

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

Định giá hấp dẫn phù hợp tầm nhìn dài hạn

- LN ròng Q3/24 tăng 380% svck trong bối cảnh sản lượng điện đi ngang, hỗ trợ bởi lãi tỉ giá từ các khoản vay gốc USD ~330 tỷ đồng.
- LN ròng 2024 dự kiến đi ngang, sau đó tăng trưởng kép 25% trong 2025-26, hỗ trợ bởi sản lượng điện dự kiến phục hồi từ nền thấp.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 14,900đ/cp.

KQKD Q3/24: Tỉ giá là điểm sáng, hỗ trợ tăng trưởng trường LN Q3/24

Trong Q3/24, doanh thu tăng 7% svck, chủ yếu được hỗ trợ bởi sản lượng điện khí phục hồi từ nền thấp 44% svck khi năm ngoái NT2 thực hiện đại tu, tuy nhiên sản lượng điện than giảm mạnh do tổ máy 2 Vũng Áng 1 trùng tu. Biên LN gộp ở mức thấp đạt 5%, trong bối cảnh giá đầu vào cao, các nhà máy chưa được huy động tối ưu cùng giá thị trường điện thấp, kéo. Đáng chú ý, doanh thu tài chính và chi phí tài chính cải thiện mạnh trong Q3/24, hỗ trợ bởi các khoản lãi tỉ giá do đánh giá lại dự nợ gốc vay USD, đẩy LN ròng Q3/24 tăng mạnh 380% svck đạt. LN ròng 9T24 theo đó đạt 1,066 tỷ đồng (+44% svck) hoàn thành 90% dự phóng 2024 của chúng tôi.

Triển vọng 2024-26: Động lực tăng trưởng quy mô doanh thu từ NT3&4

Trong 2024, chúng tôi cho rằng những khó khăn trong huy động xuất phát từ áp lực tài chính của EVN khiến sản lượng các nhà máy chưa có sự phục hồi rõ nét mặc dù mức nền 2023 khá thấp. Theo đó, dự kiến doanh thu và LN ròng POW sẽ chỉ phục hồi 8% svck và 9% svck, hỗ trợ bởi sản lượng phục hồi 9% svck.

Nhìn sang 2025-26, chúng tôi kỳ vọng triển vọng huy động tích cực hơn nhờ 1) Nhu cầu phụ tải tăng mạnh là điểm tựa cho huy động; 2) EVN tăng giá điện hỗ trợ cải thiện dự địa huy động bớt ngặt nghèo hơn cho các nguồn giá cao như 2024. Mặt khác, Nhon Trạch 3&4 đi vào hoạt động từ Q1/25 sẽ thúc đẩy quy mô doanh thu 2025-26 tăng 55% svck và 12% svck. Chúng tôi dự kiến NT3&4 ghi nhận lỗ trong 2 năm đầu, do đó mức tăng trưởng LN 2025-26 lần lượt 25% svck và 32% svck dự kiến bù đắp bởi sự phục hồi nhóm điện khí từ mức nền rất thấp 2024.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 14,900đ/cp

Giá mục tiêu giảm 10% sv báo cáo trước do điều chỉnh dự báo tăng trưởng EPS 2024/25/26 giảm 1.1%/8.0%/3.4% trên cơ sở điều chỉnh dự phóng biên LN thận trọng hơn. Chúng tôi cho rằng POW sẽ hưởng lợi lớn trong xu hướng phát điện LNG, cùng với định giá P/B hiện tại 0.8x, rẻ hơn sv trung bình ngành (1.6x). Do đó, POW là lựa chọn phù hợp thời điểm hiện tại nhờ định giá rẻ, hoạt động cốt lõi dần có sự cải thiện từ Q2/24 cùng những khó khăn đã được phản ánh vào giá.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	27,945	30,303	47,154	52,450
Lợi nhuận ròng	1,075	1,172	1,470	1,945
Tăng trưởng doanh thu thuần	-1.0%	8.4%	55.6%	11.2%
Tăng trưởng LN ròng	-47.8%	9.1%	25.4%	32.3%
Biên LN gộp	7.8%	7.3%	9.4%	10.1%
Biên EBITDA	15.1%	14.5%	14.5%	14.5%
ROAE	3.6%	3.7%	4.4%	5.5%
ROAA	1.7%	1.6%	1.6%	1.9%
EPS (VND/cổ phiếu)	459	501	628	830
BVPS (VND/cổ phiếu)	14,589	15,257	17,066	18,406

Nguồn: POW, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND14,900

Tiềm năng tăng giá

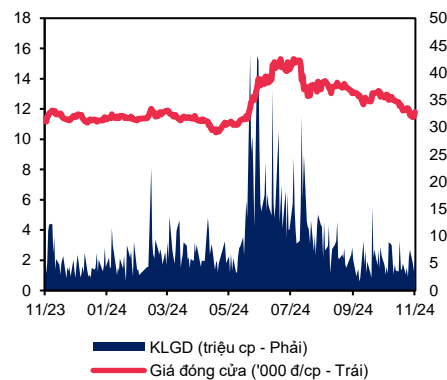
29%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giảm EPS 2024/25/26 lần lượt 1.1%/8.0%/3.4 sv dự báo trước

Điều chỉnh giá mục tiêu giảm 10% sv báo cáo trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	11,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	15,300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,450
Vốn hóa (tỷ VND)	27,049
P/E (TTM)	19.3
P/B	0.8
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%

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 2029-30).
- Động lực tăng trưởng doanh thu trung hạn chính đến từ Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành từ 2025. Dự án chính thức ký kết PPA trong T10/24, đánh dấu một bước tiến quan trọng sau hàng loạt các hành động quyết liệt liên quan đến gỡ bỏ các vướng mắc về cơ chế giá, giải phóng mặt bằng và thu xếp vốn. Chúng tôi kỳ vọng Nhơn Trạch 3&4 sẽ là động lực tăng trưởng của POW từ 2026-27.
- Triển vọng huy động sản lượng các nhà máy sẽ có sự cải thiện từ 2024, hỗ trợ tăng trưởng LNST 2024-26 đạt 30% CAGR, đến từ 1) Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng phụ tải duy trì ở mức cao, trong bối cảnh nhu cầu sản xuất phục hồi; 2) Áp lực tài chính của EVN được cải thiện sau đợt tăng giá điện, phần nào hỗ trợ cải thiện các phương án huy động từ các nguồn điện giá cao như điện khí.
- Vùng giá hiện tại tương đương mức P/B 0.8x, thấp hơn nhiều so với trung bình các doanh nghiệp phát điện (~1.5x). Chúng tôi cho rằng POW có định giá hấp dẫn, và là lựa chọn hợp lý cho quan điểm đầu tư dài hạn trong bối cảnh triển vọng kinh doanh dự kiến sẽ có sự phục hồi và tiềm năng tăng trưởng quy mô công suất mạnh mẽ trong 2025-30.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 14,900đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan POW với giá mục tiêu 14,900đ/cp (-10% sv báo cáo trước) do điều chỉnh giảm dự báo EPS 2024/25/26 1.1%/8.0%/3.4%, phản ánh mức biên LN thận trọng hơn. Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để đánh giá lại triển vọng của POW sau khi cởi bỏ đáng kể những vướng mắc cho Nhơn Trạch 3&4. Chúng tôi cho rằng xu hướng phát điện khí 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. Mức định giá 14,900đ/cp, tương đương với mức P/B mục tiêu 2024-25 ~1.1x, thấp hơn so với trung bình ngành theo quan điểm thận trọng. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng LN kém tích cực trong thời gian qua đã phần nào được nhìn nhận và phản ánh vào giá cổ phiếu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng 2025 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: 9.4%; COE: 12%; tăng trưởng dài hạn: 1%) phản ánh quan điểm thận trọng về tăng trưởng LN của POW.

- P/B mục tiêu 1.1x, phản ánh mức P/B thận trọng hơn so với mức trung bình ngành là 1.5x 2024-25.

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

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027 //	2034
EBITDA	4,389	6,861	7,613	8,186	6,420
(-) Chi phí khấu hao	(2,810)	(3,666)	(3,636)	(3,637)	(1,936)
EBIT	1,580	3,195	3,976	4,549	4,484
(-) Thuế	(174)	(355)	(501)	(516)	(897)
Thuế (%)	11%	11%	13%	11%	20%
EBIAT	1,406	2,840	3,476	4,032	3,588
(+) Chi phí khấu hao	2,810	3,666	3,636	3,637	1,936
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(1,377)	1,705	117	(1,344)	73
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(15,551)	(8,891)	(524)	(550)	(522)
FCFF	(12,712)	(680)	6,704	5,775	5,074
Giá trị dòng tiền năm cuối					54,224

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	50,146
Nợ	(24,079)
Chi phí nợ	6.8%
Thuế (%)	10.0%
WACC	9.4%
Tăng trưởng dài hạn	0.0%

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	1.1x	15,586	50%	7,793
DCF 10 năm		14,130	50%	7,065
Giá hợp lý				14,858
Giá mục tiêu (làm tròn)				14,900

Nguồn: MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		ROA(%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
	Bloomberg	Nội tệ		tr USD										
Doanh nghiệp nước ngoài														
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN	NA	KKN	16,683.9	37.4	31.2	4.4	3.9	3.5	6.0	11.7	12.8	16.7	14.6
Malakoff Corp Bhd	MLK MK	NA	KKN	808.8	14.4	13.2	0.9	0.8	1.5	1.8	5.2	5.7	4.6	4.5
Banpu power	BPP TB	NA	KKN	1,061.8	10.2	9.1	0.7	0.7	4.1	4.4	7.4	7.7	10.9	10.1
Ratchaburi Elec	RATCH TB	NA	KKN	1,613.2	8.6	7.3	0.6	0.5	3.6	4.2	6.8	7.9	12.3	10.6
Manila Electric	MER PM	NA	KKN	6,904.4	11.2	10.9	2.7	2.5	6.5	6.1	26.0	23.7	7.5	7.2
Doanh nghiệp trong nước														
GENCO3	PGV VN	NA	KKN	880.0	9.5	8.6	1.5	1.2	-1.1	na	-4.1	na	7.9	5.8
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	NA	KKN	242.8	10.1	7.4	1.1	1.0	10.6	12.5	13.2	14.9	4.0	4.0
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	NA	KKN	263.9	15.2	11.0	1.1	1.1	7.8	8.7	9.9	10.7	4.8	4.5
Nhơn Trạch 2	NT2 VN	NA	KKN	214.3	24.7	21.5	1.3	1.3	2.5	3.5	5.4	7.1	6.4	4.7
Trung bình					15.1	14.7	1.7	1.6	4.3	5.9	8.8	11.3	8.3	7.3
PVPower	POW VN	14,900	Khả quan	1,088.3	20.2	19.2	0.9	0.8	1.6	1.8	4.3	4.6	8.2	5.5

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tiềm năng đánh giá lại:

- 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.
- Nhon Trạch 3&4 vận hành tốt hơn dự kiến

Rủi ro giảm giá:

- Khó khăn tài chính của EVN là một yếu tố quan trọng quyết định phương án huy động các nguồn điện trong 2025
- Rủi ro cấp khí, đặc biệt các mỏ khí Đông Nam Bộ nghiêm trọng hơn dự kiến.
- Rủi ro liên quan đến Nhon 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 Q3/24

Hình 6: Tỉ giá là điểm sáng, hỗ trợ tăng trưởng trưởng LN Q3/24

Các tiêu chí KQKD (Tỷ đồng)	Q3/24	svck (%)	sv quý trước (%)	9T24	svck (%)	%sv dự phóng	Nhận xét
Tổng sản lượng (triệu kWh)	3,166	13%	-34%	11,536	4%	70%	Sản lượng điện Q3/24 tăng 13% svck, chủ yếu do sản lượng điện khí phục hồi từ nền thấp năm ngoái.
Điện khí	2,042	40%	-26%	6,436	-9%	70%	Sản lượng điện khí tăng 40% svck, hỗ trợ bởi NT2 phục hồi do năm ngoái đại tu
Điện than	606	-41%	-67%	4,169	33%	71%	Sản lượng điện than giảm 41% svck, do Vũng Áng 1 trung tu trong Q3/24; Trong T9/24 ghi nhận tăng trưởng phụ tải thấp do mưa bão.
Thủy điện	399	24%	97%	811	-3%	68%	Sản lượng thủy điện tăng mạnh trong Q3/24 do thời tiết thuận lợi, EVN ưu tiên huy động thủy điện.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	1,910	-5.7%	-0.5%	1,860	-6.7%	0.0%	
Điện khí	2,152	-6%	3%	2,023	-3%	101%	
Điện than	2,411	25%	30.4%	1,876	-7%	103%	Giá bán điện than có xu hướng tăng từ Q3/24, một phần đến từ bù doanh thu Qc từ EVN. Mặt khác, giá than trộn TKV cung cấp cũng có xu hướng tăng mạnh đẩy giá huy động điện than tăng cao.
Thủy điện	996	-12%	26%	1,025	-14%	93%	Giá bán thủy điện giảm trong 9T24, chủ yếu do tỉ trọng huy động trên thị trường điện bị thu hẹp còn 2%, ảnh hưởng đến nguồn huy động giá cao các nhà máy.
Doanh thu	6,061	7%	-36%	21,686	1%	71%	
LN gộp	296	-3%	-59%	1,408	-3%	67%	
Biên LN gộp (%)	5%	-0.5 đ%	-2.8 đ%	6%	-0.3 đ%	0.0 đ%	LN gộp Q3/24 giảm 3% svck với biên LN gộp vẫn duy trì ở mức rất thấp ~5%. Giá thị trường điện giảm mạnh trong Q3 cùng với việc các nhà máy vẫn chưa được huy động tối ưu là nguyên nhân thu hẹp biên LN.
Chi phí bán hàng & QLDN	169	14%	-6%	480	-0.4%	70%	
Doanh thu tài chính	411	196%	214%	617	60%	108%	Doanh thu tài chính Q3/24 tăng 196% svck, đến từ ghi nhận lãi tỉ giá ~220 tỷ khoảng vay USD mới giải ngân trong cuối Q2/24.
Chi phí tài chính	(3)	-102%	-104%	357	-27%	48%	Chi phí tài chính giảm mạnh cũng nhờ hoàn nhập lỗ tỉ giá ~100 tỷ từ các khoản vay gốc USD liên quan đến Vũng Áng 1.
Lợi nhuận trước thuế	547	568%	22%	1,267	25%	79%	
Thuế	94	218%	na	152	19%	92%	
Lợi nhuận sau thuế	216	-67%	-52%	1,329	-48%	95%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	57	na	na	45	-68%	16%	
LN ròng	396	380%	-1%	1,066	44%	90%	Theo đó, LN ròng Q3/24 tăng trưởng 380% svck, chủ yếu đến từ lãi tỉ giá, hỗ trợ LN ròng 9T24 tăng 44% svck, hoàn thành 90% dự phóng 2024.

Nguồn: POW, MBS Research

Triển vọng 2024-26: Mở rộng quy mô doanh thu từ Nhơn Trạch 3&4

Điện khí: Huy động dự kiến cải thiện từ mức nền thấp 2024

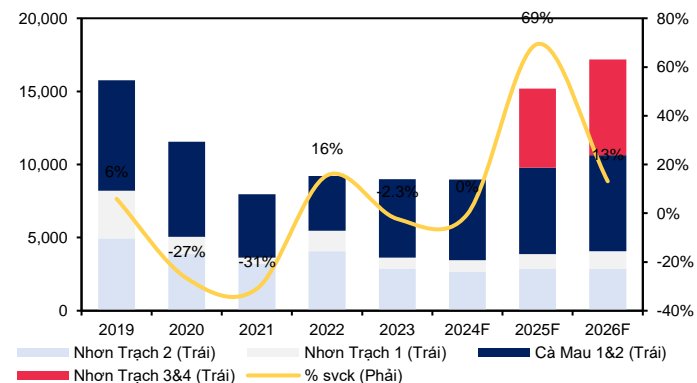
Sau giai đoạn Q1/24 huy động âm đậm, sản lượng điện khí, đặc biệt Nhơn Trạch 2 ghi nhận mức huy động cải thiện từ Q2/24, hỗ trợ bởi nhu cầu điện tăng trưởng 11% svck trong 9T24. Tuy nhiên, đây vẫn là mức huy động thấp so với trung bình các năm trước, trong bối cảnh nguồn cung khí nội địa giảm. Mặt khác, khó khăn tài chính kéo dài của EVN đã ảnh hưởng đáng kể lên kế hoạch điều độ, giảm dư địa huy động cho các nguồn điện giá cao như điện khí, chúng tôi cho rằng đây là yếu tố chủ đạo trong 2024, khi các nhà máy đối mặt với điều kiện huy động ngặt nghèo và biên LN thấp nhằm san sẻ khó khăn với EVN. Nhìn cả năm 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí sẽ duy trì ở mức 8.9 tỷ kWh (+0.3% svck) nhờ sự phục hồi từ Cà Mau 1&2, bù đắp cho Nhơn Trạch 1&2. Giá bán điện vẫn duy trì ở mức cao đạt 2,010 đ/kWh (-5% svck) kéo doanh thu đạt 18,023 tỷ đồng (-3.8% svck).

Nhìn sang 2025-26, chúng tôi kỳ vọng nhóm điện khí sẽ bớt khó khăn hơn, đến từ nhiều yếu tố hỗ trợ bao gồm:

- Nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến tăng trưởng trung bình 9.1% trong 2025-27 theo kịch bản cao QHĐ8, hỗ trợ triển vọng huy động các nhà máy trong bối cảnh tăng trưởng nguồn cung khá hạn chế.
- Phú Mỹ 3 hết hạn hợp đồng BOT trong 2024, và Phú Mỹ 2-2 trong Q1/25, sẽ không còn được ưu tiên phân bổ khí và huy động. Do đó, hỗ trợ trực tiếp năng lực cạnh tranh của cụm Nhơn Trạch 2 khi nhà máy vẫn còn hợp đồng bao tiêu khí với GAS.
- Tình hình tài chính của EVN cải thiện là yếu tố quan trọng hỗ trợ triển vọng huy động các nhà máy theo quan điểm của chúng tôi. Do đó. Việc tiếp tục tăng giá điện trong 2024 là cơ sở để tăng dư địa huy động cho các nguồn điện giá cao.

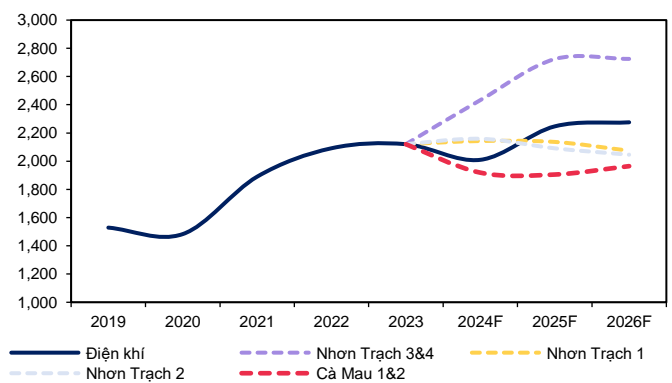
Do đó, sản lượng điện khí 2025-26 sẽ đạt lần lượt 15.2 tỷ kWh (+69% svck) và 17.1 tỷ kWh (+13% svck) với đóng góp bổ sung từ Nhơn Trạch 3&4. Giá bán điện trung bình đạt 2,247 đồng/kWh (+11%svck) và 2,276 đồng/kWh (+1.3% svck) do các nhà máy mới sử dụng LNG nhập khẩu giá cao, hỗ trợ doanh thu tăng trưởng 89% svck và 15% svck đạt lần lượt 34,142 và 39,110 tỷ đồng.

Hình 7: 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)

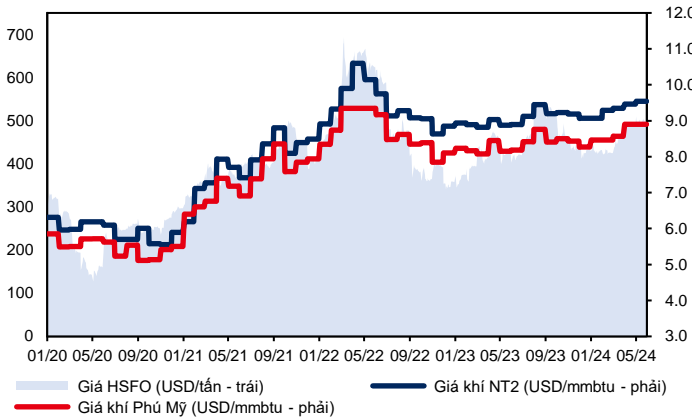


Nguồn: POW, MBS Research

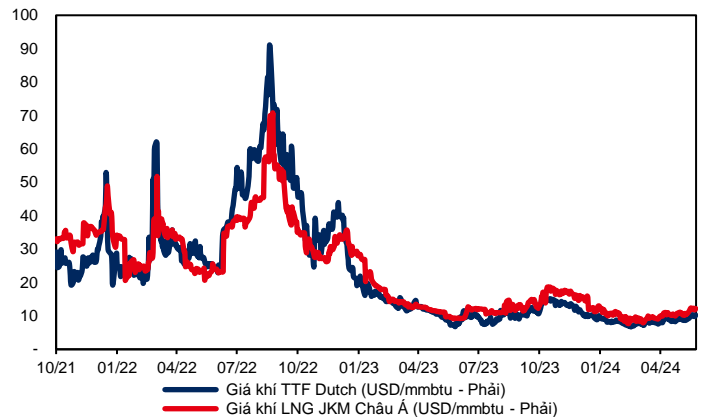
Hình 8: Giá điện khí sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2024-25 do giá khí trong nước neo cao và nhà máy điện LNG sẽ đi vào hoạt động từ năm 2025 (Đơn vị: VND/kWh)



Nguồn: POW, MBS Research

Hình 9: Giá khí nội địa đã giảm từ mức đỉnh 2022 nhưng vẫn duy trì ở nền cao trong 9T24, neo theo biến động giá HSFO


Nguồn: Bloomberg, NT2, GENCO3, MBS Research

Hình 10: 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

Nhơn Trạch 3&4: Giai đoạn nước rút để vận hành thương mại từ 2025

Về tiến độ thi công: Tính đến hết tháng 10/2024, tiến độ gói thầu EPC tổng thể đạt 94%, các vấn đề vướng mắc thuê đất với TCT Tín Nghĩa, POW đã thống nhất và giải quyết.

Về thu xếp vốn: PVPower thu xếp thành công khoản vay ECA không ràng buộc xuất xứ thiết bị trị giá 200 triệu USD tại ngân hàng SMBC, do SACE bảo lãnh. Đặc biệt trong T10/24, POW đã công bố hợp đồng khoản vay ECAs trị giá 521.5 triệu USD với hai ngân hàng Citi và ING, đảm bảo đủ vốn cho dự án.

Về đàm phán hợp đồng PPA: Cũng trong T10/24, POW cùng EPTC đã chính thức ký kết hợp đồng mua bán điện (PPA) cho Nhơn Trạch 3&4. theo quan điểm của chúng tôi, cơ sở tính toán các điều khoản hợp đồng liên quan đến giá bán và sản lượng sẽ dựa trên khung giá điện khí LNG 2024 và mức bao tiêu Qc dự kiến khoảng 65-75% sản lượng. Theo đó, đây sẽ là cơ sở để POW hoàn thành hợp đồng mua bán khí (GSA) sớm trong thời gian tới.

Hình 11: Dự phóng kết quả kinh doanh Nhơn Trạch 3&4 2025-30

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Sản lượng (triệu kWh)	5,406.0	6,544.1	7,113.1	7,397.6	7,966.7	7,966.7
%sản lượng thiết kế	48%	58%	63%	65%	70%	70%
Giá bán điện (đ/kWh)	2,723.8	2,725.2	2,726.6	2,728.1	2,729.6	2,731.2
Giá khí LNG (USD/mmbtu)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
Doanh thu	14,724.7	17,833.7	19,394.7	20,181.3	21,745.8	21,563.3
%svck	-	21%	9%	4%	8%	-1%
Giá vốn hàng bán	13,372.5	16,280.5	17,420.8	17,991.9	19,132.3	19,138.2
LN gộp	1,352.2	1,553.2	1,973.8	2,189.4	2,613.5	2,425.1
% Biên LN gộp	9%	9%	10%	11%	12%	11%
Chi phí bán hàng&QLDN	294.5	356.7	387.9	403.6	434.9	431.3
EBITDA	1,869.9	2,496.3	2,885.7	3,085.5	3,478.3	3,293.6
% Biên EBITDA	13%	14%	15%	15%	16%	15%
Chi phí lãi vay	1,574.7	1,443.4	1,312.2	1,181.0	1,049.8	918.6
Thuế	-	-	-	-	56.4	53.8
% thuế	0%	0%	0%	0%	5%	5%
LNST	(516.9)	(246.9)	273.7	604.8	1,072.4	1,021.6
% Biên LNST	-4%	-1%	1%	3%	5%	5%

Nguồn: POW, MBS Research

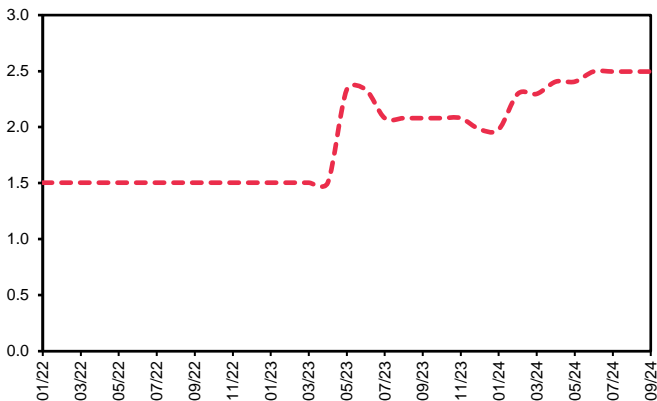
Chúng tôi giả định giá LNG cấp cho Nhơn Trạch 3&4 ~13.5USD/mmbtu và đưa ra ước tính giá bán ước tính ~2,700 đ/kWh. Ở mức giá này, áp lực huy động sẽ

vẫn hiện hữu đối với EVN do giá bán lẻ trung bình hiện là 2,103 đ/kWh. Dự kiến Nhơn Trạch 3&4 sẽ ghi nhận lỗ ròng trong 2 năm đầu vận hành theo ước tính, đến từ áp lực các chi phí cố định và chi phí tài chính. Mặt khác, dòng tiền thực hiện các nghĩa vụ nợ sẽ không gặp nhiều áp lực, khi EBITDA vẫn đang đảm bảo được năng lực trả lãi vay, đồng thời POW cũng duy trì được dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đến từ các nhà máy khác khá dồi dào. Từ năm 2027, chúng tôi dự báo tăng trưởng tích cực khi hai nhà máy đóng góp dự kiến ~7.1 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 ~9-10% theo ước tính.

Chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro tỷ giá phát sinh từ khoản nợ ~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.

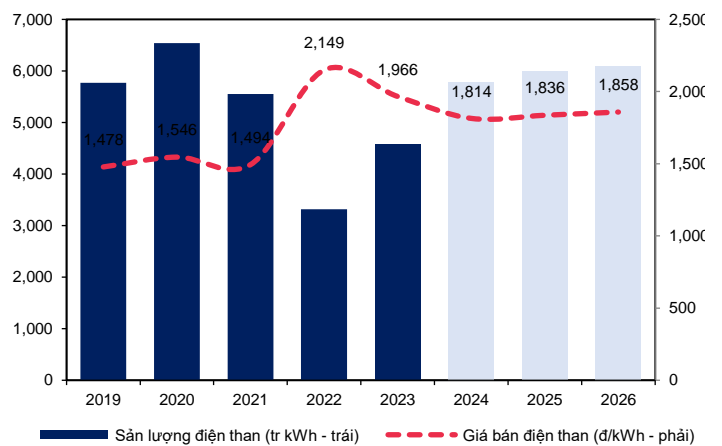
Điện than: Triển vọng huy động duy trì trong 2025-26

Hình 12: Giá than trộn có xu hướng tăng trở lại từ Q2/24, ảnh hưởng đến biên LN huy động điện than (Đơn vị: triệu đồng)



Nguồn: GENCO3, MBS Research

Hình 13: Giá bán bình quân 2024 dự kiến giảm từ nền cao 2023, sau đó duy trì ổn định ở mức cao trong 2025-26



Nguồn: POW, MBS Research

Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng Vũng Áng 1 tăng 26% svck đạt 5.7 tỷ kWh. Giá bán trung bình giảm 8% svck xuống 1,814 đ/kWh hỗ trợ bởi chi phí đầu vào hạ nhiệt trong nửa đầu năm, kéo doanh thu phục hồi 17% svck đạt 10,488 tỷ đồng do: 1) Tổ máy 1 vận hành trở lại từ Q3/23; 2) Nhu cầu điện tăng đột biến trong 6T đầu năm, đặc biệt ở khu vực miền Bắc. Nhìn sang 2025-26, 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 (>10%), 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 lần lượt 5.9 tỷ kWh (+3.6% svck) và 6.1 tỷ kWh (+2% svck).

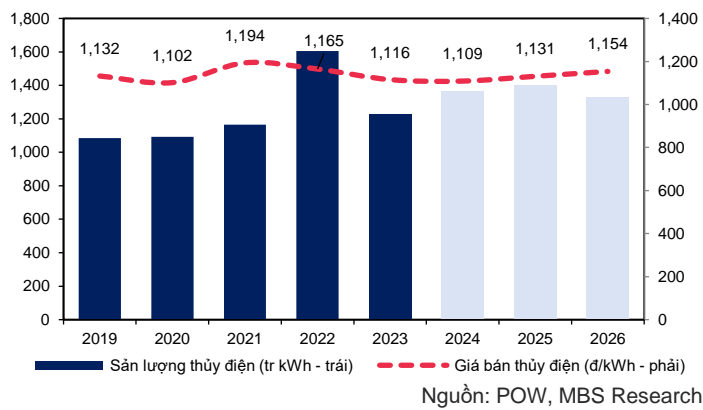
Thủy điện: Nửa đầu 2025 tiếp tục là điểm sáng huy động

Trong Q1/24, dưới ảnh hưởng kéo dài của pha El Nino và kế hoạch tích nước của A0 phục vụ mùa cao điểm, 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,

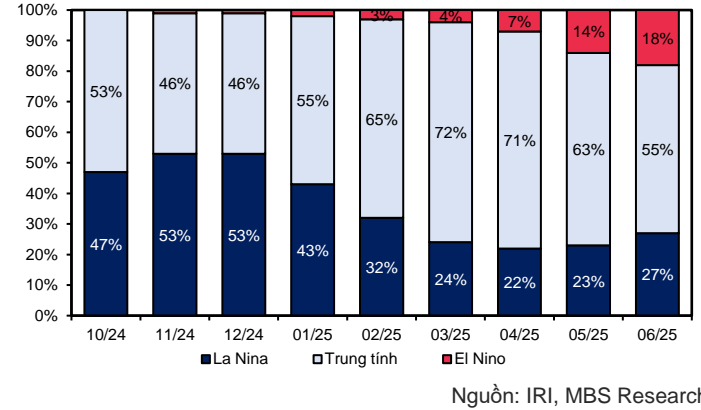
sản lượng các máy có xu hướng phục hồi từ cuối Q2/24, đặc biệt là khi cả Hòa Na và Dakdrink đều bước vào mùa mưa. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ phục hồi 12% svck đạt 1,367 triệu kWh. Mặt khác, tỷ lệ Qc thủy điện điều chỉnh tăng từ 90% năm 2023 lên 98% năm 2024, tương đương với sản lượng chào giá trên thị trường cạnh tranh chỉ 2%. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ chỉ làm giảm nhẹ giá bán của POW 3% svck do các nhà máy đàm phán mức Qc ban đầu khá cao. Do đó, doanh thu tăng 10% svck lên 1,517 tỷ đồng.

Trong 2025, kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ đạt 1,400 triệu kWh (+3%svck), nhờ pha La Nina duy trì trong ít nhất Q1/24, và dự phóng sản lượng 2026 sẽ tương đương mức trung bình 3 năm trước theo quan điểm thận trọng, đạt 1,331 triệu kWh (-3% svck). Dự kiến giá bán điện tăng bền vững 2% svck, hỗ trợ doanh thu 2025-26 đạt 1,584 tỷ đồng (+4% svck) và 1,536 tỷ đồng (-3% svck).

Hình 14: 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



Hình 15: Theo IRI, pha La Nina sẽ duy trì cho đến Q1/25 sau đó pha trung tính sẽ chiếm chủ đạo với xác suất cao nhất



Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh POW giai đoạn 2024-26

Hình 16: Tổng hợp điều chỉnh dự phóng KQKD POW 2024-26

Tỷ đồng	2024	% svck	Δ% sv dự báo cũ	2025	% svck	Δ% sv dự báo cũ	2026	%svck	Δ% sv dự báo cũ	Nhận xét
Tổng sản lượng (tr kWh)	16,116	8.9%	-3.5%	17,181	6.6%	-4.8%	18,072	5.2%	-1.1%	
Điện khí	8,968	-0.3%	-3.7%	15,195	69.4%	0.2%	17,187	13.1%	2.1%	
Thủy điện	1,367	11.3%	6.1%	1,400	2.4%	-0.9%	1,331	-4.9%	-3.8%	
Điện than	5,782	26.4%	-5.2%	5,992	3.6%	-5.0%	6,097	1.8%	-3.3%	
Giá điện bình quân (đ/kWh)	-	0.0%	0.0%	-	0.0%	0.0%	-	0.0%	0.0%	
Điện khí	2,010	-5.2%	0.0%	2,247	11.8%	4.2%	2,276	1.3%	3.6%	
Thủy điện	1,109	-0.6%	0.3%	1,131	2.0%	0.3%	1,154	2.0%	0.3%	
Điện than	1,814	-7.7%	-0.1%	1,836	1.2%	0.0%	1,858	1.2%	-0.3%	
Tổng doanh thu	30,029	7.7%	-4.7%	46,727	55.6%	0.9%	51,975	11.2%	2.4%	
Điện khí	18,023	-5.6%	-3.8%	34,142	89.4%	4.4%	39,110	14.6%	5.8%	
Thủy điện	1,517	11.1%	6.6%	1,584	4.4%	-0.5%	1,536	-3.0%	-3.4%	
Điện than	10,488	16.6%	-5.3%	11,001	4.9%	-5.0%	11,329	3.0%	-3.6%	
LN gộp	2,226	1.9%	-2.3%	4,451	100.0%	-5.4%	5,303	19.1%	-7.0%	Điều chỉnh giảm biên LN gộp 2025/26 phản ánh quan điểm thận trọng hơn do những khó khăn trong huy động cùng với giá thị trường điện thấp hơn dự kiến.
Biên LN gộp (%)	7.3%	-0.5 đ%	0.1 đ%	9.4%	2.1 đ%	-0.7 đ%	10.1%	0.7%pts	-1.1%pts	
Chi phí QLDN	646	-17.1%	-3.8%	1,257	94.5%	1.8%	1,326	5.5%	3.3%	
EBIT	1,580	12.5%	-1.7%	3,195	102.2%	-2.3%	3,976	24.5%	-2.2%	
Doanh thu tài chính	570	3.7%	-0.4%	587	2.9%	-36.3%	717	22.2%	-2.1%	Điều chỉnh giảm doanh thu tài chính 2025 36% do loại trừ khoản bồi thường Vũng Áng 1 ra khỏi dự phóng cho đến khi có phương án.
Chi phí tài chính	804	18.2%	-16.4%	1,818	126.2%	5.9%	2,024	11.3%	9.1%	Điều chỉnh giảm chi phí tài chính 2024 tương ứng theo kế hoạch 9T24.
LN ròng	1,172	9.1%	-1.1%	1,470	25.4%	-8.0%	1,945	32.3%	-3.4%	Theo đó, LN ròng 2024/25/26 giảm lần lượt 1.1%/8.0%/3.4% sv báo cáo trước. LN ròng ghi nhận tăng trưởng trong bối cảnh NT3&4 lỗ 2 năm đầu hỗ trợ bởi 1) Sản lượng nhóm điện khí dự kiến phục hồi từ mức nền thấp 2024; 2) Biên LN các nhà máy cải thiện từ kỳ vọng cơ chế huy động bất ngờ nhờ khi EVN giảm áp lực về tài chính; 3) Các nhà máy duy trì dòng tiền trả nợ đều đặn, hỗ trợ chi phí tài chính giảm mạnh qua các năm.
EPS (đ/cp)	501	9.1%	-1.1%	628	25.4%	-8.0%	830	32.3%	-3.4%	

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.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	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

Ngô Quốc Hưng

Đinh Hà Anh

Nghiêm Phú Cường

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly