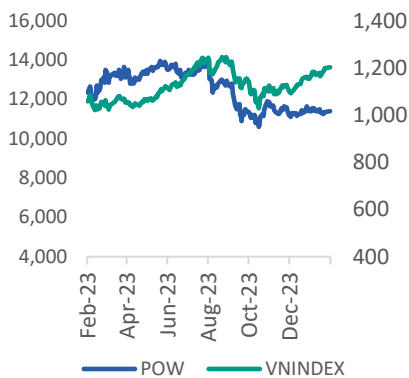


KHUYẾN NGHỊ		MUA	TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX: POW) PHỤC HỒI TỪ NỀN THẤP		
Giá hiện tại:	11,500		Ngày viết báo cáo:	23/02/2024	Cổ đông lớn
Giá mục tiêu trước:	-		Cổ phiếu lưu hành (triệu)	408.7	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam
Giá mục tiêu mới:	14,000		Vốn hóa (tỷ VND)	23,337	79,94%
Lợi suất cổ tức:	0%		KLGD TB 10 phiên (CP):	3,492,000	
Upside:	22%		% Sở hữu nước ngoài:	3.96%	

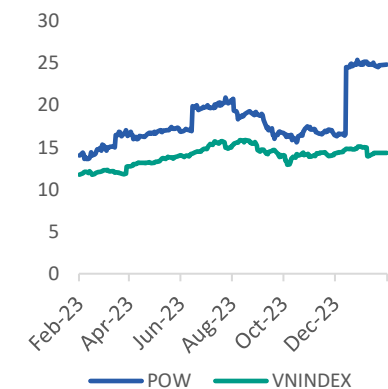
Research Department:

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 duy trì khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu POW, mặc dù giảm giá mục tiêu cho năm 2024 là **14,000 VND/CP** (upside 22% so với giá đóng cửa ngày 23/02/2024) 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 16% vào upside của cổ phiếu.

BSC giảm mức giá mục tiêu 8.5% so với báo cáo trước ([link cáo cáo](#)) do điều chỉnh giảm sản lượng điện của POW trong năm 2024 từ mức tăng 19% YoY xuống mức tăng 7% YoY.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, doanh thu và lợi nhuận thuần đạt 29,447 tỷ VND (+5% YoY) và 2,135 tỷ VND (+98% YoY) nhờ:

- Sản lượng điện tăng 7% YoY và biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 7.8% lên mức 10.2% nhờ các nhà máy Vũng Áng 1, Cà Mau 2 và Nhơn Trạch 2 không thực hiện đại tu trong năm 2024.
- Chi phí lãi vay giảm 28% YoY với môi trường lãi suất hạ nhiệt
- Ghi nhận doanh thu tỷ giá 155 tỷ VND từ Nhơn Trạch 2.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2024: PHỤC HỒI TỪ NỀN THẤP

A. Yếu tố hỗ trợ:

- Biên lợi nhuận gộp cải thiện, giảm các chi phí bất thường nhờ nhà máy Vũng Áng 1, Cà Mau 2 và Nhơn Trạch 2 đã hoàn thành đại tu trong năm 2023.
- Sản lượng điện của Vũng Áng 1 tăng 49% YoY nhờ giá than đang suy giảm.

B. Yếu tố bất lợi: sản lượng điện nhà máy NT2 giảm 44% YoY và NT1 duy trì ở mức thấp do 1) nguồn cung khí ở khu vực Đông Nam Bộ suy giảm nhanh chóng và 2) giá khí duy trì ở mức cao trong khi giá than đang giảm.

Như vậy, trong năm 2024, nhà máy Vũng Áng 1 được tăng cường huy động là nhân tố chính đóng góp vào tăng trưởng của công ty và bù đắp sự sụt giảm của nhà máy Nhơn Trạch 2.

CATALYST: Có thể ghi nhận bồi thường bảo hiểm 300 tỷ VND cho sự cố gián đoạn hoạt động kinh doanh ở nhà máy Vũng Áng 1.

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.
- Nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 chậm tiến độ so với dự báo.

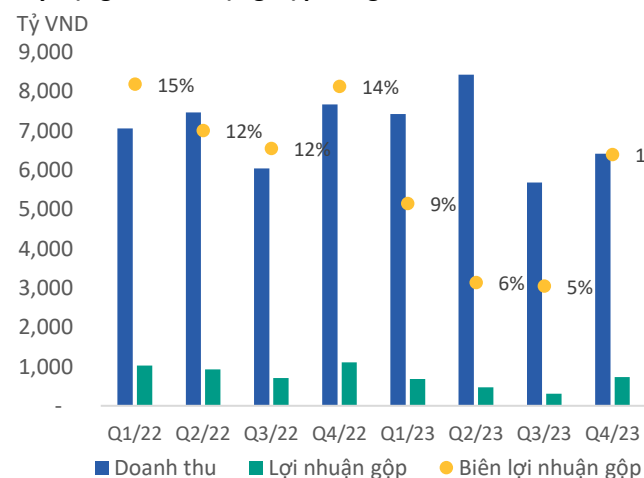
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	12.1	25.2	14.6	16.1	Doanh thu thuần	28,224	27,945	29,447	45,066
PB (x)	0.75	1.0	0.9	0.9	Lợi nhuận gộp	3,726	2,184	3,148	5,455
P/S (x)	0.88	1.2	1.1	0.7	LNST-CĐTS	2,061	1,076	2,135	1,903
ROE (%)	8%	4%	7%	6%	EPS	880	459	912	813
ROA (%)	5%	2%	3%	2%	% Tăng trưởng EPS	15%	-48%	98%	-11%

I. CẬP NHẬT KQKD 4Q2023:

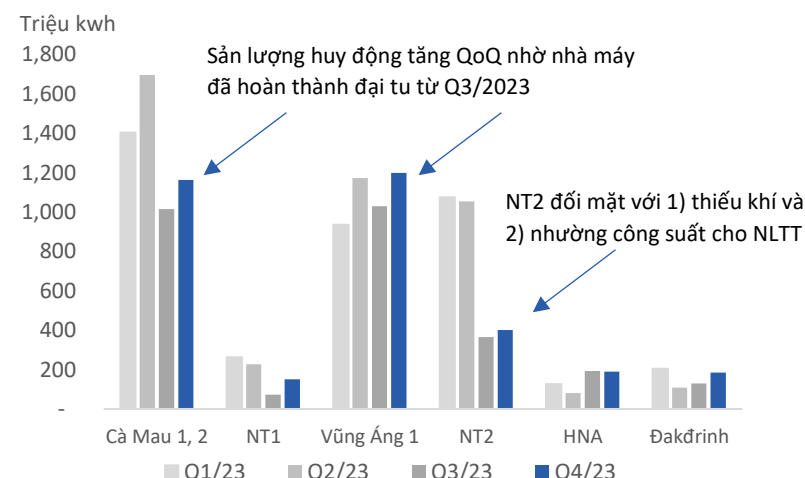
(Tỷ VND)	4Q.2023	4Q.2022	% YoY	2023	2022	%YoY	Nhận xét
Sản lượng điện (triệu kwh)	3,286	4,052	-19%	14,433	14,197	2%	Trong Q4.2023: Doanh thu đạt 6,412 tỷ VND, giảm 16% YoY , với sản lượng điện của các nhà máy như sau: + Cà Mau 1, 2 giảm 11% YoY, Nhơn Trạch 1 giảm 64% YoY và Nhơn Trạch 2 giảm 60% YoY do 1) nguồn cung khí suy giảm và 2) nhường công suất phát cho NLTT và 3) giá khí vẫn neo ở mức cao trong khi giá than nhập khẩu đã giảm. + Nhà máy thủy điện Hòa Na và Đakrinh giảm lần lượt 19% YoY và 28% YoY cần phải giữ mực nước cao để sẵn sàng phát điện cho mùa khô. + Được bù đắp bởi nhà máy Vũng Áng 1 tăng 42% YoY nhờ giá than nhập khẩu giảm và hoàn thành đại tu từ tháng 8/2023. Chi phí tài chính tăng 100% YoY chủ yếu trong kỳ lỗ tỷ giá 21 tỷ VND trong khi cùng kỳ hoàn nhập lỗ tỷ giá 40 tỷ VND. Dẫn đến LNST-CĐTS đạt 335 tỷ VND, giảm 51% YoY.
Giá trung bình (VND/kwh)	1,940	1,884	3%	1,931	1,970	-2%	
Doanh thu	6,412	7,669	-16%	27,945	28,235	-1%	
-Điện	6,375	7,633	-16%	27,869	27,969	0%	
-Khác	37	25	46%	76	255	-70%	
Lãi gộp	729	1,108	-34%	2,184	3,767	-42%	
Doanh thu TC	165	211	-22%	550	435	26%	
Chi phí TC	(191)	(95)	101%	(680)	(636)	7%	
-Lãi vay	(107)	(123)	-13%	(498)	(437)	14%	
Chi phí BH	-	-	-	-	-	-	
Chi phí QLDN	(296)	(420)	-29%	(779)	(1,124)	-31%	
Lãi từ HĐKD	406	803	-49%	1,275	2,441	-48%	
Lãi/(lỗ) CTLDLK	25	37	-	38	63	-	
LNST	450	871	-48%	1,461	2,564	-43%	
Thuế	2	139	-99%	129	241	-47%	
LNST	448	732	-39%	1,332	2,323	-43%	
CĐTS	113	48	136%	254	295	-14%	
LNST-CĐTS	335	684	-51%	1,078	1,894	-43%	
			Thay đổi			Thay đổi	
Biên gộp điện	11%	14%	-3%			0%	
Tỷ lệ SGA/DT	5%	5%	-1%	3%	4%	-1%	

Nguồn: POW, BSC Research

Biên lợi nhuận gộp phục hồi QoQ nhờ các nhà máy được tăng huy động và NT2 được bù đắp một khoản tiền do không được huy động đủ sản lượng hợp đồng



Sản lượng điện ở nhà máy NT2 phục hồi thấp hơn kỳ vọng dù đã hoàn thành đại tu trong Q3/2023



Nguồn: POW, BSC Research

II. Triển vọng kinh doanh năm 2024: Phục hồi từ nền thấp

A. Yếu tố hỗ trợ

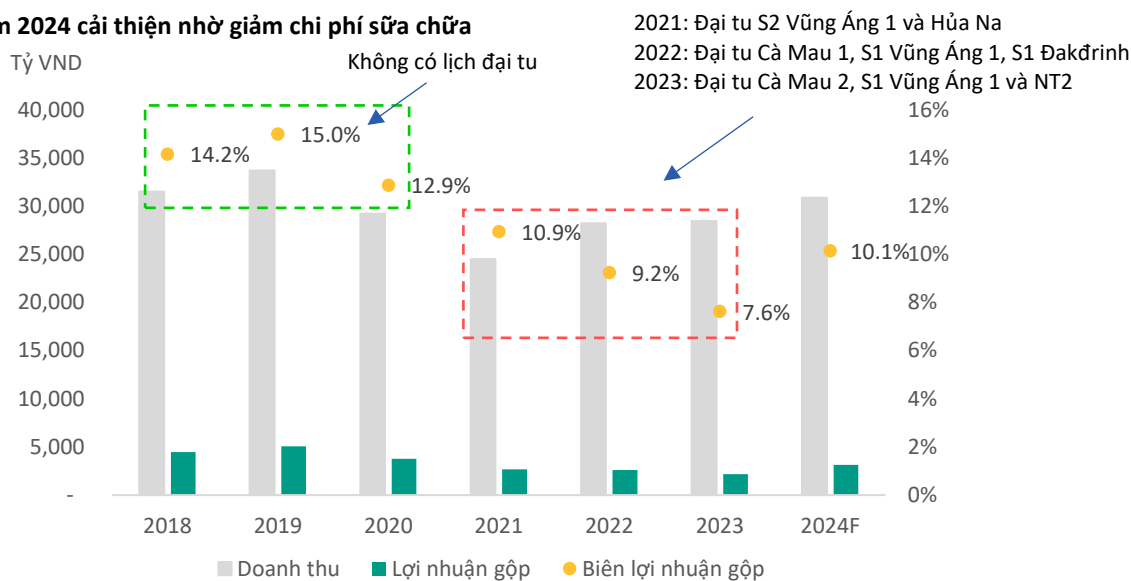
1. Biên lợi nhuận gộp cải thiện, giảm các chi phí bất thường nhờ nhà máy Vũng Áng 1, Cà Mau 2 và Nhơn Trạch 2 đã hoàn thành đại tu trong năm 2023.

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

Chi phí sửa chữa nhà máy điện sẽ được ghi nhận trong năm và không phân bổ, do đó, trong giai đoạn có lịch đại tu, biên lợi nhuận gộp (đã loại bỏ doanh thu tỷ giá) của POW duy trì giảm và đạt mức thấp 7.6% trong năm 2023.

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 duy trì sản xuất ổn định và ít phát sinh sửa chữa sẽ giúp công ty cải thiện biên lợi nhuận gộp từ 7.6% năm 2023 lên mức 10.1% trong năm 2024.

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



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

2. Sản lượng điện của Vũng Áng 1 tăng 49% YoY nhờ giá than đang suy giảm giá.

Tháng 1/2024, giá than Indonesia đạt 125 USD/tấn, giảm -59% YoY. BSC kỳ vọng giá than thế giới trung bình năm 2024 đạt 170 USD/tấn, giảm -15% YoY nhờ:

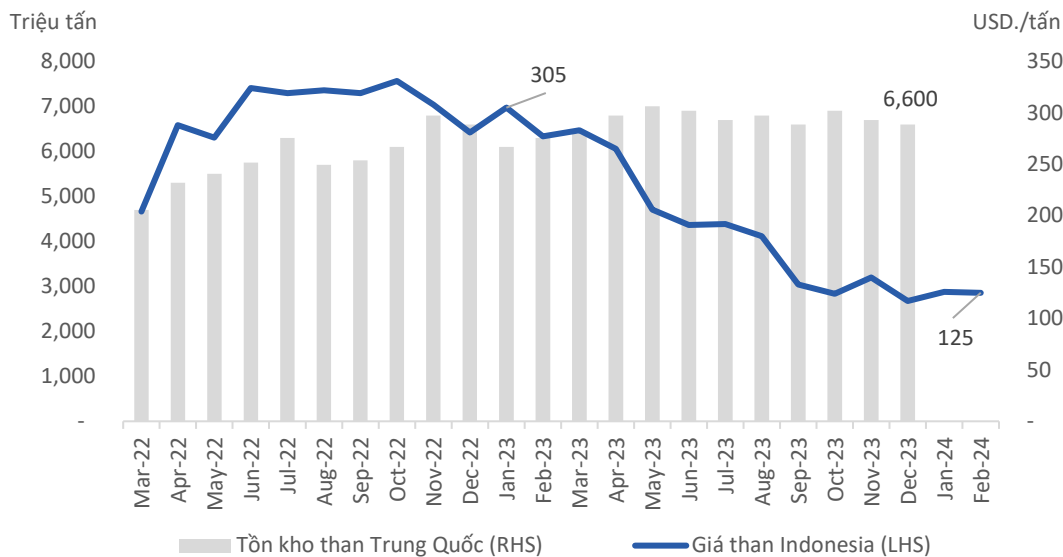
- 1) Tồn kho than tại Trung Quốc đang ở mức cao, trên 6.6 tỷ tấn (cao hơn 15% so với trung bình 5Y) và
- 2) Xu hướng phát triển NLTT ở Mỹ và Châu Âu làm giảm nhu cầu tiêu thụ than.
- 3) Giá than vẫn cao hơn khoảng 60-70% so với mức trung bình giai đoạn bình thường 2016-2019.

Vũng Áng 1 sử dụng than trộn 5a10 với khoảng 65% là than nguyên trong nước và 35% nhập khẩu. Trong đó, giá than nguyên trong nước là mặt hàng bị kiểm soát nên sẽ có giá thấp, ít thay đổi trong thời gian dài. Với than nhập khẩu, dự báo giá trung bình sẽ giảm 15% như đã đề cập ở trên, như vậy giá than trung bình cho nhà máy Vũng Áng 1 sẽ giảm -5.25% YoY, giúp nhà máy được tăng huy động.

Với chi phí đầu vào đang có xu hướng giảm và nguồn cung than ổn định, BSC dự phóng sản lượng huy động của nhà máy Vũng Áng 1 sẽ tăng 46% YoY.

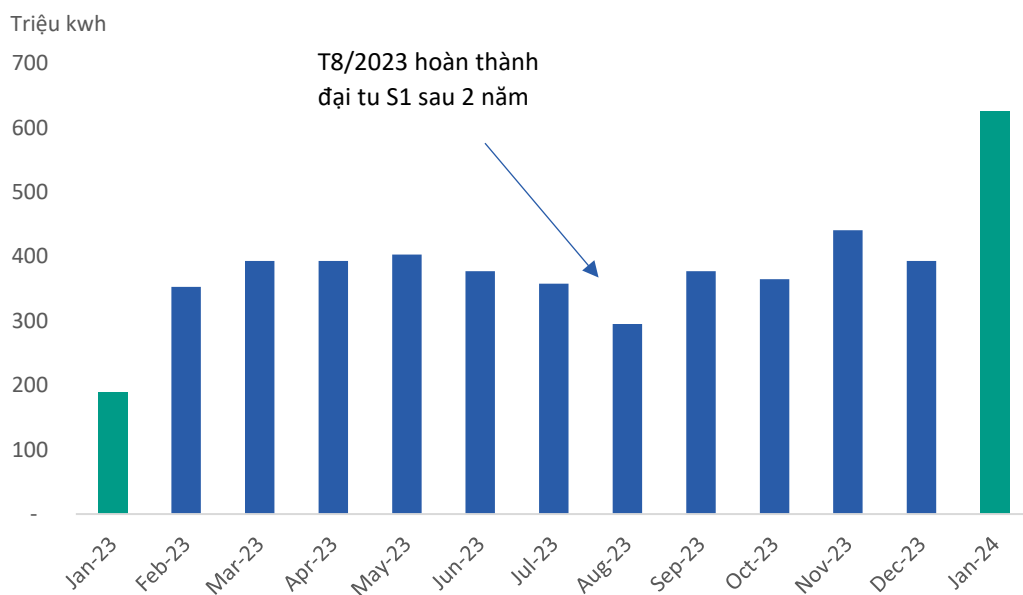
Trong năm 2024, sản lượng điện của POW chủ yếu sẽ đến từ Vũng Áng 1 trong khi các nhà máy điện khí giảm sản lượng (xem thêm ở mục Yếu tố bất lợi)

Tồn kho than ở Trung Quốc duy trì ở mức cao gây áp lực lên giá than thế giới



Nguồn; Bloomberg, BSc Research

Trong tháng 1/2024, sản lượng điện của Vũng Áng 1 tăng 240% YoY

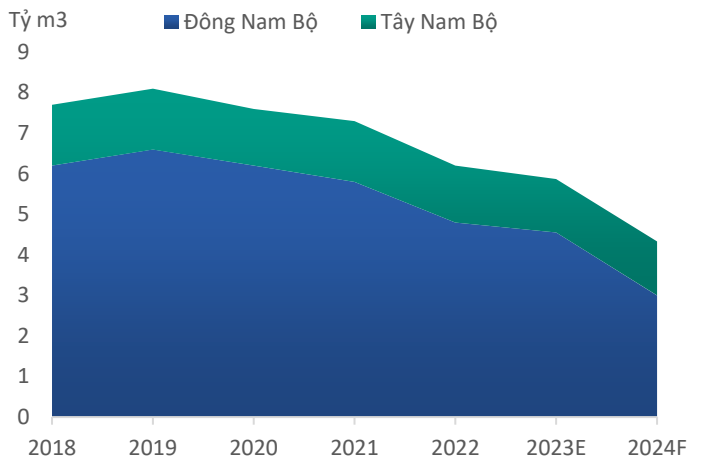


Nguồn: POW, BSC Research

B. Yếu tố bất lợi: Sản lượng điện nhà máy NT2 giảm 44% YoY và NT1 duy trì ở mức thấp

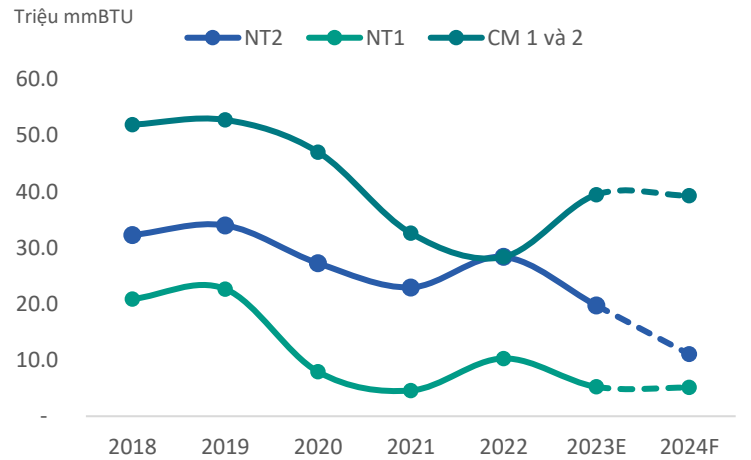
1. Nguồn cung khí ở khu vực Đông Nam Bộ suy giảm nhanh chóng.

Lượng khí cung cấp cho sản xuất điện dự báo giảm mạnh trong năm 2024



Nguồn: PV GAS, Bộ công thương, BSC Research

Lượng khí tiêu thụ của NT2 trong năm 2024 dự báo sẽ giảm 44% so với năm trước

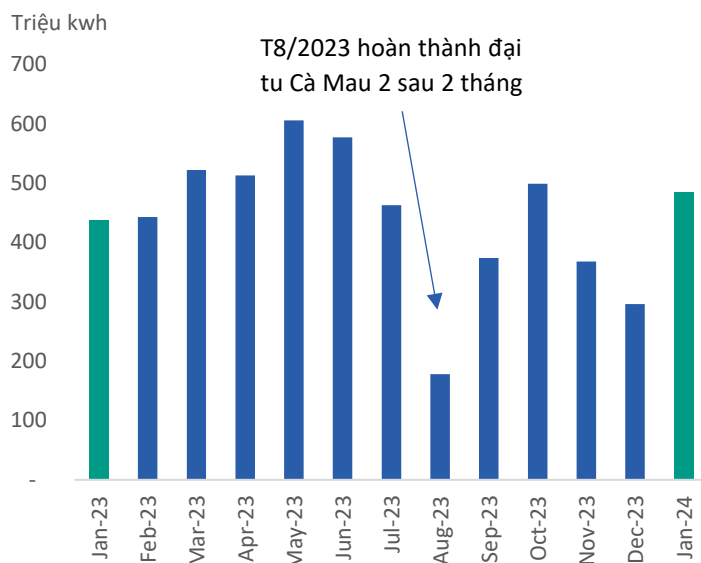


Nguồn: NT2, BSC Research

Theo kế hoạch cung cấp khí của Bộ Công Thương công bố, lượng khí tiêu thụ cho sản xuất điện của khu vực Đông Nam Bộ trong năm 2024 đạt mức trung bình 3 tỷ m3, tương ứng giảm 34% so với lượng tiêu thụ trong năm 2023. Chúng tôi lưu ý rằng, vấn đề suy giảm nguồn cung khí đã được nêu lên từ nhiều năm trước, tuy nhiên, **mức độ suy giảm ngày càng nhanh dẫn đến rủi ro các nhà máy điện khí bị gián đoạn sản xuất nhiều hơn so với dự báo ban đầu.**

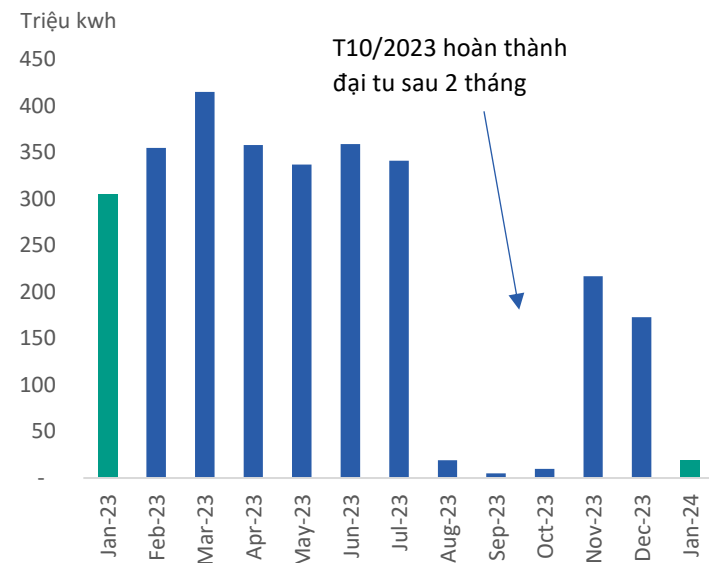
Do đó, mặc dù nhà máy Nhơn Trạch 2 và nhà máy Cà Mau 2 đã hoàn thành đại tu trong năm 2023 (2 tháng sửa chữa) nhưng sản lượng điện của 2 nhà máy này lần lượt giảm và không đổi so với cùng kỳ.

Sản lượng điện nhà máy Cà Mau 1 và 2 duy trì đi ngang



T8/2023 hoàn thành đại tu Cà Mau 2 sau 2 tháng

Sản lượng điện nhà máy Nhơn Trạch 2 giảm đáng kể dù đã hoàn thành sửa chữa lớn



T10/2023 hoàn thành đại tu sau 2 tháng

Nguồn: POW, BSC Research

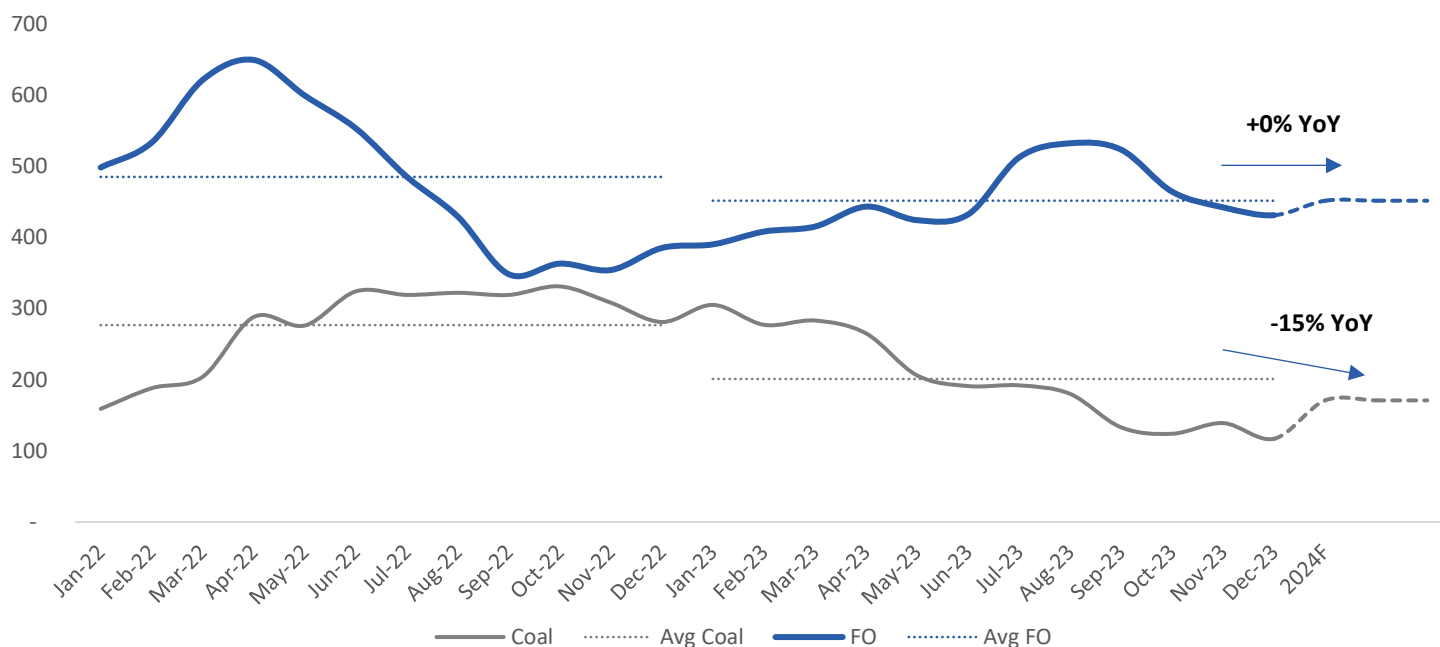
Trong dài hạn, với điều kiện tài chính của EVN được cải thiện, NT2 có thể huy động thêm nguồn khí từ các mỏ khí xa hơn với chi phí vận chuyển cao hơn (đẩy mạnh khai thác khu vực Nam Côn Sơn 2) hoặc sử dụng LNG nhập khẩu.

2. Giá khí duy trì ở mức cao trong khi giá than đang giảm.

Nhiệt điện điện khí sẽ kém cạnh tranh trên thị trường điện do chi phí đầu vào cao trong khi giá than đang giảm:

- Trong năm 2023, chi phí biến đổi của nhiệt điện khí cao hơn nhiệt điện than khoảng 10-15%.
- Trong năm 2024, BSC dự báo giá dầu Brent (ảnh hưởng đến giá dầu FO) đạt mức 80 USD/thùng, không thay đổi đáng kể với trung bình năm 2023 và giá than thế giới trung bình có thể đạt 170 USD/tấn, giảm 15% YoY.

Giá dầu FO trung bình (tham chiếu cho giá khí của NT2) dự báo đạt mức 450 USD/thùng, không thay đổi đáng kể so với năm 2023



Nguồn: BSC Research, IEA

Giá than thế giới được dự báo sẽ giảm 15% YoY so với năm 2023 nhờ:

- 1) Tồn kho than tại Trung Quốc đang ở mức cao, trên 6.6 tỷ tấn (cao hơn 15% so với trung bình 5Y).
- 2) Xu hướng phát triển NLTT ở Mỹ và Châu Âu làm giảm nhu cầu tiêu thụ than.
- 3) Giá than vẫn cao hơn khoảng 60-70% so với mức trung bình giai đoạn bình thường 2016-2019.

Giá dầu Brent dự báo bằng mức năm 2023 trong kịch bản cơ sở:

- 1) Nền kinh tế Mỹ “hạ cánh mềm” và một số quốc gia/thị trường bắt đầu có sự phục hồi về kinh tế.
- 2) Những căng thẳng, xung đột chính trị không gây ảnh hưởng đáng kể và sớm được giải quyết.

III. THÔNG TIN KHÁC

Dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4: tiến độ xây dựng đang chậm hơn so với kế hoạch, nguồn vốn cho dự án được đảm bảo, hợp đồng PPA vẫn còn đang bỏ ngõ:

- Tính đến hết tháng 01/2024, tiến độ tổng thể của gói thầu EPC ước đạt 65.6% (chậm 9.5% so với kế hoạch). Dự kiến Nhơn Trạch 3 sẽ nhận khí để chạy thử nghiệm vào ngày 01/04/2024. Tuy nhiên, với tình hình hiện nay, dự án có thể chậm tiến độ từ 3-6 tháng. Hiện tại, dự án đang gặp vướng mắc trong công tác đất đai:
 - Ban quản lý các KCN Tín Nghĩa chưa đồng ý cho triển khai công tác phá dỡ tuyến đường cắt qua kênh xả nước Nhà máy Điện Nhơn Trạch 3 và 4. POW đã báo cáo với UBND tỉnh Đồng Nai đề nghị khẩn trương có phương án tháo gỡ.
 - Nhà thầu thi công đường dây truyền tải để giải tỏa công suất cho 2 nhà máy này đang gặp khó khăn trong công tác bồi thường giải phóng mặt bằng. EVN và EVNNPT đã làm việc với UBND tỉnh Đồng Nai, giúp tháo gỡ khó khăn.
- Việc thu xếp vốn cho dự án: các khoản vay đã được giải ngân, POW vẫn đang làm việc với Citi Bank với khoản vay 500 triệu USD. Chi phí lỗ tỷ giá sẽ không được vốn hóa vào dự án mà ghi nhận vào KQKD của POW.

Đối tác cho vay	Giá trị khoản vay	Lãi suất	Kỳ hạn	Tiến độ giải ngân (tại ngày 31/12/2023)
VCB	4,000 tỷ VND	+7 % năm đầu tiên +Thả nổi các năm sau, bình quân lãi tiền gửi tiết kiệm 12T +2%	13 năm	67%
SMBC	200 triệu USD	SOFR + 1.75%	12 năm	49%
Citi Bank	500 triệu USD	SOFR + 1.00 %	13 năm	Vẫn đang đàm phán hợp đồng

Nguồn: POW, BSC Research

- Hợp đồng mua bán điện (PPA):** một số nội dung quan trọng của hợp đồng đã được thông qua gồm có giá cố định, giá O&M (chi phí vận hành, bảo dưỡng), sản lượng hợp đồng. Các bên vẫn đang tiếp tục đàm phán các điều khoản khác trong đó điều khoản về giá LNG là vấn đề khó khăn nhất. Hiện tại, các nhà máy điện khí ở Việt Nam đang có giá khí khoảng 9.0 - 9.5 USD/mmBTU, do đó, với giá LNG Châu Á đang ở mức 13 USD/mmBTU (chưa gồm chi phí tái hóa khí) sẽ gây áp lực lên tài chính của EVN. 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) góp phần giúp Việt nam thực hiện cam kết COP28 đã đưa ra và 3) tình hình tài chính của EVN sẽ được cải thiện nhờ tăng giá điện. Khi khó khăn này được tháo gỡ, nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 sẽ có tác động tích cực đến KQKD của POW.
- Hợp đồng mua bán khí (GSA):** POW đang dự thảo hợp đồng khung với PV Gas để 2 bên ký kết, làm cơ sở cho PV Gas thực hiện công tác chuẩn bị thu xếp nguồn cung LNG cho dự án.

Đối với khoản bồi thường gián đoạn sản xuất 300 tỷ VND. POW vẫn đang đàm phán với đơn vị bảo hiểm và chưa có thông tin chính thức, 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, NT2 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. BSC kỳ vọng khoản doanh thu này sẽ được ghi nhận trong 1H2024.

Bộ công thương giao EVN nghiên cứu giá điện hai thành phần theo công suất và điện năng tiêu thụ. Hiện tại các nhà máy nhiệt điện ở Việt Nam bán điện lên lưới theo cơ chế một giá - tức là nếu không phát điện thì nhà đầu tư sẽ không nhận được doanh thu. Do quá trình chuyển dịch năng lượng, điện than phải nhường cho NLTT phát điện và luôn phải trực sẵn để bù đắp cho sự sụt giảm bất thường của NLTT. Với xu hướng phát triển như hiện tại, thời gian phát điện của nhà máy nhiệt điện sẽ giảm dần và cơ chế giá phát điện một thành phần sẽ không đảm bảo được lợi nhuận cho các nhà máy này. Với cơ chế giá 2 thành phần, **nhà máy nhiệt điện sẽ được nhận thêm giá công suất, giảm được đáng kể ảnh hưởng tiêu cực từ việc phải nhường công suất phát cho NLTT** (vốn không có trong kịch bản ban đầu khi phát triển dự án).

IV. KQKD 2023 SO VỚI ƯỚC TÍNH

(Tỷ VND)	2023 thực tế	2023 ước tính	Thực tế/ ước tính	Nhận xét
Sản lượng điện (triệu kwh)	14,436	15,130	95%	Cả năm 2023: Doanh thu và LNST-CĐTS lần lượt đạt 27,945 tỷ VND (-1% YoY), 1,078 tỷ VND (-43% YoY) đạt 91% và 81% dự phóng của BSC. Nguyên nhân sai lệch chủ yếu do sản lượng điện thương phẩm của nhà máy Nhơn Trạch 1 và 2 thấp hơn 23% và 8% so với ước tính của chúng tôi vì 1) nguồn cung khí suy giảm nhanh hơn dự kiến và 2) cần nhường công suất phát điện cho NLTT.
. Cà Mau 1, 2	5,277	5,330	99%	
. NT1	713	926	77%	
. Vũng Áng 1	4,337	4,426	98%	
. NT2	2,894	3,146	92%	
. HNA	588	613	96%	
. Đakđrinh	627	646	97%	
Giá trung bình (VND/kwh)	1,931	2,028	95%	
Doanh thu thuần	27,945	30,728	91%	
-Điện	27,869	30,689	91%	
. Cà Mau 1, 2	7,372	7,822	94%	
. NT1	2,809	3,832	73%	
. Vũng Áng 1	6,265	6,716	93%	
. NT2	8,496	9,701	88%	
. HNA	1,176	1,286	91%	
. Đakđrinh	956	1,035	92%	
-Tỷ giá	0	0		
-Khác	76	39	195%	
Lãi gộp	2,184	2,392	91%	
Doanh thu tài chính	550	500	110%	
Chi phí tài chính	(680)	(587)	116%	
-Lãi vay	(498)	(511)	97%	
Chi phí bán hàng	0	0		
Chi phí QLDN	(779)	(747)	104%	
Lãi từ HĐKD	1,275	1,559	82%	
Lãi/(lỗ) từ LDLK	38	30	127%	
LNTT	1,459	1,718	85%	
Thuế	(129)	(177)	73%	
LNST	1,330	1,541	86%	
CĐTS	254	213	119%	
LNST-CĐTS	1,076	1,328	81%	
LNST-CĐTS điều chỉnh	1,076	1,328	81%	
Biên gộp mảng điện	7.8%	7.80%		
Tỷ lệ SGA/DT	2.8%	2.40%		

Nguồn: NT2, BSC Research

V. DỰ PHÓNG KQKD 2024

(Tỷ VND)	2023	2024F mới	%YoY	2024 cũ	Dự báo mới/ cũ	Nhận xét
Sản lượng điện (triệu kwh)	14,436	15,438	7%	17,981	-14%	BSC dự báo KQKD 2024 của POW Doanh thu đạt 29,447 tỷ VND (+5% YoY) và LNST-CĐTS đạt 2,135 tỷ VND (+98% YoY) Sản lượng điện đạt mức 15.4 tỷ kwh (+7% YoY) trong đó: + Đóng góp nhiều nhất đến từ nhà máy điện Vũng Áng 1 nhờ 1) giá than duy trì xu hướng giảm và 2) nhà máy hoàn thành đại tu. + Sản lượng điện Cà Mau 1, 2 và Nhơn Trạch 1 không đổi và Nhơn Trạch 2 giảm 44% YoY do 1) tình trạng thiếu khí và 2) giá khí neo ở mức cao. + Sản lượng điện của các nhà máy thủy điện Hòa Na và Đăkđrinh phục hồi 20% và 10% nhờ thời tiết El nino kết thúc từ 7/2024. Chi phí tài chính giảm 44% YoY nhờ 1) Chi phí lãi vay giảm -28% YoY với môi trường lãi suất hạ nhiệt và 2) khoản lỗ tỷ giá giảm đáng kể nhờ tỷ giá USD/VND được dự báo ổn định trong năm 2024. Điều chỉnh dự phóng: Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng điện thương phẩm của POW từ 17.9 tỷ kwh xuống mức 15.4 tỷ kwh (giảm 14%), trong đó, sản lượng điện của các nhà máy điện khí giảm mạnh vì 1) nguồn cung khí bị hạn chế và 2) giá khí duy trì ở mức cao, kém cạnh tranh với các nguồn năng lượng khác. Dẫn đến LNST-CĐTS năm 2024 đạt 2,135 tỷ VND, giảm 14% so với dự báo trước đó.
. Cà Mau 1, 2	5,277	5,255	0%	5,752	-9%	
. NT1	713	695	-2%	656	6%	
. Vũng Áng 1	4,337	6,476	49%	6,332	2%	
. NT2	2,894	1,614	-44%	3,212	-50%	
. HNA	588	709	20%	653	9%	
. Đăkđrinh	627	690	10%	627	10%	
Giá trung bình (VND/kwh)	1,931	1,902	-1%	2,007	-5%	
Doanh thu thuần	27,945	29,447	5%	36,121	-18%	
-Điện	27,869	29,371	5%	36,082	-19%	
. Cà Mau 1, 2	7,372	10,214	39%	11,675	-13%	
. NT1	2,809	1,847	-34%	2,057	-10%	
. Vũng Áng 1	6,265	8,563	37%	9,925	-14%	
. NT2	8,496	6,383	-25%	10,386	-39%	
. HNA	1,176	749	-36%	644	16%	
. Đăkđrinh	956	673	-30%	592	14%	
-Tỷ giá	0	155		155	-	
-Khác	76	76	0%	39	95%	
Lãi gộp	2,184	3,148	44%	4,016	-22%	
Doanh thu tài chính	550	499	-9%	575	-13%	
Chi phí tài chính	(680)	(378)	-44%	(477)	-21%	
-Lãi vay	(498)	(359)	-28%	(434)	-17%	
Chi phí bán hàng	0	0		0		
Chi phí QLDN	(779)	(870)	12%	(1,130)	-23%	
Lãi từ HĐKD	1,275	2,399	88%	3,000	-20%	
Lãi/(lỗ) từ LDLK	38	38	0%	30	27%	
LNST	1,459	2,513	72%	3,069	-18%	
Thuế	(129)	(216)	68%	240	-190%	
LNST	1,330	2,297	73%	2,829	-19%	
CĐTS	254	162	-36%	342	-53%	
LNST-CĐTS	1,076	2,135	98%	2,488	-14%	
LNST-CĐTS điều chỉnh	1,076	1,980	84%	2,396	-17%	
Thay đổi						
Biên gộp mảng điện	7.8%	10.2%	2.3%	10.7%	-0.5%	
Tỷ lệ SGA/DT	2.8%	3.0%	0.2%	3.1%	-0.2%	

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

VI. RỦI RO

Rủi ro sự cố bất thường. Nhà máy Vũng Áng 1 bắt đầu sử dụng 100% than trộn (gồm khoảng 30% nhập khẩu, 70% nội địa) từ năm 2023, 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.

Nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 chậm tiến độ so với dự báo. Trong dự phóng của BSC, nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 đóng góp 16% trong 17% upside của cổ phiếu POW, do đó, các nhà máy này chậm tiến độ so với dự báo sẽ ảnh hưởng lớn đến định giá của chúng tôi.

VII. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu **14,000 VND/CP**, (tiềm năng tăng giá **22%** so với giá ngày 23/02/2024), nhờ sự phục hồi của nhà máy điện Vũng Áng 1, bù đắp sự sụt giảm của nhà máy Nhơn Trạch 2. So với báo cáo trước ([link cáo cáo](#)), chúng tôi giảm giá mục tiêu từ 15,300 VND/CP xuống mức 14,000 VND/CP, chủ yếu do điều chỉnh:

- Sản lượng điện của nhà máy NT2 trong năm 2024 từ mức tăng +11% YoY sang giảm -44% YoY.
- Sản lượng điện của nhà máy Cà Mau 1 và 2 từ mức tăng +9% YoY xuống mức +0% YoY.

Phương pháp định giá DCF, gồm có một số giả định trong năm 2024 như sau:

- Sản lượng điện thương phẩm của công ty năm 2024 tăng 7% YoY nhờ nhà máy Vũng Áng 1 được ưu tiên huy động.
- Giá than trộn của nhà máy Vũng Áng 1 năm 2024 giảm 5%, giá khí không thay đổi 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 đầu tư cho dự án rơi vào khoảng 30,000 tỷ VND.
 - Nhơn Trạch 3 và 4 giả định đạt được sản lượng hợp đồng Qc là 80% và hệ số IRR đạt 10.8%.
 - Được chuyển ngang giá nhiên liệu vào giá bán điện.

Bảng 1: Ước tính WACC

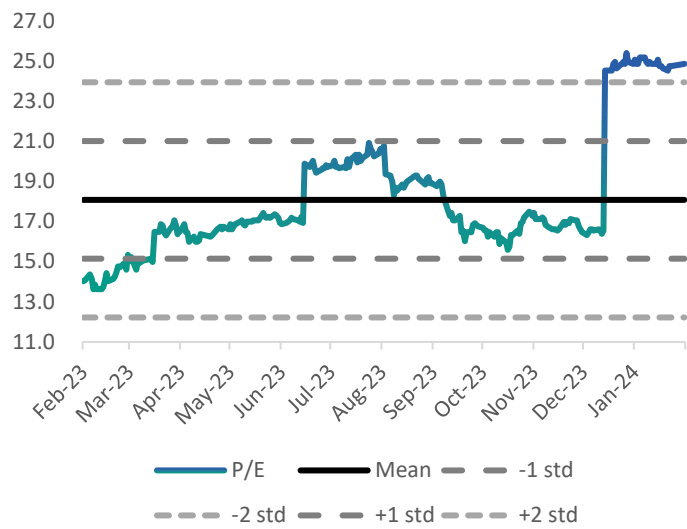
Lãi suất phi rủi ro	2.9%	Terminal value	71,392
Beta	1.0	Giá trị hiện tại của Terminal value	19,623
Phần bù rủi ro	16.0%	Giá trị doanh nghiệp	37,245
Chi phí vốn chủ	16.0%	(+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	10,831
Chi phí lãi vay	6.3%	(-) nợ vay	12,679
Tỷ lệ vốn chủ	78%	Cổ phiếu ưu đãi	-
Tỷ lệ nợ vay	22%	Lợi ích CĐ thiếu số	2,714
Thuế suất	10%	Giá trị vốn chủ	32,683
WACC	13.8%	Số lượng cổ phiếu (triệu)	2,341.9
Terminal Value	0.5%		

Bảng 2: Dự báo dòng tiền FCFF

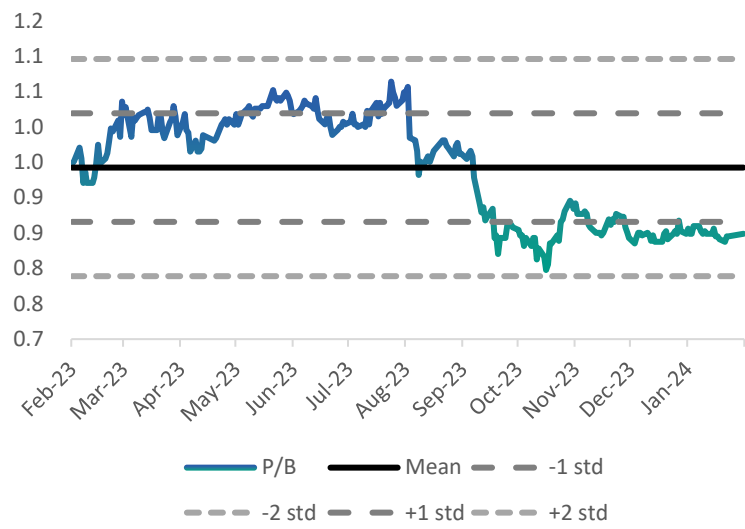
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
EBIT	2,160	4,276	5,435	6,584	6,731	6,874	7,024	7,264	7,640	7,800
Khấu hao	2,747	4,350	4,233	4,120	4,010	3,903	3,799	3,694	3,596	3,501
Thuế	216	279	385	568	679	731	947	1,029	1,143	1,199
Capex	(6,984)	(15,070)	(82)	(87)	(90)	(92)	(95)	(97)	(100)	(103)
Thay đổi VLĐ	718	8,595	1,532	1,098	654	683	714	700	778	561
FCFF	(3,011)	(15,318)	7,669	8,951	9,318	9,270	9,067	9,131	9,215	9,438
Giá trị hiện tại	(2,646)	(11,831)	5,205	5,340	4,885	4,271	3,671	3,250	2,882	2,594

Nguồn: BSC Research

Stock PE



Stock P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Resarch

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	24,561	28,224	27,945	29,447	45,066
Giá vốn hàng bán	22,021	24,498	25,761	26,299	39,611
Lợi nhuận gộp	2,540	3,726	2,184	3,148	5,455
Chi phí bán hàng	9	0	0	0	0
Chi phí QLDN	131	868	779	870	1,074
Lãi/lỗ HDKD	2,400	2,859	1,405	2,278	4,380
Doanh thu tài chính	690	445	550	499	484
Chi phí tài chính	653	592	680	378	2,625
Chi phí lãi vay	510	438	498	359	2,296
Lợi nhuận từ CTLD/LK	22	53	38	38	38
Lãi/lỗ khác	(120)	44	148	76	76
LN trước thuế	2,339	2,809	1,459	2,513	2,353
Thuế thu nhập DN	287	256	129	216	279
LN sau thuế	2,052	2,553	1,330	2,297	2,074
CĐTS	254	492	254	162	171
LNST-CĐTS	1,799	2,061	1,076	2,135	1,903
EBITDA	5,218	5,668	4,214	5,025	8,731
EPS	768	880	459	912	813

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	2,052	2,553	1,330	2,297	2,074
Khấu hao và phân bổ	2,818	2,809	2,809	2,747	4,350
Thay đổi vốn lưu động	3,408	(3,526)	3,004	(718)	(8,595)
Điều chỉnh khác	(3,131)	1,320	(3,886)	0	0
LCTT từ HĐ KD	5,147	3,156	3,257	4,326	(2,170)
Tiền chi mua TSCĐ	(286)	(2,601)	(6,179)	(6,984)	(15,070)
Đầu tư khác	251	340	440	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	563	(3,374)	(6,258)	(6,984)	(15,070)
Tiền chi trả cổ tức	(710)	(199)	(365)	0	0
Tiền từ vay ròng	(3,845)	444	3,604	7,999	10,854
Tiền thu khác	0	(0)	82	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	(4,555)	245	3,321	7,999	10,854
Dòng tiền đầu kỳ	7,070	8,224	8,252	8,571	13,912
Tiền trong kỳ	1,154	28	319	5,341	(6,386)
Dòng tiền cuối kỳ	8,224	8,252	8,571	13,912	7,526

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	18,420	24,925	29,152	32,390	33,328
Tiền & Tương đương tiền	8,224	8,252	8,592	13,912	7,526
Đầu tư ngắn hạn	531	1,650	2,239	2,239	2,239
Phải thu ngắn hạn	5,799	12,538	14,641	12,622	18,089
Hàng tồn kho	1,838	2,086	2,168	2,104	3,961
TS ngắn hạn khác	2,028	400	1,513	1,513	1,513
Tài sản dài hạn	34,557	31,918	41,195	46,083	56,802
Tài sản hữu hình	31,869	29,155	26,401	24,621	50,341
Tài sản dở dang dài hạn	405	936	8,983	15,000	0
Đầu tư dài hạn	828	878	958	958	958
Tài sản dài hạn khác	1,455	950	4,853	5,504	5,504
Tổng Tài sản	52,977	56,843	70,347	78,472	90,130
Tổng nợ ngắn hạn	16,811	18,326	26,261	23,460	22,189
Nợ phải trả	7,240	7,346	15,950	13,149	11,879
Vay ngắn hạn	4,769	5,635	5,500	5,500	5,500
Nợ ngắn hạn khác	4,803	5,344	4,811	4,811	4,811
Tổng nợ dài hạn	5,040	5,236	9,920	18,551	29,405
Vay dài hạn	3,689	3,382	7,179	15,810	26,664
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1,351	1,854	2,741	2,741	2,741
Tổng nợ phải trả	21,852	23,562	36,181	42,011	51,595
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	3,010	3,420	3,959	6,094	7,997
Vốn chủ khác	2,209	3,678	4,074	4,074	4,074
Cổ đông thiểu số	2,488	2,765	2,714	2,876	3,047
Tổng vốn chủ sở hữu	31,125	33,281	34,166	36,462	38,536
Tổng nguồn vốn	52,977	56,843	70,347	78,473	90,130
SLCP (triệu)	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT ngắn hạn	1.1	1.4	1.1	1.4	1.5
Hệ số TT nhanh	0.8	1.1	0.9	1.1	1.2
Cơ cấu vốn					
Hệ số Nợ/TTS	41%	41%	51%	54%	57%
Hệ số Nợ/VCSH	70%	71%	106%	115%	134%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Số ngày phải thu	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
Số ngày phải trả	0.3	0.3	0.6	0.5	0.3
CCC	(0.0)	0.1	(0.1)	(0.1)	0.2
Tỉ suất lợi nhuận					
Biên Lợi nhuận gộp	10%	13%	8%	11%	12%
Biên Lợi nhuận ròng	8%	9%	5%	8%	5%
ROE	6.58%	7.93%	3.94%	6.50%	5.53%
ROA	3.83%	4.65%	2.09%	3.09%	2.46%
Định giá					
PE	0.0	0.0	25.2	14.6	16.1
PB	0.0	0.0	1.0	0.9	0.9
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	-17%	15%	-1%	5%	53%
Tăng trưởng EBIT	-23%	14%	-40%	47%	62%
Tăng trưởng LNTT	-19%	20%	-48%	72%	-6%
Tăng trưởng EPS	-24%	15%	-48%	98%	-11%

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, MUA 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>

