

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

- LN ròng Q1/24 giảm 48% svck, chủ yếu do Nhơn Trạch 2 ghi nhận lỗ ròng, một phần bù đắp bởi sự phục hồi của Vũng Áng 1 và Cà Mau 1&2.
- LN ròng 2024-25 tăng 10% svck/42%svck do sản lượng phục hồi, trong khi Nhơn Trạch 3&4 sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 16,800đ/cp

KQKD Q1/24: Nhơn Trạch 1&2 là tác nhân chính cho LN sụt giảm

Trong Q1/24, tổng sản lượng giảm 10% svck, chủ yếu do sản lượng Nhơn Trạch 1&2 giảm do thiếu khí, một phần được bù đắp bởi huy động tích cực từ Vũng Áng 1 và Cà Mau 1&2. Giá bán điện giảm 11% svck, chủ yếu do giá bán điện than giảm theo đà giảm giá than, dẫn đến doanh thu giảm 16% svck. Lợi nhuận gộp giảm mạnh 45% svck do NT2 lỗ gộp 225 tỷ đồng trong Q1/24. Doanh thu tài chính giảm 19% svck do lãi tiền gửi giảm trong khi chi phí tài chính tăng 10% svck do lỗ tỷ giá hối đoái tang mạnh. Theo đó, LN ròng Q1/24 giảm 48% svck, tương đương 23% dự báo của chúng tôi.

Triển vọng 2024-25: Vũng Áng 1 và Cà Mau 1&2 phục hồi, bù đắp cho triển vọng âm ảm Nhơn Trạch 1&2

Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng Cà Mau 1&2 và Vũng Áng 1 sẽ là động lực chính cho mức tăng trưởng sản lượng 3,5% svck của POW, bù đắp cho sự sụt giảm của Nhơn Trạch 1&2, nhờ nguồn cung khí ổn định hơn cùng với Vũng Áng 1 hoạt động hết công suất sau khi hoàn thành sửa chữa. Sản lượng thủy điện sẽ phục hồi từ Q2/24 sau giai đoạn tích nước Q1/24, hỗ trợ tổng sản lượng của POW tăng 13% svck từ nền thấp 2023. Theo đó, dự kiến doanh thu sẽ tăng 12% svck và LNST tăng 10% svck từ mức nền thấp năm 2023.

Sang 2025, Nhơn Trạch 3&4 – nhà máy điện LNG mới của POW sẽ đóng góp cho tăng trưởng sản lượng 63% svck, trong khi Nhơn Trạch 1&2 dự kiến phục hồi từ mức nền thấp do nhu cầu điện phục hồi. Tuy nhiên, dự kiến hai nhà máy mới sẽ ghi nhận lỗ ròng trong hai năm đầu hoạt động, và chúng tôi kỳ vọng các khoản lãi bất thường, bao gồm việc thoái vốn của EVN Việt Lào và khoản bồi thường tại Vũng Áng 1 sẽ là động lực tăng trưởng, hỗ trợ LN ròng đạt 1.690 tỷ đồng (+42,6% svck).

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 16,800đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan POW với giá mục tiêu 16,800đ/cp (+13% sv báo cáo trước) do điều chỉnh dự báo tăng trưởng EPS 2024-25 thêm 3.0%/16.3%. Chúng tôi đánh giá POW sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi lớn trong xu hướng phát điện LNG nhờ danh mục dự án gối đầu giai đoạn 2025-35, do đó, chúng tôi cho rằng POW là cơ hội đầu tư tiềm năng cho quan điểm đầu tư dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	27,945	31,507	46,305	50,776
Lợi nhuận ròng	1,075	1,185	1,690	2,127
Tăng trưởng doanh thu thuần	-1.0%	12.7%	47.0%	9.7%
Tăng trưởng LN ròng	-47.8%	10.2%	42.6%	25.9%
Biên LN gộp	7.8%	7.2%	8.6%	9.7%
Biên EBITDA	15.1%	14.0%	13.9%	14.4%
ROAE	3.6%	3.8%	5.1%	6.0%
ROAA	1.7%	1.6%	1.9%	2.1%
EPS (VND/cổ phiếu)	459	506	721	908
BVPS (VND/cổ phiếu)	14,589	15,280	16,960	18,198

Nguồn: POW, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND 16,800

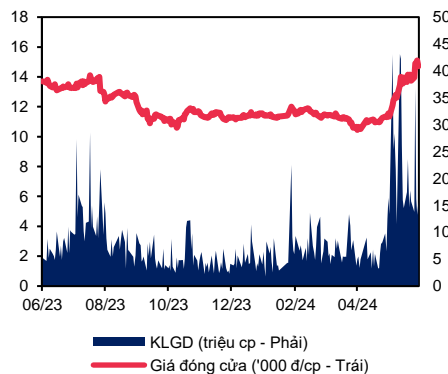
Tiềm năng tăng giá

15%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh tăng EPS 2024/25 3.0%/16.3%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	14,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	15,100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,450
Vốn hóa (tỷ VND)	34,426
P/E (TTM)	42.1
P/B	1.1
Thị suất cổ tức (%)	0.0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	2.9%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	79.9%
Khác	20.1%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

Luận điểm đầu tư và Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Doanh nghiệp điện khí hàng đầu, hưởng lợi từ chiến lược đầu tư dài hạn của Chính phủ, tập trung phát triển điện khí LNG từ nay đến 2035. POW có cơ hội thuận lợi để nâng cao vị thế nhờ kế hoạch đầu tư các dự án điện khí LNG quy mô lớn, được điểm tên trong danh sách các dự án trọng điểm quốc gia bao gồm LNG Nhơn Trạch 3&4 (1,600MW – GD 2024-25) và LNG Quảng Ninh (1,500MW – GD 2028-29).
- LN rủng rỉnh năm 2024 tăng nhẹ 10% svck từ nền thấp năm 2023, đặc biệt cải thiện mạnh từ Q2/24 sau giai đoạn quý 1 khá ảm đạm nhờ: 1) Huy động sản lượng điện khí phục hồi vào mùa cao điểm phụ tải, và các nhà máy của POW không có lịch bảo dưỡng lớn trong năm 2024; 2) Vũng Áng 1 hoạt động hết công suất từ T8/23, hiện đang vận hành ở mức công suất tối ưu do nhu cầu tăng đột biến ở khu vực miền Bắc.
- POW ghi nhận mức tăng giá cổ phiếu ấn tượng trong T6/24, thúc đẩy bởi khung giá điện khí LNG được ban hành vào đầu tháng. Do đó, hiện tại chúng tôi thấy dư địa tăng giá ngắn hạn của cổ phiếu không còn nhiều do mức giá hiện tại phần nào phản ánh triển vọng ngắn hạn của công ty. Tuy nhiên, nếu nhìn dài hạn, chúng tôi tin rằng triển vọng của POW vẫn duy trì, hỗ trợ bởi nhiều tiềm năng đánh giá lại giá trị cổ phiếu trong bối cảnh triển vọng nhóm điện khí LNG đang dần trở nên rõ ràng và tích cực hơn.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 16,800đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với POW và đưa ra giá mục tiêu đạt 16,800đ/cp (+13% sv báo cáo trước) do chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo EPS 2024-25 thêm 3.0%/16.3%. Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để đánh giá lại triển vọng của POW tích cực hơn sau khi khung giá LNG được ban hành, hỗ trợ cởi bỏ đáng kể những vướng mắc chính sách mà nguồn điện gặp phải trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng xu hướng phát điện LNG là tất yếu từ định hướng rõ ràng của Chính phủ và kỳ vọng sự hỗ trợ tích cực từ các cơ quan chức năng để duy trì sự tăng trưởng của lĩnh vực này trong dài hạn. Theo đó, chúng tôi nhìn POW là một trong những doanh nghiệp điện khí nổi bật trong ngành, hưởng lợi lớn từ xu hướng này. Chúng tôi đưa ra mức định giá 16,800đ/cp, tương đương với mức P/B mục tiêu 2024-25 ~1.2x, đây vẫn là mức hệ số thấp hơn so với trung bình ngành theo quan điểm thận trọng. Chúng tôi cho rằng việc tăng trưởng LN thuần từ HĐKD không tốt trọng ngắn hạn đã phần nào được nhìn nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu trong giai đoạn từ đầu năm, theo đó, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn tới sẽ là bước ngoặt tăng trưởng của POW. Định giá dựa trên hai phương pháp hệ số P/B và DCF với tỉ trọng tương đương:

- Phương pháp DCF-10 năm (WACC:8.3%; COE: 12%; tăng trưởng dài hạn: 1) phản ánh quan điểm thận trọng về tăng trưởng LN của POW.
- P/B mục tiêu 1.2x, phản ánh mức P/B thận trọng hơn so với mức trung bình ngành 2024-25.

Hình 1: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027 //	2034
EBITDA	4,416	6,436	7,303	7,808	6,207
(-) Chi phí khấu hao	(2,810)	(3,666)	(3,636)	(3,637)	(1,936)
EBIT	1,607	2,770	3,666	4,171	4,271
(-) Thuế	(177)	(308)	(462)	(473)	(854)
Thuế (%)	11%	11%	13%	11%	20%
EBIAT	1,430	2,463	3,205	3,697	3,417
(+) Chi phí khấu hao	2,810	3,666	3,636	3,637	1,936
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(1,547)	1,737	227	(1,318)	123
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(15,563)	(8,883)	(508)	(532)	(505)
FCFF	(12,870)	(1,017)	6,560	5,485	4,971
Giá trị dòng tiền năm cuối					67,864

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro	9.0%
Chi phí vốn	12.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	55,855
Nợ	(24,115)
Chi phí nợ	5.7%
Thuế (%)	20.0%
WACC	8.4%
Tăng trưởng dài hạn	1.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
		đồng/cp	%	đồng/cp
Trung bình P/B 2024-25	1.2x	16,433	50%	8,216
DCF 10 năm		17,107	50%	8,554

Giá hợp lý	16,770
Giá mục tiêu (làm tròn)	16,800

Nguồn: MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		ROA(%)		ROE (%)	
		Bloomberg	Nội tệ			Nội tệ	tr USD	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Doanh nghiệp nước ngoài													
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN	393.5	NA	KKN	16,683.9	37.4	31.2	4.4	3.9	3.5	6.0	11.7	12.8
Malakoff Corp Bhd	MLK MK	0.6	NA	KKN	808.8	14.4	13.2	0.9	0.8	1.5	1.8	5.2	5.7
Banpu power	BPP TB	14.9	NA	KKN	1,061.8	10.2	9.1	0.7	0.7	4.1	4.4	7.4	7.7
Ratchaburi Elec	RATCH TB	28.0	NA	KKN	1,613.2	8.6	7.3	0.6	0.5	3.6	4.2	6.8	7.9
Manila Electric	MER PM	360.4	NA	KKN	6,904.4	11.2	10.9	2.7	2.5	6.5	6.1	26.0	23.7
Doanh nghiệp trong nước													
GENCO3	PGV VN	25,200	NA	KKN	1,134.3	na	na	2.0	na	-0.3	na	-1.3	na
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	17,100	NA	KKN	302.3	10.5	8.5	1.4	1.5	10.6	13.7	14.1	17.2
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	15,700	NA	KKN	306.4	13.3	12.6	1.3	1.3	7.8	8.7	7.2	10.2
Nhơn Trạch 2	NT2 VN	22,000	23,050	Trung lập	248.8	na	24.6	1.6	1.6	1.3	2.6	2.0	5.1
Trung bình						15.1	14.7	1.7	1.6	4.3	5.9	8.8	11.3
PVPower	POW VN	14,550	16,800	Khả quan	1,380.1	39.1	24.9	1.1	1.0	2.5	1.6	4.4	4.4

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tiềm năng đánh giá lại:

- Khoản bồi thường sự cố Vũng Áng 1 khoảng ~1.000 tỷ đồng công bố thời điểm ghi nhận và kế hoạch thanh toán, hạch toán chi tiết.
- Khoảng phải thu lỗ tỉ giá giai đoạn 2019-20 của NT2 khoảng 150 tỷ được ghi nhận trong 2024.
- Nhu cầu điện tăng cao hơn dự kiến, hỗ trợ tỉ lệ huy động sản lượng nhóm điện khí.

Rủi ro giảm giá:

- Khó khăn tài chính của EVN chưa thể giải quyết trong ngắn hạn, ảnh hưởng đến dòng tiền thanh toán và rủi ro trích lập.
- Rủi ro cấp khí, đặc biệt các mỏ khí Đông Nam Bộ nghiêm trọng hơn dự kiến.
- Rủi ro liên quan đến Nhơn Trạch 3&4, bao gồm rủi ro chậm tiến độ, lỗ tỉ giá các năm đầu từ khoản vay ngoại tệ lớn.

Tổng hợp KQKD Q1/24

Hình 6: Nhơn Trạch 1&2 là tác nhân chính cho LN sụt giảm

Các tiêu chí KQKD (Tỷ đồng)	Q1/24	Tăng trưởng svck (%)	Tăng trưởng sv quý trước (%)	%sv dự phóng trước	Nhận xét
Tổng sản lượng (triệu kWh)	3,544	-10%	4%	21%	Sản lượng điện Q1/24 giảm 10% svck, chủ yếu do sự sụt giảm nhóm điện khí và thủy điện.
Điện khí	1,626	-41%	-10%	17%	Sản lượng điện khí Q1/24 giảm 41% svck, do ảnh hưởng từ tình trạng thiếu khí đối với Nhơn Trạch 1&2. Cà Mau 1&2 ghi nhận mức sản lượng tăng trưởng do nhu cầu tăng tại khu vực cũng như nguồn khí cấp ổn định hơn, nhưng chưa đủ để bù đắp cho Nhơn Trạch 1&2.
Điện than	1,708	83%	42%	28%	Sản lượng Vũng Áng 1 phục hồi 83% svck trong Q1/24 nhờ tổ máy 1 (600MW) hoạt động trở lại từ Q3/23. Cũng trong Q1/24, nhu cầu điện toàn quốc tăng mạnh và thủy điện phải tích nước hỗ trợ huy động điện than.
Thủy điện	210	-36%	-44%	17%	Sản lượng thủy điện Q1/24 giảm 36% svck do pha El Nino duy trì và các hồ thủy điện phải thực hiện tích nước theo điều độ của A0 để phục vụ mùa cao điểm.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	1,732	-11.4%	-10.3%	0.0%	
Điện khí	1,889	-4%	-16%	94%	Giá điện khí neo cao và chỉ giảm nhẹ 4% trong Q1/24, trong bối cảnh giá khí neo cao. Tuy nhiên, mức này giảm 16% sv quý trước do trong Q4/23, các nhà máy được trả phần doanh thu Qc không huy động.
Điện than	1,716	-23%	-8.7%	94%	Giá bán điện than giảm 23% svck trong Q1/24 do giá than hạ nhiệt từ nền cao 2023.
Thủy điện	1,292	4%	3%	108%	
Doanh thu	6,243	-16%	-3%	20%	Doanh thu Q1/24 giảm 16% svck do sản lượng sụt giảm nhóm điện khí và thủy điện, một phần bù đắp bởi sự phục hồi nhóm điện than
LN gộp	377	-45%	-48%	15%	
Biên LN gộp (%)	6%	-3.1 đ%	-5.3 đ%	-1.6 đ%	Biên LN gộp Q1/24 giảm 3 đ% chủ yếu do NT2 ghi nhận lỗ gộp 225 tỷ đồng trong Q1/24.
Chi phí bán hàng & QLDN	116	-8%	-61%	17%	
Doanh thu tài chính	101	-19%	-38%	18%	Doanh thu tài chính Q1/24 giảm 19% svck do doanh thu tiền gửi giảm
Chi phí tài chính	154	10%	-19%	21%	Chi phí tài chính tăng 10% svck mặc dù chi phí lãi vay giảm 42% svck, chủ yếu do lỗ tỉ giá tăng đột biến.
Lợi nhuận trước thuế	278	-60%	-38%	17%	
Thuế	62	54%	na	37%	
Lợi nhuận sau thuế	216	-67%	-51%	15%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	(61)	na	na	22%	
LN ròng	278	-48%	-16%	23%	Theo đó LN ròng Q1/24 giảm 48% svck, phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Nguồn: POW, MBS Research

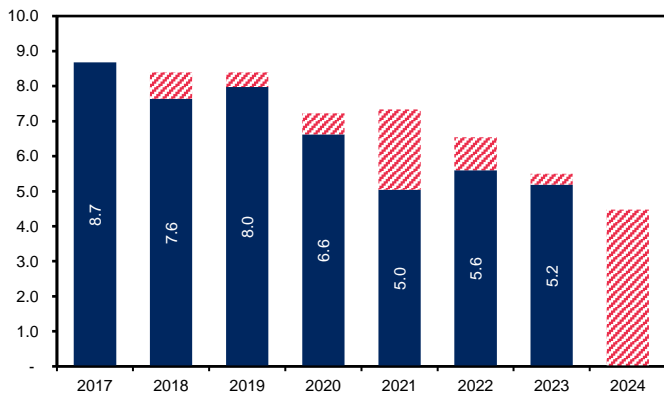
Triển vọng 2024-25: Sự phục hồi vững chắc từ Vũng Áng 1 và Cà Mau 1&2 bù đắp cho triển vọng âm đạm Nhơn Trạch 1&2

Điện khí: Khó khăn kéo dài do tình trạng thiếu khí chưa được giải quyết

Trong bối cảnh các mỏ khí nội địa dần cạn kiệt và kế hoạch cấp khí cho phát điện giảm mạnh từ năm 2024, chúng tôi dự báo Nhơn Trạch 1&2 sẽ được huy động ở mức sản lượng thấp, do sử dụng nguồn khí Đông Nam Bộ. Từ đầu năm, A0 đã giao Qc rất thấp cho Nhơn Trạch 1&2 trong bối cảnh thừa nguồn khu vực phía Nam. Bên cạnh đó, việc giá SMP thấp hơn 15% svck sẽ là yếu tố cộng hưởng làm giảm triển vọng huy động trong bối cảnh giá khí neo cao, cản trở khả năng cạnh tranh trên thị trường điện. Đối với Cà Mau 1&2, chúng tôi cho rằng triển vọng huy động ổn định hơn nhờ nguồn cung khí đầy đủ từ các mỏ khí Tây Nam Bộ. Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí sẽ duy trì ở mức 9.3 tỷ kWh (+4% svck) nhờ sự phục hồi từ Cà Mau 1&2 để bù đắp cho sự sụt giảm của Nhơn Trạch 1&2. Giá bán điện vẫn duy trì ở mức cao trung bình đạt 2,010 đ/kWh (-5% svck) kéo doanh thu đạt 18,726 tỷ đồng (-2% svck). Đáng chú ý, đây vẫn là mức thấp hơn nhiều so với mức sản lượng tiềm năng của nhóm.

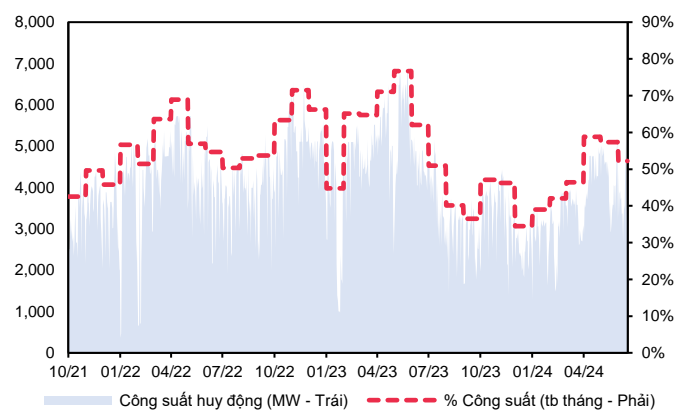
Trong 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng của Nhơn Trạch 2 sẽ phục hồi từ nền thấp năm 2024, hỗ trợ bởi nhu cầu điện phục hồi ở miền Nam cùng với năng lực truyền tải được tăng cường từ Nam ra Bắc. Hơn nữa, chúng tôi dự báo sản lượng tăng trưởng mạnh, đến từ Nhơn Trạch 3&4 (~1,600MW). Mặc dù đã có những tín hiệu tích cực như khung giá LNG được ban hành kịp thời, hỗ trợ quá trình đàm phán PPA, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng và kỳ vọng dự án sẽ chậm tiến độ 1 quý lần lượt đến Q1/25 và Q3/25 do 1) Tiến độ hợp đồng EPC và xây dựng cụm đường dây truyền tải có rủi ro chậm tiến độ; 2) POW chưa hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng. Trong 2025, chúng tôi dự kiến sản lượng điện khí sẽ tăng 63% svck đạt 15.1 tỷ kWh với đóng góp bổ sung từ Nhơn Trạch 3&4. Giá bán trung bình tăng 7.3% svck đạt 2,157 đồng/kWh do các nhà máy mới sử dụng LNG nhập khẩu giá cao, hỗ trợ doanh thu tăng trưởng 74,7% svck đạt 32,713 tỷ đồng.

Hình 7: Nguồn cung khí giảm dần qua các năm và không đạt kế hoạch. Nhu cầu khí cho các nhà máy điện Đông Nam Bộ ~5 tỷ kWh/năm, tuy nhiên năng lực cấp khí hiện tại chỉ khoảng ~3 tỷ kWh



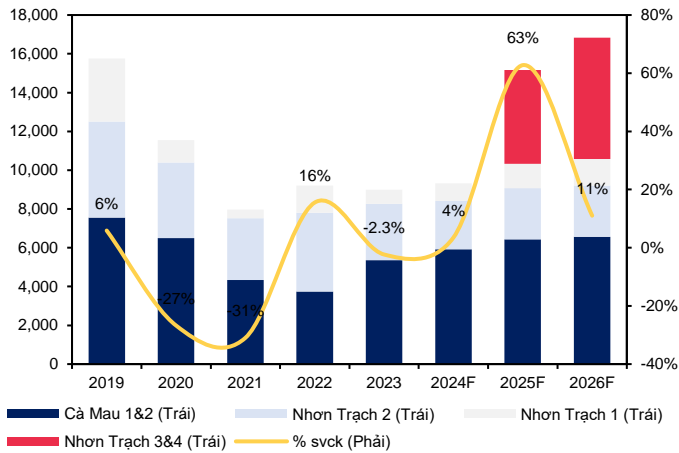
Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 8: Theo dữ liệu từ A0, đã có sự cải thiện huy động công suất điện khí từ Q2/24 so với mức thấp quý 1, tuy nhiên đây vẫn là mức thấp hơn sv cùng kỳ



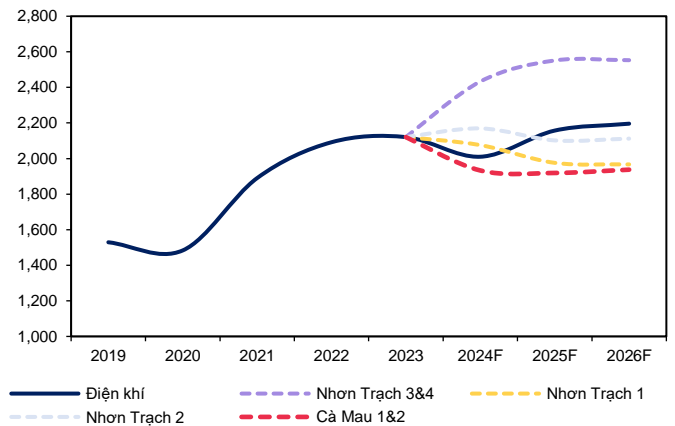
Nguồn: EVN, MBS Research

Hình 9: Sản lượng điện khí sẽ duy trì ở mức thấp trong năm 2024, sau đó tăng 63% svck trong 2025, nhờ sự đóng góp bổ sung từ Nhơn Trạch 3&4 (Đơn vị: tỷ kWh)



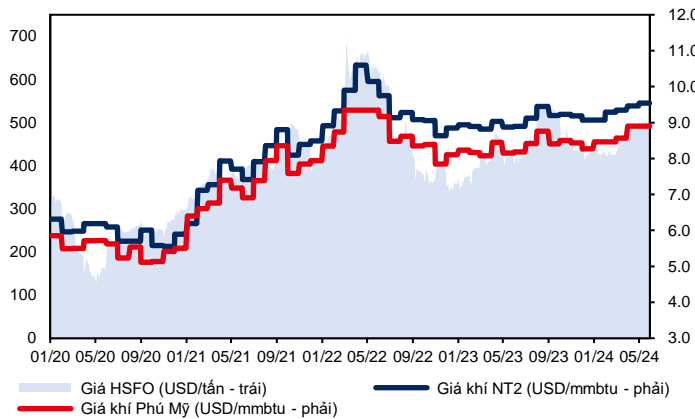
Nguồn: POW, MBS Research

Hình 10: Giá điện khí sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2024-25 do giá khí trong nước neo cao và nhà máy điện LNG sẽ đi vào hoạt động từ năm 2025 (Đơn vị: VND/kWh)



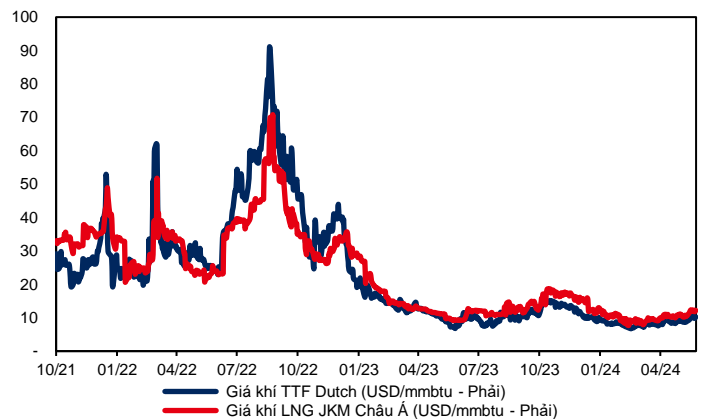
Nguồn: POW, MBS Research

Hình 11: Giá khí nội địa đã giảm từ mức đỉnh 2022 nhưng vẫn duy trì ở nền cao trong 5T24, neo theo biến động giá HSFO



Nguồn: Bloomberg, NT2, GENCO3, MBS Research

Hình 12: Chúng tôi nhìn thấy xu hướng giá khí LNG thế giới hạ nhiệt sẽ hỗ trợ triển vọng huy động Nhơn Trạch 3&4 khi đi vào hoạt động



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tiến độ triển khai Nhơn Trạch 3&4 đã có nhiều tín hiệu tích cực, chúng tôi nhận thấy xu hướng phát điện LNG là tất yếu trong tương lai gần

Về tiến độ thi công: Tính đến hết tháng 4/2024, tiến độ gói thầu EPC tổng thể đạt 87% (chậm 5% so với kế hoạch dự kiến là 92%). Về vấn đề vướng mắc thuê đất với TCT Tín Nghĩa, POW đã thống nhất phương án thanh toán phí và chính thức ký hợp đồng thuê đất đối với diện tích 30.8ha vào ngày 29/05/2024. Hiện tại, diện tích còn lại 6.5ha đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng. Đối với cụm đường dây truyền tải giải tỏa công suất Nhơn Trạch 3&4, nhiệm vụ đầu tư phụ thuộc vào EVNNPT. Hiện tại, dự án vẫn đang chậm tiến độ do những vướng mắc trong giải phóng mặt bằng. Do đó, Nhơn Trạch 3 hiện đang sử dụng hệ thống truyền tải của Nhơn Trạch 1&2 để phát điện thử nhằm đảm bảo vận hành đúng tiến độ. Chúng tôi cho rằng việc kéo dài thời gian thực hiện các dự án là rủi ro chậm tiến độ đối với Nhơn Trạch 3&4.

Về thu xếp vốn: Trong T4/24, POW cùng ngân hàng Citibank và ING đã ký thỏa thuận tín dụng trị giá 300 triệu USD (~7,200 tỷ đồng) để bổ sung vốn cho Nhơn Trạch 3&4. Ngoài ra, doanh nghiệp hiện đang tiếp tục đàm phán với các đối tác

này để đảm thu xếp khoản vay tín dụng xuất khẩu ECA dài hạn trị giá 600 triệu USD (~14,400 tỷ đồng), trong điều kiện không có bảo lãnh của Chính phủ và PVN.

Về đàm phán hợp đồng PPA: Sau khi cơ bản thống nhất về các điều khoản giá hợp đồng với EPTC trong Q1/24, khung giá chính thức cho các nhà máy điện LNG được ban hành vào tháng 5, đưa POW tiến gần thêm một bước đến việc chốt hợp đồng PPA cho Nhơn Trạch 3&4 trong năm nay. Do đó, với sản lượng hợp đồng (Qc) dự kiến đạt 65%-75% sản lượng trung bình tiềm năng, chúng tôi cho rằng hợp đồng PPA theo khung giá mới sẽ đủ khả thi về kinh tế.

Hình 13: Chúng tôi đưa ra giả định giá bán điện cho Nhơn Trạch 3&4

	Khung giá điện LNG 2024	Ước tính giá điện Nhơn Trạch 3&4
Công suất (MW)	1,579.1	1,500-1,600
Suất hao nhiệt ở mức tải 85% (BTU/kWh)	6,330.2	6,330.2
Giá khí LNG (USD/mmbtu)	13.0	12.4
Tỉ giá (VND/USD)	24,520	24,520
Selling price	2,590.9	2,551.4

Nguồn: MBS Research

Chúng tôi giả định giá LNG cấp cho Nhơn Trạch 3&4 ~12.4USD/mmbtu, tương đương với mức giá hiện tại cung cấp cho Phú Mỹ 3 và đưa ra ước tính giá hợp đồng đạt 2,551.4 đồng/kWh. Ở mức giá này, chúng tôi thấy áp lực huy động hiện hữu đối với EVN do giá bán lẻ trung bình hiện là 2,100 đ/kWh. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy khung giá bán lẻ mới có hiệu lực từ T5/24 là cơ sở để EVN tăng giá điện trong thời gian tới, giải tỏa bớt áp lực huy động từ các nguồn điện giá cao. Dự kiến Nhơn Trạch 3&4 sẽ ghi nhận lỗ ròng trong 2 năm đầu vận hành theo ước tính của doanh nghiệp, do chi phí cố định và chi phí tài chính cao. Từ năm 2027, chúng tôi dự báo tăng trưởng tích cực khi hai nhà máy này chạy dự kiến ~3.4 tỷ kWh mỗi năm. Do đó, chúng tôi tin rằng việc đảm bảo cam kết sản lượng Qc ở mức trung bình 65-75% sản lượng thiết kế có thể đảm bảo IRR là ~8-9% theo ước tính của chúng tôi.

Chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro tỷ giá hối đoái tiềm tàng, phát sinh từ khoản nợ ~800-900 triệu USD cho Nhơn Trạch 3&4. Theo đó, cứ mỗi 1% tỷ giá hối đoái tăng, POW có thể phải chịu khoản lỗ tỷ giá khoảng 160-180 tỷ đồng trong những năm đầu hoạt động.

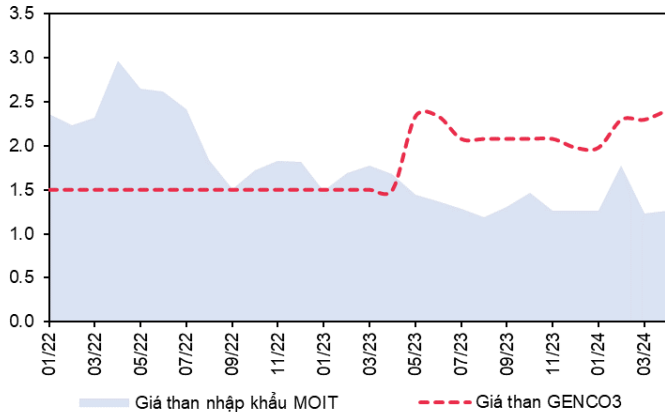
Hình 14: Dự phóng kết quả kinh doanh Nhơn Trạch 3&4 2025-30

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Sản lượng (triệu kWh)	4,836.92	6,259.55	7,170.02	7,397.64	7,397.64	7,397.64
%sản lượng thiết kế	43%	55%	63%	65%	65%	65%
Giá bán điện (đ/kWh)	2,551.53	2,552.92	2,554.36	2,555.83	2,557.35	2,558.92
Giá khí LNG (USD/mmbtu)	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50
Doanh thu	12,341.66	15,980.21	18,314.80	18,907.14	18,918.38	18,812.60
%svck		29%	15%	3%	0%	-1%
Giá vốn hàng bán	11,514.27	14,779.82	16,467.81	16,891.20	16,893.11	16,897.41
LN gộp	827.39	1,200.39	1,846.99	2,015.94	2,025.27	1,915.19
% Biên LN gộp	7%	8%	10%	11%	11%	10%
Chi phí bán hàng&QLDN	246.83	319.60	366.30	378.14	378.37	376.25
Chi phí lãi vay	1,349.71	1,237.23	1,124.76	1,012.28	899.81	787.33
Thuế	-	-	-	-	37.35	37.58
% thuế	0%	0%	0%	0%	5%	5%
LNST	(769.15)	(356.45)	355.93	625.51	709.74	714.03
% Biên LNST	-6%	-2%	2%	3%	4%	4%

Nguồn: POW, MBS Research

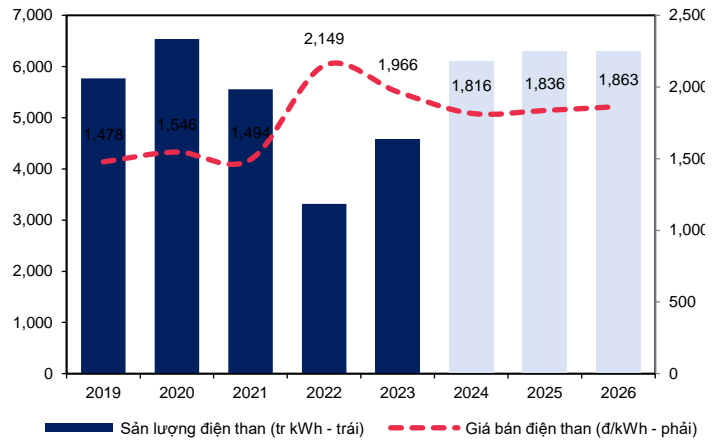
Điện than: Vũng Áng sẽ chạy tối đa công suất trở lại từ 2024

Hình 15: Giá than có xu hướng tăng trở lại trong 4 tháng đầu năm 2024, nhưng vẫn thấp hơn chi phí đầu vào điện khí (Đơn vị: tr đồng)



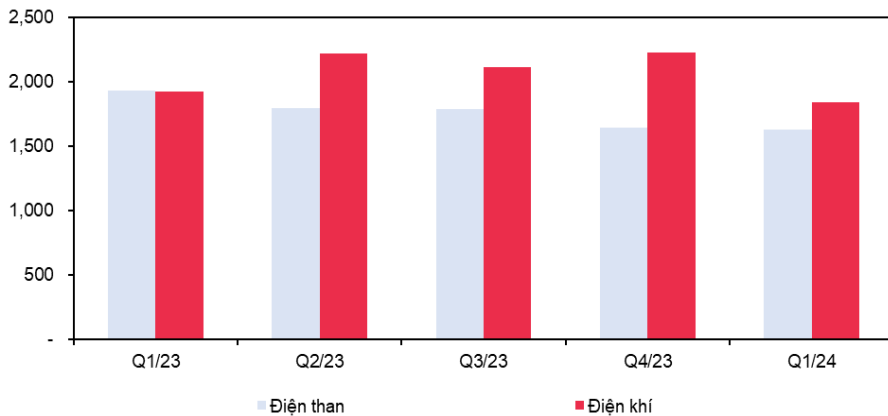
Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Hình 16: Giá bán bình quân có xu hướng giảm nhẹ trong khi sản lượng duy trì ở mức tối ưu tổng 2024-25



Nguồn: POW, MBS Research

Hình 17: Giá bán trung bình điện than thấp hơn giá bán trung bình điện khí trong Q1/24, hỗ trợ triển vọng huy động của nhóm (Đơn vị: đ/kWh)



(*) Nhà máy điện than bao gồm: Vũng Áng 1, Mông Dương, Vĩnh Tân
 (*) Nhà máy điện khí bao gồm: Cụm Phú Mỹ, Nhơn Trạch 1&2, Cà Mau 1&2

Nguồn: POW, GENCO3, MBS Research

Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng Vũng Áng 1 tăng 33% svck đạt 6,097 triệu kWh. Giá bán trung bình giảm 8% svck xuống 1,816 đ/kWh hỗ trợ bởi chi phí đầu vào hạ nhiệt, kéo doanh thu phục hồi 23% svck đạt 11,072 tỷ đồng do: 1) Tổ máy 1 vận hành trở lại từ Q3/23, giúp Vũng Áng 1 chạy hết công suất trong 2024; 2) Nhu cầu điện tăng đột biến, đặc biệt ở miền Bắc và A0 ưu tiên huy động điện than nhờ nguồn cung đầu vào ổn định cùng giá bán cạnh tranh. Sang 2025, chúng tôi kỳ vọng Vũng Áng 1 sẽ duy trì tỷ lệ huy động sản lượng tối ưu nhờ mức tăng trưởng mạnh mẽ tiêu thụ điện toàn quốc dự báo đạt 9,3% giai đoạn 2025-30. Đáng chú ý, khu vực phía Bắc liên tục có mức tăng trưởng phụ tải cao nhất cả nước, trong khi tốc độ đầu tư công suất mới tại khu vực này tương đối chậm. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng của Vũng Áng 1 sẽ đạt 6,307 triệu kWh (+3% svck), doanh thu đạt 11,580 tỷ đồng (+4% svck).

Trong Q1/24, POW chia sẻ cùng PVI thống nhất các kế hoạch bồi thường cho Vũng Áng 1 với tổng giá trị đạt ~1,000 tỷ đồng. Trong đó, ~650 tỷ đồng bảo hiểm

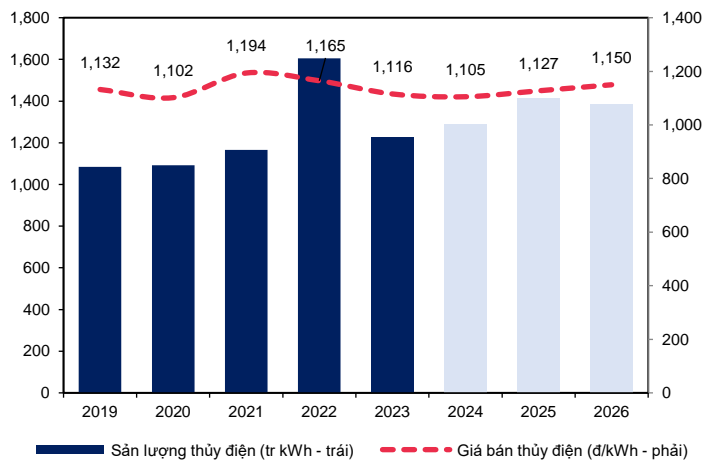
sửa chữa máy móc và phần còn lại là khoản bồi thường gián đoạn kinh doanh, tuy nhiên, hiện chưa có thêm thông tin cụ thể về thời gian và phương án thanh toán. Chúng tôi kỳ vọng POW tạm thời ghi nhận LN bất thường ~300 tỷ đồng từ bồi thường gián đoạn kinh doanh trong 2025 cho đến khi có thêm thông tin chính thức. Theo quan điểm của chúng tôi, khoản bồi thường 650 tỷ đồng sửa chữa máy móc, hiện đang ghi nhận ở khoản phải thu khác trên bảng cân đối, sẽ chỉ được hoạch toán dòng tiền về. Trong trường hợp được hạch toán vốn hóa khoản sửa chữa vào tài sản cố định, doanh nghiệp có thể ghi nhận khoản doanh thu bất thường ~900-1000 tỷ đồng trong thời gian tới.

Thủy điện: Ghi nhận phục hồi từ nền thấp Q1/24

Trong Q1/24, dưới ảnh hưởng kéo dài của pha El Nino và kế hoạch tích nước của A0 phục vụ mùa cao điểm Q2-Q3/24, mảng thủy ghi nhận huy động sản lượng thấp, đặc biệt sụt giảm mạnh trong tháng 3. Bước sang Q2/24, hầu hết các hồ chứa duy trì mức nước cao và sẵn sàng vận hành theo kế hoạch phát điện A0. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ phục hồi từ Q2/24 trở đi, đặc biệt là khi cả Hủa Na và Dakdrink đều bước vào mùa mưa cùng với việc pha La Nina có khả năng quay trở lại từ Q3/24. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ phục hồi 6% svck đạt 1,287 triệu kWh. Đáng chú ý, tỷ lệ Qc thủy điện điều chỉnh tăng từ 90% năm 2023 lên 98% năm 2024, tương đương với sản lượng chào giá trên thị trường cạnh tranh chỉ 2%. Điều này có thể làm giảm giá bán bình quân thủy điện do dư địa huy động giá cao giảm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng phục hồi tốt có thể bù đắp cho sự giảm giá, hỗ trợ tổng doanh thu tăng 4% svck lên 1,422 tỷ đồng.

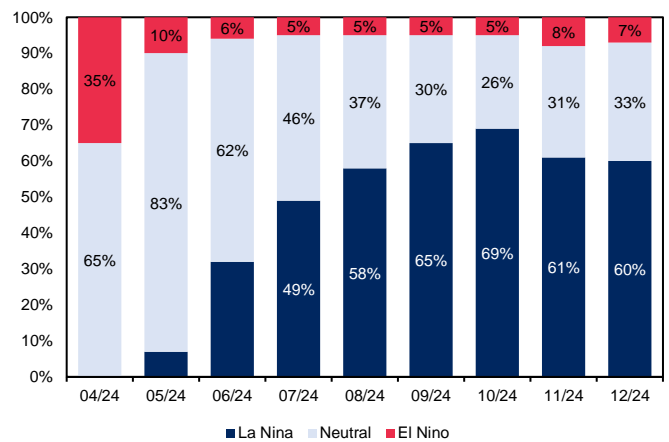
Trong 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ tăng 10% svck đạt 1,412 triệu kWh, nhờ pha La Nina duy trì trong cả năm (theo dữ liệu lịch sử pha La Nina thường duy trì 15-18 tháng). Dự kiến giá bán điện tăng 2% svck đạt 1,127 đ/kWh, hỗ trợ doanh thu tăng 12% svck đạt 1,592 tỷ đồng.

Hình 18: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ tăng trưởng trong 2024-25. Trong khi đó, giá bán điện dự kiến tăng ổn định 2%/năm



Nguồn: POW, MBS Research

Hình 19: Theo IRI, pha El Nino đã chính thức kết thúc từ Q1/24, và có khả năng pha La Nina sẽ quay trở lại với xác suất cao từ Q3/24



Nguồn: IRI, MBS Research

Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh POW giai đoạn 2024-25

Hình 20: Tổng hợp điều chỉnh dự phóng KQKD POW 2024-25

Tỷ đồng	2023	2024	% svck	$\Delta\%$ sv dự báo cũ	2025	% svck	$\Delta\%$ sv dự báo cũ	Nhận xét
Tổng sản lượng (tr kWh)	14,800	16,701	12.8%	-0.4%	18,048	8.1%	-1.4%	
Điện khí	8,999	9,316	3.5%	-0.7%	15,165	62.8%	-3.8%	
Thủy điện	1,227	1,288	4.9%	0.0%	1,413	9.7%	0.0%	
Điện than	4,573	6,097	33.3%	0.0%	6,307	3.4%	3.4%	
Giá điện bình quân (đ/kWh)	-	-	0.0%	0.0%	-	0.0%	0.0%	
Điện khí	2,121	2,010	-5.2%	-1.9%	2,157	7.3%	0.5%	
Thủy điện	1,116	1,105	-0.9%	0.0%	1,127	2.0%	0.0%	
Điện than	1,966	1,816	-7.6%	0.0%	1,836	1.1%	0.0%	
Tổng doanh thu	27,869	31,222	12.0%	-1.6%	45,886	47.0%	-1.6%	
Điện khí	19,082	18,727	-1.9%	-2.6%	32,713	74.7%	-3.3%	
Thủy điện	1,366	1,422	4.2%	0.0%	1,592	11.9%	0.0%	
Điện than	8,992	11,073	23.1%	0.0%	11,581	4.6%	3.4%	
LN gộp	2,183	2,278	4.4%	-6.5%	4,004	75.8%	-8.9%	Điều chỉnh giảm LN gộp 2024-25 do đánh giá thận trọng hơn về kqkd của Nhơn Trạch 2, thu hẹp biên LN gộp lần lượt 0.4 đ% và 0.7đ%
Biên LN gộp (%)	7.8%	7.2%	-0.6 đ%	-0.4 đ%	8.6%	19.6%	-0.7 đ%	
Chi phí QLDN	(779)	(672)	-13.8%	-1.6%	(1,234)	83.7%	-1.6%	
EBIT	1,404	1,607	14.4%	-8.5%	2,770	72.4%	-11.8%	
Doanh thu tài chính	550	572	4.2%	1.0%	921	60.9%	47.4%	Điều chỉnh tăng doanh thu tài chính 2025 lên 47%, phản ánh khoản LN bất thường từ bồi thường gián đoạn kinh doanh Vũng Áng 1.
Chi phí tài chính	(680)	(961)	41.3%	1.4%	(1,717)	78.6%	5.1%	
LN ròng	1,075	1,185	10.2%	3.0%	1,690	42.6%	16.3%	Điều chỉnh tăng dự phóng LN ròng 2024-25 lên 3.0%/16.3%
EPS (đ/cp)	459	506	10.2%	3.0%	721	42.6%	16.3%	

Nguồn: POW, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Lê Minh Anh
Lê Ngọc Hưng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyến
Nguyễn Đức Hào

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành
Nguyễn Minh Trí

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền