD/mmBTU. Chi phí logistic vào khoảng 2,589 USD/mmBTU, thuế nhập khẩu khoảng 2%. Chúng tôi ước tính giá khí LNG sau logistic vào khoảng 14,88 USD/mmBTU. Giả định giá khí LNG sẽ giảm 5% trong năm 2026 & sau đó đi ngang.
 - Chúng tôi ước tính giá PPA năm 2025 vào khoảng 2.464 đ/kWh và năm 2026 là 2.371 đ/kWh.

- Chúng tôi giả định NT3 sẽ đi vào vận hành vào tháng 8/2025 và NT4 vào tháng 11/2025. Số giờ hoạt động của 2 NMD này vào khoảng 8.000 giờ/năm và hệ số Qc là 65%. Chúng tôi ước tính sản lượng điện từ 2 NMD này năm 2025 và 2026 lần lượt là 2.028 triệu kWh và 6.084 triệu kWh.
- Với các giả định trên, chúng tôi dự phóng 2 NMD NT3&4 sẽ đóng góp 4.998 tỷ đồng doanh thu & 292 tỷ đồng LNG năm 2025 và 14.425 tỷ đồng doanh thu & 876 tỷ đồng LNG vào năm 2026. Năm 2027, khi 2 NMD hoạt động ổn định, sản lượng điện đóng góp là 8.112 triệu kWh, doanh thu dự kiến đạt 19.414 tỷ đồng & LNG đạt 1.168 tỷ đồng.
- **Triển vọng dài hạn** tới từ loạt dự án POW đang nghiên cứu triển khai như Nhà máy điện Quỳnh Lập (Nghệ An), Nhà máy điện Vũng Áng 3 (Hà Tĩnh), Nhà máy điện Cà Mau mở rộng (Cà Mau), Nhà máy điện tuabin khí hỗn hợp Quảng Ninh. Ngoài ra, mảng trạm sạc xe điện dự kiến sẽ đem lại nguồn thu đáng kể cho POW trong tương lai.
- Chúng tôi dự phóng DTT & LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2025F của POW dự kiến đạt **41.179 tỷ đồng (+35,9% svck)** & **1.172 tỷ đồng (+5,4% svck)**, một mức tăng trưởng tích cực khi không còn khoản thu nhập bất thường hơn **1.079 tỷ đồng như năm 2024**. EPS & BVPS 2025F dự kiến đạt 458 đồng/cp & 14.158 đồng/cp, tương ứng 2025F P/E và P/B đạt 28,5 lần & 0,92 lần tại mức giá giao dịch hiện tại.
- Năm 2026F, chúng tôi dự phóng DTT & LNST của cổ đông Công ty mẹ của POW dự kiến đạt **52.773 tỷ đồng (+28,2% svck)** & **1.564 tỷ đồng (+33,5% svck)**. EPS & BVPS 2026F dự kiến đạt 625 đồng/cp & 14.816 đồng/cp, tương ứng 2025F P/E và P/B đạt 20,9 lần & 0,88 lần tại mức giá giao dịch hiện tại.

Bảng dự phóng sản lượng, doanh thu của POW

STT	NMD	Sản lượng điện (triệu kWh)			Doanh thu (tỷ đồng)		
		2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
1	Cà Mau 1 & 2	5.996	6.296	6.611	11.427	12.600	13.494
2	Nhơn Trạch 1	284	779	818	680	1.905	2.040
3	Nhơn Trạch 2	2.743	2.908	3.053	5.876	6.635	7.106
4	Vũng Áng 1	5.846	7.600	7.980	10.794	13.749	14.725
5	Hỏa Na	636	681	544	684	718	546
6	ĐăkĐrinh	566	662	530	501	574	437
7	NT3&4		2.028	6.084		4.998	14.425
	TỔNG CỘNG	16.071	20.953	25.619	30.306	41.179	52.773

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu POW dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/B
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Một số giả định khác:

- Chúng tôi giả định Công ty không tiến hành tăng vốn.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm. Công ty dự kiến không trả cổ tức để tập trung vốn cho đầu tư các dự án.

Phương pháp so sánh P/B:

- P/B mục tiêu chúng tôi đưa ra sẽ dựa trên P/B bình quân các DN ngành điện đang giao dịch trên 2 SGD là 1,05 lần. BVPS 2025F & 2026F của POW dự kiến đạt 14.158 đ/cp & 14.816 đ/cp.
- Theo đó, giá cổ phiếu POW được xác định theo phương pháp P/B là 15.260 đ/cp.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 3,1%. Phần bù rủi ro thị trường là 8,35% (theo Damodaran tháng 1/2025). Beta là 1,18 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 9,67%.
- Giá theo phương pháp FCFF là 13.391 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	3,10%
Phần bù rủi ro thị trường	8,35%
Beta	1,18
WACC	9,67%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFF	13.391	50%
- P/B	15.260	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		14.326

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 14.300 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +10% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu POW.

Rủi ro:

- ✓ Giá đầu vào (than, khí tự nhiên, LNG...) có thể biến động tăng mạnh hơn so với dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm tính cạnh tranh và ảnh hưởng tới HĐ SXKD của các NMD.
- ✓ Sản lượng điện có thể thấp hơn dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.

Cơ hội:

- ✓ Sản lượng điện có thể cải thiện hơn & giá đầu vào cũng giảm mạnh hơn mức dự báo của chúng tôi, điều này sẽ làm tăng doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng chúng tôi đưa ra.

PHỤ LỤC: MỘT SỐ CHỈ TIÊU CHÍNH CỦA POW

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	28.329	30.306	41.179	52.773
Giá vốn hàng bán	-25.625	-28.308	-38.164	-49.011
Lợi nhuận gộp	2.704	1.998	3.015	3.762
Doanh thu tài chính	544	566	503	659
Chi phí tài chính	-730	-845	-1.049	-1.159
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí QLDN	-1.268	-878	-1.073	-1.376
Lợi nhuận từ HKKD	1.290	883	1.438	1.928
Lãi/Lỗ khác	152	500	152	152
Lợi nhuận trước thuế	1.442	1.383	1.590	2.080
Lợi nhuận sau thuế	1.283	1.211	1.272	1.664
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.038	1.112	1.172	1.564

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
LCT thuần từ HKKD	3.352	4.344	2.964	6.265
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-6.485	-10.973	-13.934	-3.681
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	3.321	9.754	6.609	1.392
LCT thuần trong kỳ	188	3.125	-4.361	3.976
Tiến & tương đương tiền đầu kỳ	8.252	8.440	11.564	7.203
Tiến & tương đương tiền cuối kỳ	8.439	11.564	7.203	11.179

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,08	0,90	0,82	0,91
Khả năng thanh toán nhanh	0,95	0,82	0,74	0,82
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,40	0,47	0,34	0,38
Khả năng thanh toán lãi vay	3,55	4,62	3,00	3,50

Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,48	0,43	0,41	0,39
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,52	0,57	0,59	0,61
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,37	0,65	0,81	0,82

Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	144,8	143,5	109,6	120,5
Số ngày phải trả	165,9	204,2	156,3	162,2
Số ngày tồn kho	30,3	25,5	19,0	20,8

Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,5%	6,6%	7,3%	7,1%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	5,0%	2,6%	4,6%	4,3%
Tỷ suất LNST	4,5%	4,0%	3,1%	3,2%
ROE	3,8%	3,5%	3,6%	4,4%
ROA	2,0%	1,6%	1,5%	1,7%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	8.440	11.564	7.203	11.179
+ Đầu tư ngắn hạn	2.391	4.112	4.687	4.687
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	14.560	11.873	14.207	18.208
+ Hàng tồn kho	2.167	1.795	2.178	2.797
+ Tài sản ngắn hạn khác	1.484	636	666	854
Tài sản ngắn hạn	29.042	29.981	28.942	37.725
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	1
+ Tài sản cố định	26.402	24.321	34.468	34.148
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dở dang dài hạn	9.032	19.759	19.759	19.759
+ Đầu tư dài hạn	960	766	796	796
+ Tài sản dài hạn khác	4.926	5.088	4.034	5.086
Tài sản dài hạn	41.320	49.934	59.058	59.789
Tổng Tài sản	70.362	79.915	88.001	97.514
+ Vay ngắn hạn	5.507	13.508	15.489	15.897
+ Nợ ngắn hạn khác	21.279	19.949	19.971	25.647
Nợ ngắn hạn	26.785	33.457	35.460	41.544
+ Vay dài hạn	7.172	9.151	13.779	14.763
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	2.285	2.626	2.833	3.639
Nợ dài hạn	9.458	11.777	16.612	18.401
Tổng nợ phải trả	36.243	45.234	52.072	59.945
+ Vốn cổ phần	23.419	23.419	23.419	23.419
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	3.923	4.130	5.278	6.819
+ Quỹ khác	6.778	7.132	7.232	7.331
Vốn chủ sở hữu	34.119	34.681	35.929	37.569
Tổng cộng nguồn vốn	70.362	79.915	88.001	97.514

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	0,4%	7,0%	35,9%	28,2%
Tăng trưởng LNTT	-38,2%	-12,1%	35,0%	22,2%
Tăng trưởng LNST	-49,7%	-5,6%	5,0%	30,8%
Tăng trưởng VCSH	2,5%	1,6%	3,6%	4,6%
Tăng trưởng Tổng tài sản	23,8%	13,6%	10,1%	10,8%

Định giá (lần)	2023	2024	2025F	2026F
P/E	39,5	22,4	28,5	20,9
P/B	1,3	0,8	0,92	0,88
EPS	443	475	458	625
BVPS	13.414	13.668	14.158	14.816

Nguồn: FiinPro, ABS Research

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Dầu khí, Điện, Hóa chất

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Nguyễn Xuân Hải - Chuyên viên

Email: hai.nguyenxuan@abs.vn

Hàng và Dịch vụ công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: duyen.nguyenthiky@abs.vn

Hàng tiêu dùng, Bán lẻ

Kiều Thị Thanh Thư - Chuyên viên

Email: thu.kieuthithanh@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu - Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường - Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng xuất khẩu, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminhh@abs.vn



Từ hào
**NHẬN CÚ ĐÚP
GIẢI THƯỞNG**



**BEST NEW STOCK TRADING APP
ABS INVEST - VIET NAM 2024**

ỨNG DỤNG GIAO DỊCH CỔ PHIẾU MỚI
TỐT NHẤT VIỆT NAM



**BEST SECURITIES HOUSE FOR RESEARCH
IN VIET NAM 2024**

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT
VIỆT NAM VỀ PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ



Trải nghiệm ngay
ABS Invest tại đây