*Ngành: Tiện ích công cộng*| BSC RESEARCH

# TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX: POW) BƯỚC SANG TRANG MỚI

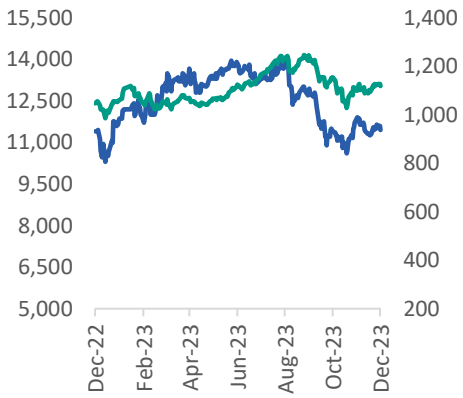
| KHUYẾN NGHỊ | MUA |
|---|---|

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Giá hiện tại: | 11,200 | Ngày viết báo cáo: | 19/12/2023 | **Cổ đông lớn** | |
| Giá mục tiêu trước: | - | Cổ phiếu lưu hành (triệu) | 408.7 | Tập đoàn Dầu khí Việt Nam | 79,.94% |
| Giá mục tiêu mới: | **15,300** | Vốn hóa (tỷ VND) | 23,337 | | |
| Lợi suất cổ tức: | **0%** | KLGD TB 10 phiên (CP): | 800,000 | | |
| **Upside:** | **37%** | % Sở hữu nước ngoài: | 4.4% | | |

**Research Department:**

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

**Bảng so sánh giá CP và VN-Index**




**Bảng so sánh P/E CP và VN-Index**

## QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu POW, giá mục tiêu cho năm 2024 là **15,300 VND/CP** (upside 37% so với giá đóng cửa ngày 19/12/2023) với phương pháp DCF, đã bao gồm dự án Nhơn Trạch 3 vận hành 11/2024 và Nhơn Trạch 4 là 5/2025. Trong đó, NT3 và 4 đóng góp 9% vào upside của cổ phiếu.

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- **Năm 2023, doanh thu và lợi nhuận thuần của POW lần lượt đạt 30,752 tỷ VND (+9% YoY) và 1,326 tỷ VND (-36% YoY)** chủ yếu do 1) hoạt động sản xuất bị gián đoạn do trong năm vũng Áng 1, Cà Mau 2 và Nhơn Trạch 2 thực hiện đại tu và 2) nhóm thủy điện gồm có Hủa Na và Đakđrinh có biên gộp cao nhưng sản lượng phát điện thấp.
- **Năm 2024, doanh thu và lợi nhuận thuần đạt 36,121 tỷ VND (+17% YoY) và 2,488 tỷ VND (+88% YoY)** nhờ:
  - Sản lượng điện tăng 19% YoY và biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 7.8% lên mức 11.1% nhờ các nhà máy Vũng Áng 1, Cà Mau 2 và Nhơn Trạch 2 hoạt động ổn định trở lại, không thực hiện đại tu trong năm 2024.
  - Ghi nhận doanh thu tỷ giá 155 tỷ VND từ Nhơn Trạch 2 và chi phí lãi vay giảm 15% YoY với môi trường lãi suất hạ nhiệt.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2024: SẢN LƯỢNG ĐIỆN PHỤC HỒI 19% YOY

- Nhiệt điện được tăng huy động do ảnh hưởng của El nino trong 1H2024,
- Nhà máy Vũng Áng 1, Cà Mau 2 và Nhơn Trạch 2 hoạt động ổn định trở lại sau đại tu trong năm 2023. Bên cạnh đó, biên gộp cải thiện từ 7.8% lên mức 11.1% vì không có lịch đại tu trong năm 2024
- Sản lượng điện của Vũng Áng 1 được ưu tiên do giá than đang suy giảm và được dự báo giảm 5% YoY.

## CATALYST

- Có thể nhận bồi thường 300 tỷ VND từ bảo hiểm cho sự cố ở nhà máy Vũng Áng 1.
- Ghi nhận doanh thu tỷ giá khoảng 155 tỷ VND ở nhà máy Nhơn Trạch 2.

## RỦI RO

- Nhà máy Vũng Áng 1 sử dụng lượng than nhập khẩu nhiều hơn sẽ khiến máy móc dễ gặp sự cố hơn, gây gián đoạn sản xuất.
- Rủi ro thiếu khí đột ngột ảnh hưởng đến nhà máy Nhơn Trạch 1, 2 và Cà Mau 1, 2.
- Nền kinh tế phục hồi chậm dẫn đến sản lượng huy động thấp hơn dự kiến.

| | 2022 | 2023F | 2024F | VN-Index |
|---|---|---|---|---|
| **PE (x)** | 12.1 | 21.7 | 11.4 | 14.0 |
| **PB (x)** | 0.75 | 1.0 | 0.9 | 1.61 |
| **P/S (x)** | 0.88 | 1.1 | 0.9 | 1.46 |
| **ROE (%)** | 8% | 5% | 8% | 17.4 |
| **ROA (%)** | 5% | 3% | 4% | 2.1 |

| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---|---|---|---|---|
| **Doanh thu thuần** | 24,561 | 28,224 | 30,728 | 36,121 |
| **Lợi nhuận gộp** | 2,540 | 3,726 | 2,392 | 4,016 |
| **LNST-CĐTS** | 1,799 | 2,061 | 1,328 | 2,488 |
| **EPS** | 768 | 880 | 567 | 1,062 |
| **% Tăng trưởng EPS** | -24% | 15% | -36% | 88% |

## I. CẬP NHẬT KQKD 3Q2023:

| (Tỷ VND) | 3Q.2022 | 3Q.2023 | % YoY | 9T2022 | 9T2023 | %YoY |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Sản lượng điện (triệu kwh) | 2,995 | 2,806 | -6% | 10,146 | 11,147 | 10% |
| Giá trung bình (VND/kwh) | 1,948 | 2,021 | 4% | 2,004 | 1,928 | -4% |
| **Doanh thu** | **6,042** | **5,679** | **-6%** | **20,566** | **21,533** | **5%** |
| -Điện | 5,833 | 5,670 | -3% | 20,336 | 21,494 | 6% |
| -Khác | 209 | 9 | -95% | 230 | 39 | -83% |
| **Lãi gộp** | **703** | **307** | **-56%** | **2,659** | **1,455** | **-45%** |
| Doanh thu TC | 96 | 139 | 45% | 224 | 385 | 72% |
| Chi phí TC | (207) | (213) | 3% | (541) | (489) | -10% |
| *-Lãi vay* | *(118)* | *(134)* | *13%* | *(315)* | *(391)* | *24%* |
| Chi phí BH | - | - | | - | - | |
| Chi phí QLDN | (387) | (149) | -62% | (705) | (483) | -32% |
| **Lãi từ HĐKD** | **205** | **84** | **-59%** | **1,638** | **869** | **-47%** |
| Lãi/(lỗ) CTLDLK | - | - | | 25 | 13 | |
| **LNTT** | **224** | **82** | **-63%** | **1,693** | **1,011** | **-40%** |
| Thuế | 23 | 30 | 30% | 102 | 127 | 25% |
| **LNST** | **201** | **52** | **-74%** | **1,591** | **884** | **-44%** |
| CĐTS | 134 | (30) | -123% | 247 | 141 | -43% |
| **LNST-CĐTS** | **67** | **83** | **24%** | **1,210** | **743** | **-39%** |
| | | | Thay đổi | | | Thay đổi |
| Biên gộp điện | 11% | 5% | -6% | 13% | 7% | -6% |
| Tỷ lệ SGA/DT | 6% | 3% | -4% | 3% | 2% | -1% |

**Nhận xét**

**KQKD Q3/2023:**
**Doanh thu và lợi nhuận thuần lần lượt đạt 5,679 tỷ VND (-6% YoY) và 52 tỷ VND (-74% YoY).** Kết quả kém khả quan này đến từ:

-**Sản lượng điện giảm -6% YoY** do:
1) nhà máy NT2 gặp sự cố trong tháng 8 và có lịch đại tu từ tháng 9.
2) các nhà máy thủy điện Hủa Na và Đakđrinh chỉ được huy động thấp với mục đích dự trữ mặc dù sản lượng thủy điện toàn hệ thống tăng đột ngột do mưa lũ thất thường.

-**Giá điện trung bình tăng +4% YoY** với:
1) chi phí nhiên liệu trung bình tăng +1.7% YoY và
2) tỷ trọng sản lượng của nhiệt điện (có giá bán điện cao hơn) tăng so với thủy điện.

-**Doanh thu khác giảm -95% YoY,** không có nguồn thu từ bán phế phẩm.

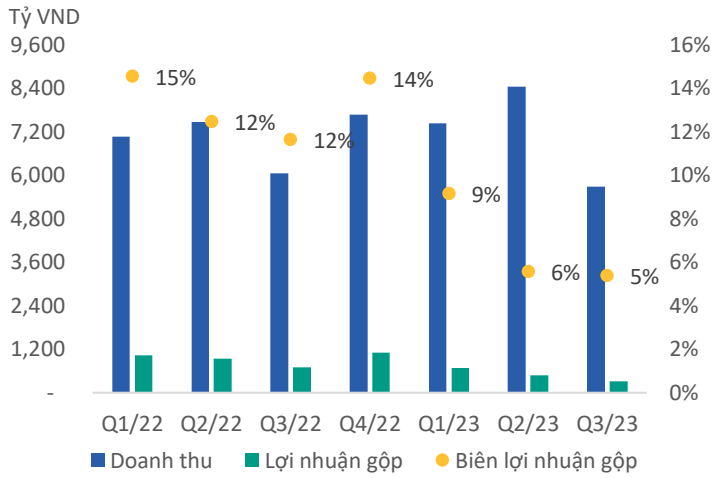
**Biên lợi nhuận gộp của mảng điện đạt 5%,** giảm 6 điểm phần trăm so với cùng kỳ vì các nhà máy có biên gộp cao như NT2, Hủa Na, Đakđrinh có sản lượng phát điện sụt giảm (3 NMĐ này chiếm 64% LNG năm 2022) và ghi nhận nhiều chi phí sữa chữa lớn.

**Doanh thu tài chính tăng 45% YoY** (chủ yếu là lãi tiền gửi) và **chi phí lãi vay tăng 13% YoY** do lãi suất cao hơn so với cùng kỳ.

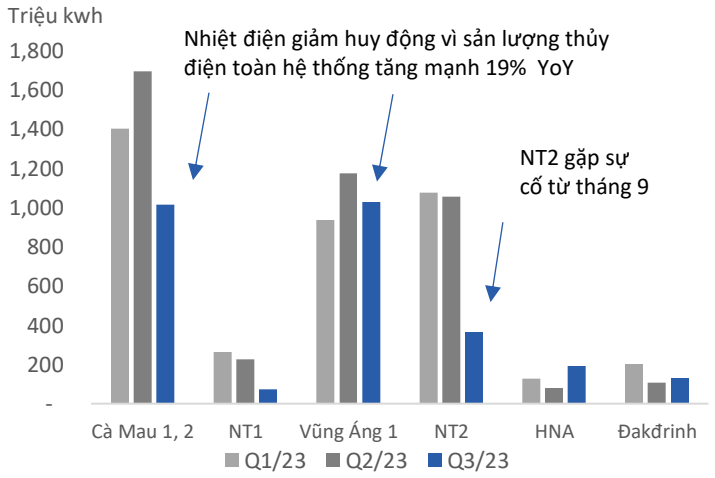
**Tỷ lệ chi phí SG&A/DT đạt mức 3%**, giảm 3 điểm % so với cùng kỳ vì trong kỳ không phát chi phí dự phòng đáng kể.

Nguồn: POW, BSC Research

**Doanh thu sụt giảm do nhiệt điện được huy động thấp và nhà máy NT2 gặp sự cố trong quý 3**




**Nhà máy nhiệt điện gặp áp lực khi sản lượng thủy điện tăng mạnh đột ngột trong quý 3**



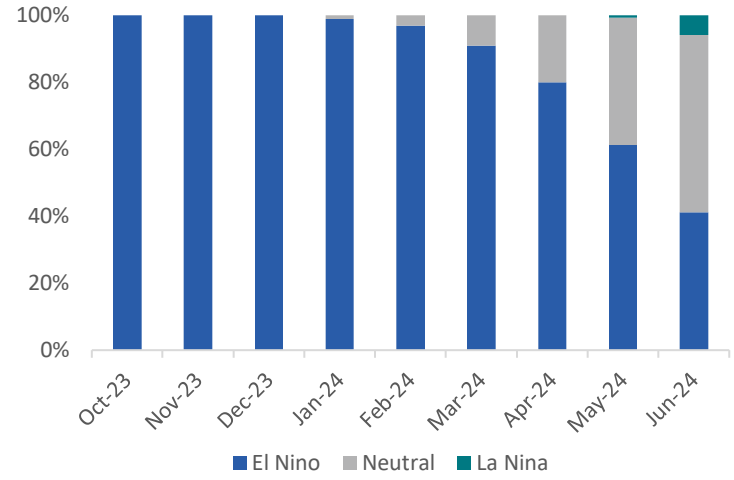

Nguồn: POW, BSC Research

## II. Triển vọng kinh doanh năm 2024

### 1. El nino tiếp tục ảnh hưởng trong 1H2024 giúp nhiệt điện được ưu tiên huy động

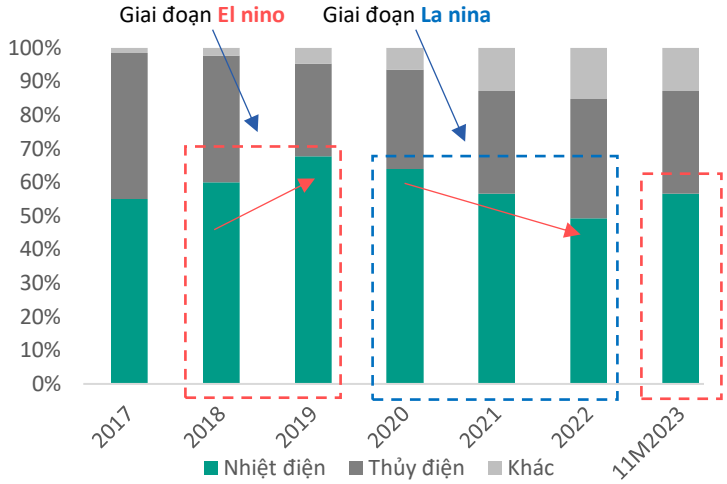
Theo dự báo của IRI, hiện hượng Elnino sẽ tiếp tục mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm 2024 trước khi suy yếu và chuyển sang pha trung tính. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhóm nhiệt điện sẽ được duy trì huy động cao, ít nhất trong giai đoạn 1H2024 để bù đắp sự thiếu hụt của nhóm thủy điện.

**Dự báo El nino vẫn duy trì mạnh cho đến tháng 6/2024**




Nguồn: IRI, BSC Research

**Nhiệt điện được huy động nhiều trong giai đoạn El nino**



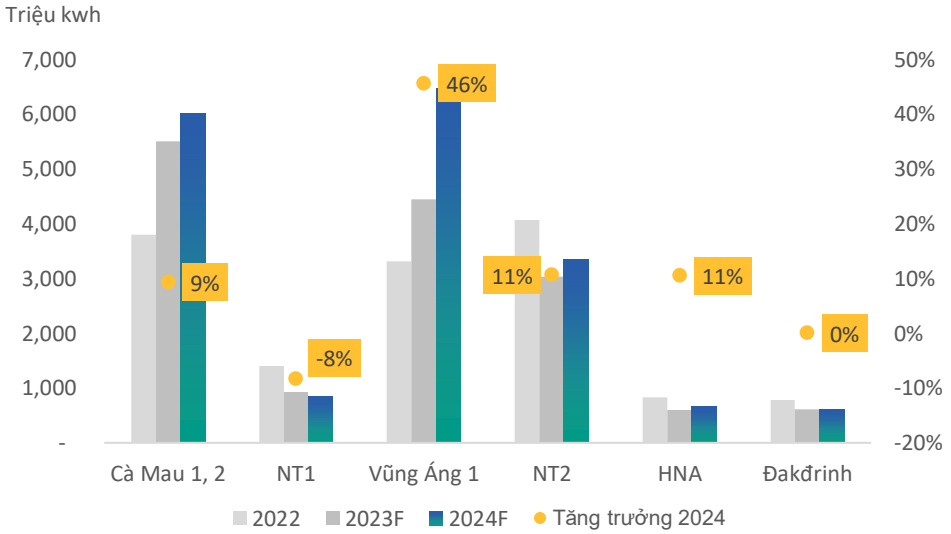

Nguồn: IRI, EVN, BSC Research

### 2. Sản lượng huy động tăng và biên gộp cải thiện nhờ các nhà máy điện Vũng Áng 1, Cà Mau 2 và Nhơn Trạch 2 hoạt động ổn định trở lại sau đại tu trong năm 2023.

**Các nhà máy điện chủ chốt đều đã tập trung đại tu trong năm 2023**

- NMĐ Vũng Áng 1 (tổ máy S1) hoàn thành sửa chữa lớn từ tháng 8/2023 sau 2 năm ngừng hoạt động.
- NMĐ Cà Mau 2 hoạt động lại từ tháng 8/2023 sau 2 tháng đại tu.
- NMĐ NT2 đã hoàn thành đại tu từ cuối tháng 10/2023 (2 tháng sữa chữa).

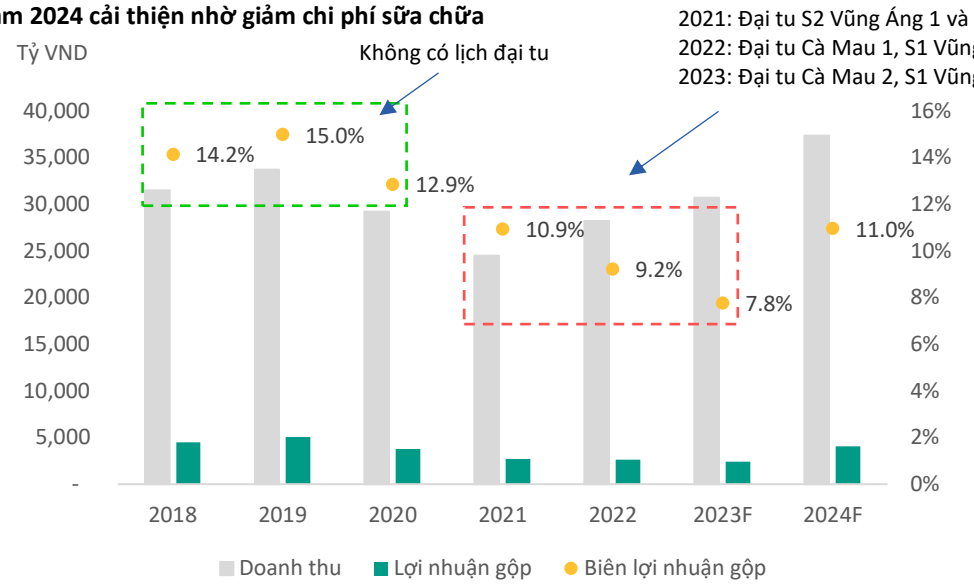
**Sản lượng điện thương phẩm phục hồi 19% trong năm 2024 nhờ các nhà máy hoạt động ổn định**




Nguồn: POW, BSC Research

Trong năm 2024, các nhà máy điện sẽ chủ yếu thực hiện tiểu tu và thời gian gián đoạn ngắn hơn các năm trước. Do đó, BSC kỳ vọng POW sẽ hoạt động sản xuất ổn định với tổng sản lượng điện thương phẩm sẽ tăng 19% YoY và biên lợi nhuận gộp đạt mức 11%, trong đó chủ yếu đến từ Vũng Áng 1, Cà Mau 1,2 và NT2 lần lượt tăng 46% YoY, 9% YoY và 11% YoY. Ngoài ra, việc duy trì sản xuất điện ổn định và ít phát sinh sữa chữa sẽ giúp POW cải thiện biên lợi nhuận gộp từ 7.8% năm 2023 lên mức 11% trong năm 2024.

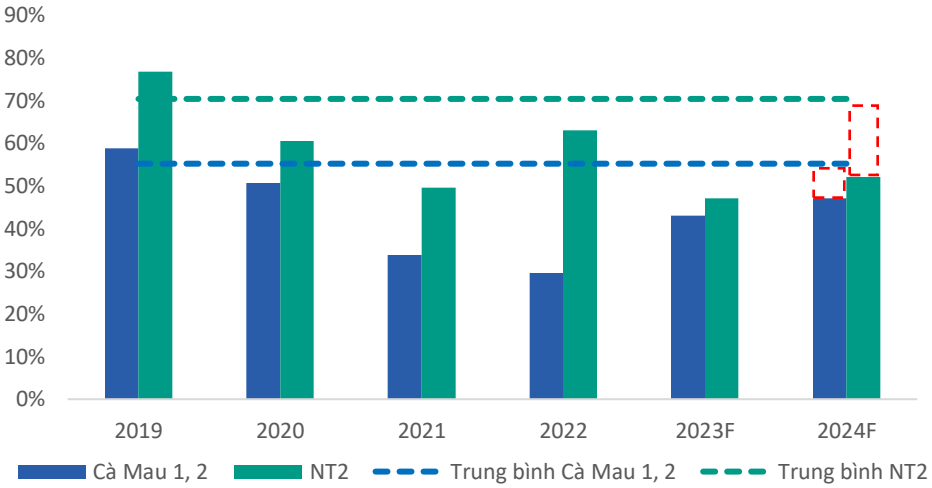
**Biên lợi nhuận gộp năm 2024 cải thiện nhờ giảm chi phí sữa chữa**




Nguồn: POW, BSC Research, đã loại bỏ doanh thu tỷ giá năm 2020 và 2022.

Chúng tôi cho rằng, tỷ lệ khả dụng của các nhà máy Cà Mau 1, 2 và NT2 có thể cải thiện đôi chút mặc dù đã hoàn thành sữa chữa lớn vì tình trạng thiếu khí vẫn đang diễn ra, do đó sản lượng điện thương phẩm ở các nhà máy này sẽ tăng trưởng ở mức khiêm tốn như đã đề cập ở trên.

**Hiệu suất hoạt động của NMĐ Cà Mau và Nhơn Trạch 2 phục hồi trong năm 2024 nhưng vẫn còn thấp so với trung bình 2018-2020.**




Nguồn: POW, BSC Research

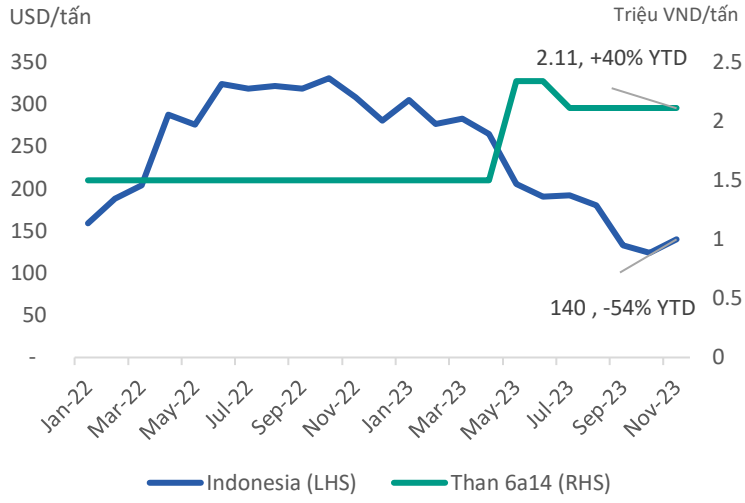
**3. Giá phát điện của Vũng Áng 1 cạnh tranh hơn nhờ giá than tiếp tục giữ xu hướng giảm giá.**

Tháng 11/2023, giá than Indonesia đạt 140 USD/tấn, giảm -54% YTD và -58% so với đỉnh thiết lập Q4/2022. Trong khi đó, tồn kho than tại Trung Quốc đang ở mức cao, 6.9 tỷ tấn (+17.5% so với trung bình 5Y), BSC kỳ vọng giá than thế giới sẽ tiếp tục giảm trong năm sau.

Giá than trộn trong nước đã tăng +40% YTD, ngược với xu hướng thế giới do than là mặt hàng bị kiểm soát về giá nên có độ trễ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá than trộn trong nước sẽ giảm trong năm 2024, phù hợp với diễn biến của giá than thế giới, điều này sẽ giúp Vũng Áng 1 có lợi thế trên thị trường điện cạnh tranh. Ngoài ra, Bộ Công Thương cũng đã công bố kế hoạch phân phối than đến Vũng Áng 1, đạt mức 3.2 triệu tấn trong năm 2024, cao hơn mức đỉnh điểm 2020 là 2.9 triệu tấn.

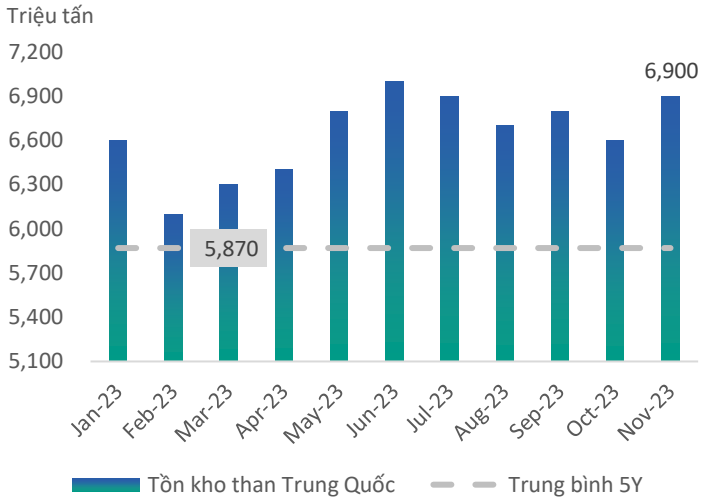
Với chi phí đầu vào đang có xu hướng giảm và nguồn cung than ổn định, BSC cho rằng nhà máy Vũng Áng 1 sẽ được tăng huy động trong năm 2024.

**Giá than trong nước đang giảm theo đà thế giới từ đầu năm 2023**



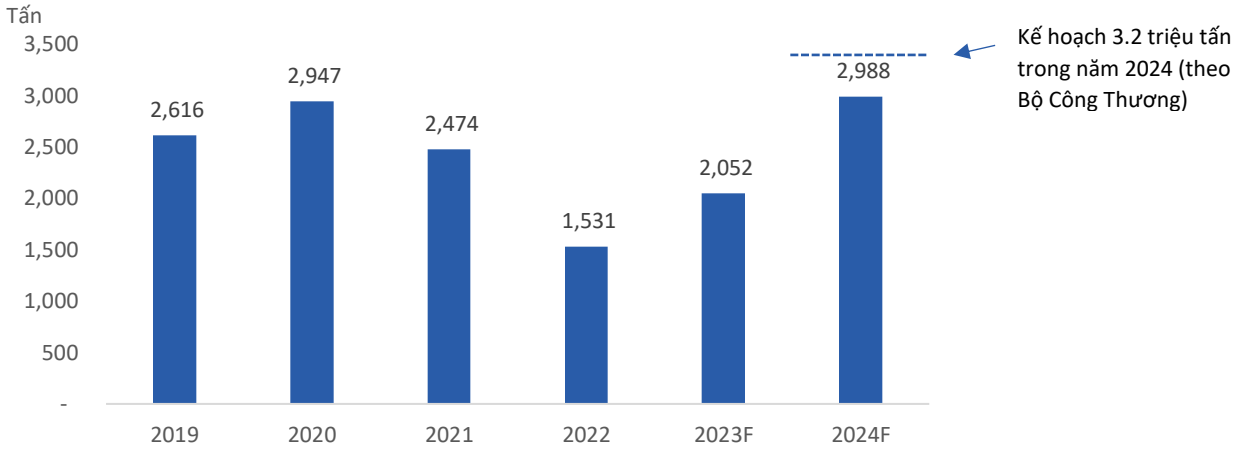

Nguồn: GENCO 3, Bloomberg, BSC Research

**Tồn kho than Trung Quốc đang ở mức cao**




Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Vũng Áng 1 có thể tiêu thụ gần 3 triệu tấn than trong năm 2024 (vượt mức đỉnh điểm năm 2020)**




Nguồn: Bộ Công Thương, POW, BSC Research

**4. Kỳ vọng ghi nhận doanh thu đột biến: khoản bồi thường bảo hiểm 300 tỷ VND gián đoạn sản xuất kinh doanh Vũng Áng 1 và khoản tỷ giá 155 tỷ VND.**

**Đối với khoản bồi thường 300 tỷ VND**. Theo chia sẻ từ phía doanh nghiệp, POW có thể ghi nhận khoản bồi thường này bao gồm bảo hiểm gián đoạn hoạt động sản xuất kinh doanh và bảo hiểm hỗ trợ thiệt hại vật chất. Vẫn chưa có thông tin chính thức từ việc đàm phán với bên bảo hiểm, do đó, chúng tôi chưa đưa khoản tiền 300 tỷ VND vào mô hình định giá, tuy nhiên, đây vẫn là yếu tố hỗ trợ tâm lý nhà đầu tư trong ngắn hạn.

**Đối với khoản doanh thu tỷ giá 155 tỷ VND.** Trong năm 2023, POW có thể không kịp ghi nhận khoản doanh thu tỷ giá này do công ty vẫn đang hoàn thiện hồ sơ để có thể hạch toán khoản đền bù trên. Tuy nhiên, vấn đề chỉ là thời gian và chúng tôi cho rằng, khoản doanh thu này sẽ được ghi nhận trong 1H2024.

## III. THÔNG TIN KHÁC

**Nguồn cung khí bị gián đoạn trong ngắn hạn, nguồn cung than ổn định**.

- Nguồn khí cho nhà máy Cà Mau 1, 2 đang suy giảm và dự kiến đến năm 2028 sẽ cạn kiệt. Giải pháp gồm có: bổ sung nguồn khí từ mỏ Nam Du – U Minh, mua bổ sung từ Petronas hoặc nhập khẩu LNG. Hiện tại, giá LNG nhập khẩu cao hơn khoảng 30-40% so với giá khí trong nước, các nhà máy điện khí LNG sẽ kém cạnh tranh với các nguồn điện khác nếu không có chính sách hỗ trợ.
- Nguồn cung khí cho khu vực Đông Nam Bộ suy giảm liên tục qua các năm, trong năm 2023 ở mức khoảng 4.5-4.8 tỷ m3 và dự báo tiếp tục còn 4 tỷ m3 trong năm 2024. Do đó, khu vực nhà máy Nhơn Trạch 1, 2 vẫn có rủi ro thiếu khí, chúng tôi cho rằng giải pháp dài hạn sẽ là sử dụng LNG nhập khẩu, với cụm nhà máy Nhơn Trạch 1, 2, 3, ,4 cùng sử dụng LNG sẽ giúp giá LNG nhập khẩu sẽ thấp hơn nhờ lợi thế quy mô.
- Tồn kho than tại nhà máy Vũng Áng 1 đạt mức khoảng 330 nghìn tấn, đủ để nhà máy hoạt động 3 tháng cuối năm. Chúng tôi cần lưu ý rằng, nhà máy Vũng Áng 1 bắt đầu sử dụng 100% than cám pha trộn từ năm 2023 vì nguồn cung than trong nước không đủ nên phải nhập khẩu. Vì thế, sẽ có rủi ro nguồn than không đáp ứng đúng yêu cầu kỹ thuật và dẫn đến nhà máy dễ gặp sự cố và gây gián đoạn sản xuất.

**POW đã hoàn thành quyết toán Vũng Áng 1 để điều chỉnh lại giá điện hợp đồng PPA.** Giá trị quyết toán thực tế ước tính là 29,200 tỷ VND, cao hơn 2,800 tỷ VND so với ban đầu, khoản chênh lệch này sẽ được phân bổ vào giá điện hợp đồng PPA cho thời gian hoạt động còn lại của nhà máy. POW có thể phân bổ khoảng chênh lệch trong thời gian dài hơn để không làm ảnh hưởng xấu đến khả năng cạnh tranh trên thị trường điện.

**Tiến độ xây dựng NT3, NT4 vẫn bám sát kế hoạch, hợp đồng PPA vẫn còn đang bỏ ngỏ**:

- Tổng mức đầu tư là 1.4 tỷ USD, tính đến đầu tháng 12/2023, dự án đã đạt 73% kế hoạch, đi đúng tiến độ đã đề ra. Dự kiến NT3 sẽ đi vào thử máy trong tháng 11/2024, thời gian hoàn thành NT4 dự kiến 01/2025.
- Việc thu xếp vốn cho dự án về cơ bản đã hoàn thành, tuy nhiên, sẽ có phát sinh rủi ro về tỷ giá, chi phí lỗ tỷ giá sẽ không được vốn hóa vào dự án, do đó có thể là rủi ro tiềm ẩn ảnh hưởng đến KQKD năm 2024 của POW.

| Đối tác cho vay | Giá trị khoản vay | Lãi suất | Kỳ hạn |
|---|---|---|---|
| VCB | 4,000 tỷ VND | +7 % năm đầu tiên<br>+Thả nổi các năm sau, bình quân lãi tiền gửi tiết kiệm 12T +2% | 13 năm |
| SMBC | 200 triệu USD | SOFR + 1.75% | 12 năm |
| Citi Bank | 500 triệu USD | SOFR + 1.00 % | 13 năm |

Nguồn: POW, BSC Research

- **Hợp đồng PPA cho dự án:** hiện tại, POW đang đợi phê duyệt khung giá điện LNG từ đó làm cơ sở đàm phán hợp đồng mua bán điện PPA với EVN và hợp đồng mua bán khí GSA với PV Gas. POW đang cố gắng để có được sản lượng hợp đồng Qc tối thiểu là 80%, với giá LNG nhập khẩu ở Châu Á hiện nay khoảng 13-15 USD/mmBTU nếu được chuyển ngang vào giá bán điện sẽ gây khó khăn cho EVN trong việc huy động điện từ dự án này. Đây là vướng mắt lớn nhất của dự án và chúng tôi cho rằng dự án vẫn sẽ đạt được hợp đồng PPA phù hợp vì 1) đây là dự án quan trọng giúp bảo đảm an ninh năng lượng, 2) dự án cũng góp phần giúp Việt nam thực hiện cam kết COP28 đã đưa ra. Khi khó khăn này được tháo gỡ, chúng tôi cho rằng Nhơn Trạch 3, 4 sẽ tác động rất tích cực đến KQKD của POW.

**Kế hoạch tăng vốn của POW**. Dự kiến công ty sẽ phát hành tăng vốn điều lệ trong năm 2024 với số tiền huy động ước tính là 5,000 tỷ VND, số tiền sẽ được sử dụng để đầu tư các dự án hiện tại. Ban lãnh đạo không chia sẻ về cách thức tăng vốn, BSC cho rằng, công ty sẽ ưu tiên sử dụng vốn tự có như LNST chưa phân phối.

**Kế hoạch niêm yết HNA**. POW đã nộp hồ sơ niêm yết HNA lên HSX và dự kiến chuyển sàn trong năm 2024. POW sẽ tiếp tục duy trì sở hữu trên 51% vì HNA sẽ trả hết nợ trong năm 2024 và bắt đầu trả cổ tức tiền mặt.

## IV. DỰ PHÓNG KQKD 2023 và 2024

| (Tỷ VND) | 2022 | 2023F | %YoY | 2024F | %YoY |
|---|---|---|---|---|---|
| Sản lượng điện (triệu kwh) | 14,191 | 15,130 | 7% | 17,981 | 19% |
| Giá trung bình (VND/kwh) | 1,971 | 2,028 | 3% | 2,007 | -1.1% |
| **Doanh thu thuần** | **28,224** | **30,728** | **9%** | **36,121** | **17%** |
| -Điện | 27,969 | 30,689 | 10% | 36,082 | 17% |
| -Tỷ giá | 1,131 | 0 | | 155 | |
| -Khác | 255 | 39 | -85% | 39 | 0% |
| **Lãi gộp** | **3,726** | **2,392** | **-36%** | **4,016** | **68%** |
| Doanh thu tài chính | 445 | 500 | 12% | 575 | 15% |
| Chi phí tài chính | (592) | (587) | -1% | (477) | -19% |
| *-Lãi vay* | *(438)* | *(511)* | *17%* | *(434)* | *-15%* |
| Chi phí bán hàng | 0 | 0 | | 0 | |
| Chi phí QLDN | (868) | (747) | -14% | (1,113) | 49% |
| **Lãi từ HĐKD** | **2,712** | **1,559** | **-43%** | **3,000** | **93%** |
| Lãi/(lỗ) từ công ty LDLK | 53 | 30 | -44% | 30 | 0% |
| **LNTT** | **2,809** | **1,718** | **-39%** | **3,069** | **79%** |
| Thuế | 256 | 177 | -31% | 240 | 36% |
| **LNST** | **2,553** | **1,541** | **-40%** | **2,829** | **84%** |
| CĐTS | 492 | 213 | -57% | 342 | 61% |
| **LNST-CĐTS** | 2,061 | 1,328 | **-36%** | 2,488 | **88%** |
| LNST-CĐTS điều chỉnh* | 1,889 | 1,328 | 34% | 2,396 | 81% |
| | | | Thay đổi | | Thay đổi |
| Biên gộp mảng điện | 13.2% | 7.8% | -5.4% | 11.1% | 3.3% |
| Tỷ lệ SGA/DT | 3.1% | 2.4% | -0.6% | 3.1% | 0.6% |

**Năm 2024, BSC dự báo doanh thu tăng 17% YoY nhờ:**

-**Sản lượng điện tăng +19% YoY.** Các nhà máy Cà Mau 1, 2, Nhơn Trạch 2 và Vũng Áng 1 hoạt động ổn định trở lại sau khi đại tu trong năm 2023 với sản lượng lần lượt tăng 46% YoY, 9% YoY và 11% YoY. Bù đắp sản lượng sụt giảm của Nhơn Trạch 1 là -8% YoY.

-**Giá điện trung bình giảm 1% YoY** chủ yếu do giá nhiên liệu trung bình giảm nhẹ khoảng 3% YoY.

-Ghi nhận doanh thu tỷ giá 155 tỷ VND từ nhà máy NT2.

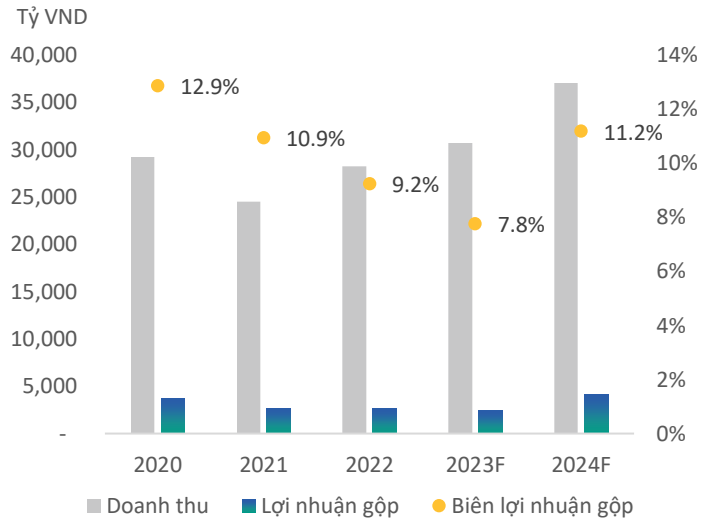
**Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 7.6% lên mức 11.1% và tỷ lệ SGA/doanh thu tăng từ 2.4% lên mức 3.1%** nhờ các nhà máy ổn định hoạt động sản xuất, không phát sinh sửa chữa lớn.

**Chi phí lãi vay giảm -15% YoY** với môi trường lãi suất hạ nhiệt, **tuy nhiên lỗ tỷ giá tăng +150% YoY** (khoản vay liên quan đến NT3 và 4) do đó khiến chi phí tài chính tăng +5% YoY.

**Dẫn đến LNST-CĐTS tăng +88% YoY.**

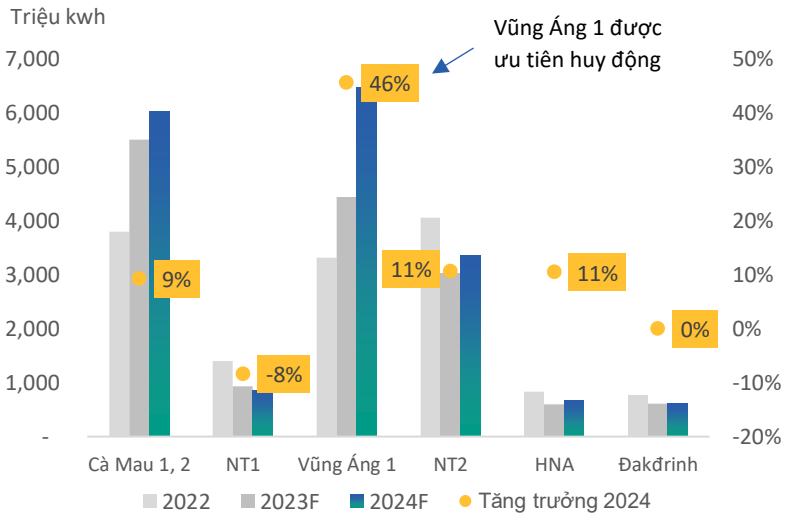
Nguồn: POW, BSC Research, (*) điều chỉnh loại bỏ doanh thu tỷ giá.

**Doanh thu bán điện năm 2024 tăng 21% YoY**




Nguồn: POW, BSC Research

**Sản lượng điện thương phẩm của POW tăng 19% trong năm 2024 nhờ các nhà máy hoạt động ổn định trở lại**




Nguồn: POW, BSC Research

## V. RỦI RO

**Rủi ro sự cố bất thường.** Nhà máy Vũng Áng 1 bắt đầu sử dụng than trộn 100% từ năm 2023, theo chia sẻ từ phía doanh nghiệp, nhà máy được thiết kế để sử dụng loại than trong nước, khi sử dụng kết hợp với than nhập khẩu – có chất bốc khác nhau, sẽ dễ dẫn đến rủi ro dễ hư hỏng máy móc hơn và gián đoạn sản xuất.

**Rủi ro thiếu khí đột ngột vẫn còn hiện hữu**. Nhà máy Nhơn Trạch 2 phải sử dụng dầu DO trong tháng 4, 5/2023 do nguồn cung khí bị suy giảm đột ngột. Ngoài ra, nguồn khí khu vực Đông Nam Bộ được dự báo có thể cung cấp 4 tỷ m3 trong năm 2024, giảm khoảng 500-800 triệu m3 so với năm 2023. Giải pháp hiện nay là nghiên cứu phương án sử dụng LNG nhập khẩu, sử dụng chung với Nhơn Trạch 3 và 4.

## VI. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu **15,300 VND/CP, (tiềm năng tăng giá 37%** so với giá ngày 19/12/2023), với phương pháp định giá DCF, gồm có một số giả định trong năm 2024 như sau:

- Sản lượng điện thương phẩm năm 2024 tăng 19% YoY nhờ nhà máy Vũng Áng 1, Cà Mau 1, 2 và Nhơn Trạch 2 được tăng huy động sau khi đã hoàn thành đại tu trong năm 2023.
- Giá than trộn của nhà máy Vũng Áng 1 năm 2024 giảm 5%, giá khí không thay đổi.
- Giá dầu Brent giai đoạn 2024-2025 đạt 80 USD/thùng, không thay đổi đáng kể so với so với năm 2023.
- Chúng tôi ghi nhận doanh thu tỷ giá 155 tỷ VND từ NT2, không ghi nhận bảo hiểm 300 tỷ VND đến khi có thông tin chính thức.
- Nhà máy Nhơn Trạch 3 đi vào vận hành đầu năm 2025 và Nhơn Trạch 4 đi vào vận hành từ đầu Q3/2025.
    - Chi phí capex cho dự án rơi vào khoảng 30,000 tỷ VND.
    - Nhơn Trạch 3, 4 giả định đạt được sản lượng hợp đồng Qc là 80%.
    - Được chuyển ngang giá nhiên liệu vào giá bán điện.

**Bảng 1: Ước tính WACC**

| | |
|---|---|
| Lãi suất phi rủi ro | 2.9% |
| Beta | 1.0 |
| Phần bù rủi ro | 16.0% |
| Chi phí vốn chủ | 16.0% |
| Chi phí lãi vay | 6.3% |
| Tỷ lệ vốn chủ | 78% |
| Tỷ lệ nợ vay | 22% |
| Thuế suất | 10% |
| WACC | 13.8% |
| Terminal Value | 0.5% |

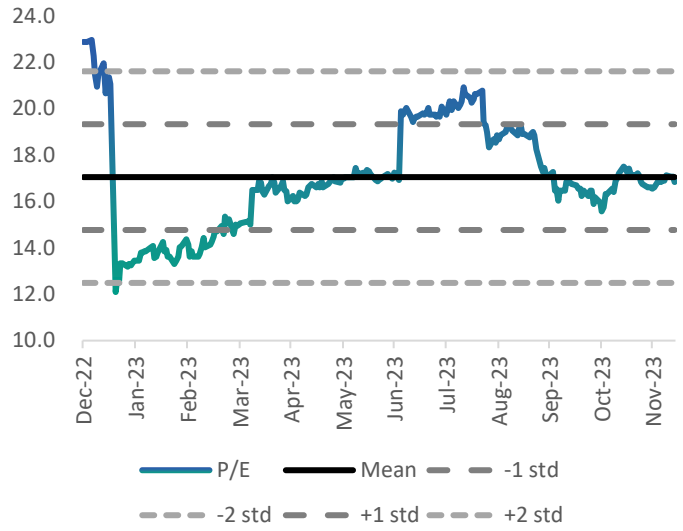
| | |
|---|---|
| Terminal value | 66,335 |
| Giá trị hiện tại của Terminal value | 20,780 |
| Giá trị doanh nghiệp | 38,431 |
| (+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn | 9,248 |
| (-) nợ vay | 9,280 |
| Cổ phiếu ưu đãi | - |
| Lợi ích CĐ thiểu số | 2,592 |
| Giá trị vốn chủ | 35,807 |
| Số lượng cổ phiếu (triệu) | 2,341.8 |

**Bảng 2: Dự báo dòng tiền FCFF**

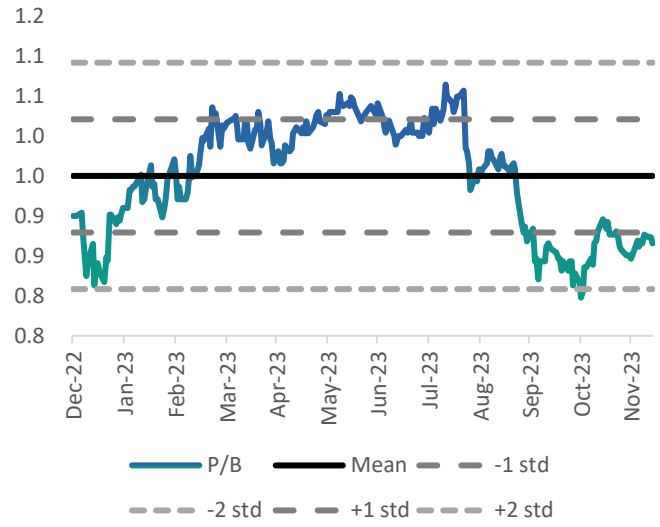
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EBIT | 1,532 | 2,776 | 4,762 | 5,881 | 6,972 | 7,048 | 7,116 | 7,192 | 7,368 | 7,629 |
| Khấu hao | 2,685 | 2,671 | 4,234 | 4,129 | 4,027 | 3,929 | 3,833 | 3,740 | 3,650 | 3,563 |
| Thuế | 177 | 240 | 320 | 410 | 582 | 687 | 724 | 1,002 | 1,073 | 1,164 |
| Capex | (4,097) | (11,290) | (15,160) | (184) | (193) | (196) | (200) | (203) | (206) | (210) |
| Thay đổi VLĐ | (2,554) | 906 | 4,293 | 1,400 | 1,122 | 738 | 761 | 786 | 771 | 1,062 |
| **FCFF** | 2,498 | (6,989) | (10,778) | 8,015 | 9,104 | 9,356 | 9,264 | 8,941 | 8,969 | 8,756 |
| Giá trị hiện tại | 2,498 | (6,143) | (8,327) | 5,444 | 5,435 | 4,910 | 4,273 | 3,625 | 3,196 | 2,743 |

Nguồn: BSC Research

**Stock PE**




**Stock P/B**




Nguồn: Bloomberg, BSC Resarch

# PHỤ LỤC

| KQKD (tỷ đồng) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Doanh thu** | **29,732** | **24,561** | **28,224** | **30,728** | **37,069** |
| Giá vốn hàng bán | 25,152 | 22,021 | 24,498 | 28,336 | 32,960 |
| **Lợi nhuận gộp** | 4,580 | 2,540 | 3,726 | 2,392 | 4,109 |
| Chi phí bán hàng | 35 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí QLDN | 1,174 | 131 | 868 | 747 | 1,140 |
| **Lãi/lỗ HDKD** | **3,371** | **2,400** | **2,859** | **1,646** | **2,969** |
| Doanh thu tài chính | 440 | 690 | 445 | 500 | 574 |
| Chi phí tài chính | 999 | 653 | 592 | 587 | 617 |
| Chi phí lãi vay | 809 | 510 | 438 | 511 | 434 |
| Lợi nhuận từ CTLD/LK | 44 | 22 | 53 | 30 | 30 |
| Lãi/lỗ khác | 20 | (120) | 44 | 129 | 39 |
| **LN trước thuế** | **2,875** | **2,339** | **2,809** | **1,718** | **2,995** |
| Thuế thu nhập DN | 212 | 287 | 256 | 177 | 233 |
| **LN sau thuế** | **2,663** | **2,052** | **2,553** | **1,541** | **2,762** |
| CĐTS | 298 | 254 | 492 | 213 | 352 |
| **LNST-CĐTS** | **2,365** | **1,799** | **2,061** | **1,328** | **2,410** |
| EBITDA | 6,195 | 5,218 | 5,668 | 4,330 | 5,640 |
| EPS | 1,010 | 768 | 880 | 567 | 1,029 |

| LCTT (tỷ đồng) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---|---|---|---|---|---|
| (lỗ)/LNST | 2,663 | 2,052 | 2,553 | 1,541 | 2,762 |
| Khấu hao và phân bổ | 2,824 | 2,818 | 2,809 | 2,685 | 2,672 |
| Thay đổi vốn lưu động | 1,755 | 3,408 | (3,526) | 2,555 | (979) |
| Điều chỉnh khác | 667 | (3,131) | 1,320 | 0 | 0 |
| **LCTT từ HĐ KD** | **7,908** | **5,147** | **3,156** | **6,780** | **4,455** |
| | | | | | |
| Tiền chi mua TSCĐ | (147) | (286) | (2,601) | (4,097) | (11,293) |
| Đầu tư khác | 374 | 251 | 340 | 0 | 0 |
| **LCTT từ HĐ đầu tư** | **149** | **563** | **(3,374)** | **(4,097)** | **(11,293)** |
| | | | | | |
| Tiền chi trả cổ tức | (1,025) | (710) | (199) | (338) | 0 |
| Tiền từ vay ròng | (5,172) | (3,845) | 444 | 1,492 | 12,102 |
| Tiền thu khác | 125 | 0 | (0) | 0 | 0 |
| **LCTT từ HĐ tài chính** | **(6,072)** | **(4,555)** | **245** | **1,154** | **12,102** |
| | | | | | |
| Dòng tiền đầu kỳ | 5,083 | 7,070 | 8,224 | 8,252 | 12,089 |
| Tiền trong kỳ | 1,986 | 1,154 | 28 | 3,837 | 5,264 |
| **Dòng tiền cuối kỳ** | **7,069** | **8,224** | **8,252** | **12,089** | **17,353** |

| CĐKT (Tỷ đồng) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Tài sản ngắn hạn** | **16,897** | **18,420** | **24,925** | **27,358** | **34,988** |
| Tiền & Tương đương tiền | 7,070 | 8,224 | 8,252 | 12,089 | 17,353 |
| Đầu tư ngắn hạn | 789 | 531 | 1,650 | 1,650 | 1,650 |
| Phải thu ngắn hạn | 7,196 | 5,799 | 12,538 | 10,807 | 12,778 |
| Hàng tồn kho | 1,728 | 1,838 | 2,086 | 2,413 | 2,806 |
| TS ngắn hạn khác | 115 | 2,028 | 400 | 400 | 400 |
| **Tài sản dài hạn** | **37,153** | **34,557** | **31,918** | **33,326** | **41,943** |
| Tài sản hữu hình | 34,614 | 31,869 | 29,155 | 26,563 | 24,983 |
| Tài sản dở dang dài hạn | 251 | 405 | 936 | 4,936 | 15,132 |
| Đầu tư dài hạn | 1,028 | 828 | 878 | 878 | 878 |
| Tài sản dài hạn khác | 1,260 | 1,455 | 950 | 950 | 950 |
| **Tổng Tài sản** | **54,050** | **52,977** | **56,843** | **60,685** | **76,931** |
| | | | | | |
| **Tổng nợ ngắn hạn** | **16,480** | **16,811** | **18,326** | **19,477** | **20,863** |
| Nợ phải trả | 4,649 | 7,240 | 7,346 | 8,497 | 9,884 |
| Vay ngắn hạn | 7,019 | 4,769 | 5,635 | 5,635 | 5,635 |
| Nợ ngắn hạn khác | 4,812 | 4,803 | 5,344 | 5,344 | 5,344 |
| **Tổng nợ dài hạn** | **6,304** | **5,040** | **5,236** | **6,724** | **18,822** |
| Vay dài hạn | 5,391 | 3,689 | 3,382 | 5,104 | 17,206 |
| Doanh thu chưa thực hiện dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ dài hạn khác | 912 | 1,351 | 1,854 | 1,620 | 1,615 |
| **Tổng nợ phải trả** | **22,784** | **21,852** | **23,562** | **26,201** | **39,685** |
| Vốn góp | 23,419 | 23,419 | 23,419 | 23,418 | 23,418 |
| Thặng dư vốn cổ phần | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| LN chưa phân phối | 4,302 | 3,010 | 3,420 | 4,352 | 6,762 |
| Vốn chủ khác | 817 | 2,209 | 3,678 | 4,074 | 4,074 |
| Cổ đông thiểu số | 2,729 | 2,488 | 2,765 | 2,640 | 2,991 |
| **Tổng vốn chủ sở hữu** | **31,267** | **31,125** | **33,281** | **34,484** | **37,245** |
| **Tổng nguồn vốn** | **54,050** | **52,977** | **56,843** | **60,684** | **76,930** |
| SLCP (triệu) | 2,342 | 2,342 | 2,342 | 2,342 | 2,342 |

| Chỉ số (%) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Khả năng thanh toán** | | | | | |
| Hệ số TT ngắn hạn | 1.0 | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.7 |
| Hệ số TT nhanh | 0.9 | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 1.4 |
| | | | | | |
| **Cơ cấu vốn** | | | | | |
| Hệ số Nợ/TTS | 42% | 41% | 41% | 43% | 52% |
| Hệ số Nợ/VCSH | 73% | 70% | 71% | 76% | 107% |
| | | | | | |
| **Năng lực hoạt động** | | | | | |
| Số ngày HTK | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Số ngày phải thu | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| Số ngày phải trả | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| CCC | 0.1 | (0.0) | 0.1 | 0.0 | 0.1 |
| | | | | | |
| **Tỉ suất lợi nhuận** | | | | | |
| Biên Lợi nhuận gộp | 15% | 10% | 13% | 8% | 11% |
| Biên Lợi nhuận ròng | 9% | 8% | 9% | 5% | 7% |
| ROE | 8.76% | 6.58% | 7.93% | 4.55% | 7.70% |
| ROA | 4.85% | 3.83% | 4.65% | 2.62% | 4.01% |
| | | | | | |
| **Định giá** | | | | | |
| PE | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 21.7 | 12.1 |
| PB | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.0 | 0.9 |
| | | | | | |
| **Tăng trưởng** | | | | | |
| Tăng trưởng DTT | -16% | -17% | 15% | 9% | 21% |
| Tăng trưởng EBIT | -15% | -23% | 14% | -31% | 54% |
| Tăng trưởng LNTT | -9% | -19% | 20% | -39% | 74% |
| Tăng trưởng EPS | -6% | -24% | 15% | -36% | 82% |

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

**BSC Trụ sở chính**

Tầng 8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

**BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**