



Tổng CT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)

MUA +20,0%

Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	16/05/2024
Giá hiện tại	11.000 VND
Giá mục tiêu	13.200 VND
GMT gần nhất	12.600 VND
TL tăng	+20,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+20,0%

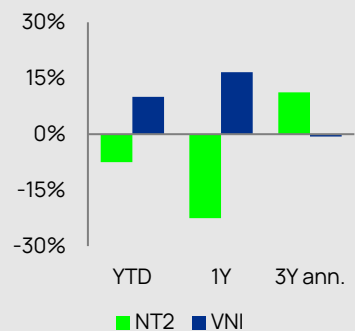
GT vốn hóa	26,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	11,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	58,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	80%
SL cổ phiếu lưu hành	2.342 tr
Pha loãng	2.342 tr

	POW	VNI
P/E (trượt)	31,5x	15,6x
P/B (hiện tại)	0,8x	1,7x
ROA	1,3%	1,9%
ROE	2,6%	12,1%

Tổng quan công ty

POW là nhà sản xuất điện lớn thứ 4 Việt Nam. POW có tổng công suất 4,2GW, tương đương 10% công suất cả nước. Thế mạnh của POW là các nhà máy điện khí (nhà máy Cà Mau - 1.500MW, Nhơn Trạch 1 - 450MW & NT2 - 750MW) chiếm 64% tổng công suất cả nước. Nhà máy điện than (nhà máy Vũng Áng - 1.200 MW) và thủy điện (Hòa Na - 180MW và Đăkrinh 125 MW) đóng góp lượng công suất còn lại.

Diễn biến giá cổ phiếu



Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó giám đốc

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	28.329	32.530	48.784	60.277
Doanh thu % YoY	0,4%	14,8%	50,0%	23,6%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.039	1.417	3.229	3.786
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	-49,6%	36,5%	127,8%	17,3%
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	963	1.358	3.229	3.786
Biên LN gộp	9,5%	7,2%	10,7%	11,2%
Biên LN ròng	3,7%	4,4%	6,6%	6,3%
D/E ròng	12,4%	33,7%	30,6%	9,3%
ROE	3,4%	4,4%	9,4%	10,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E điều chỉnh	28,3x	20,1x	8,4x	7,2x
P/E báo cáo	26,2x	19,2x	8,4x	7,2x
P/B	0,8x	0,8x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA	7,1x	7,0x	4,0x	3,3x

Nhu cầu tiêu thụ điện tăng mạnh trên toàn quốc sẽ thúc đẩy lợi nhuận phục hồi

- Chúng tôi tăng 4,8% giá mục tiêu đối với Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) lên 13.200 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi do chúng tôi tăng 1% dự báo LNST giai đoạn 2024-2028 (lần lượt thay đổi +17%/+3%/+6%/-5%/-5% đối với dự báo các năm 2024/25/26/27/28) và tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2024 sang giữa năm 2025. Những thay đổi này dựa trên KQKD vững chắc của POW trong quý 1 (được thúc đẩy bởi nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng ở miền Bắc), mức lỗ dự phóng năm 2024 thấp hơn từ NT2, và dự báo giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) cao hơn trong giai đoạn dự báo do dự báo nhu cầu điện toàn quốc cao hơn (tham khảo [Báo cáo Ngành Nhiệt điện ngày 16/05](#) của chúng tôi).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2024 của POW sẽ tăng 36,5% YoY, được thúc đẩy bởi việc lợi nhuận của nhà máy điện Vũng Áng tăng gấp 3 lần (dựa trên giả định của chúng tôi về việc nhà máy này hoạt động với tối đa công suất, giá CGM cao tại miền Bắc và 300 tỷ đồng bồi thường bảo hiểm), và lợi nhuận của nhà máy điện Cà Mau tăng hơn 3 lần nhờ sản lượng tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 128% YoY, do sản lượng điện thương phẩm tăng 33% YoY đạt 22,1 tỷ kWh (tương đương mức trước dịch Covid 19, không bao gồm đóng góp sản lượng từ nhà máy điện Nhơn Trạch 3), lợi nhuận từ nhà máy điện Cà Mau tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ năm trước với giá khí thấp hơn khoảng 10% so với các nhà máy điện ở khu vực Đông Nam Bộ, và lợi nhuận từ nhà máy điện Vũng Áng cao hơn 25% YoY nhờ lợi thế về chi phí than cùng với chi phí bảo trì thấp hơn so với cùng kỳ năm trước.
- Chúng tôi cho rằng POW có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng các năm 2024/25 ở mức 19,2 lần/8,4 lần, tương ứng với PEG ở mức 0,4/0,2 dựa trên dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2023-2026 của chúng tôi là 54%
- Yếu tố hỗ trợ:** EVN thanh toán 400 tỷ đồng chi phí vận hành và bảo trì (O&M) của nhà máy điện Cà Mau; lợi nhuận từ NT2 năm 2024 cao hơn dự kiến (ban lãnh đạo đặt kế hoạch LNST đạt 68 tỷ đồng so với dự báo của chúng tôi là lỗ ròng 116 tỷ đồng)
- Rủi ro:** Lỗ tỷ giá, chi phí tăng cao, dự án Nhơn Trạch 3 & 4 chậm tiến độ.

POW đặt kế hoạch LNTT đạt 384 tỷ đồng (+61% YoY, +38% QoQ) trong quý 2 và kết quả sản lượng điện thương phẩm tháng 4 của công ty hỗ trợ mạnh mẽ cho kế hoạch này. POW công bố sản lượng điện thương phẩm của công ty tăng 25% YoY trong tháng 4, do mức tăng trưởng đáng kể từ Vũng Áng (+62% YoY) và NT2 (+10% YoY, gấp 10 lần kế hoạch). Ngoài ra, giá CGM trong tháng 4 ở mức cao đạt 1.745 đồng/kWh (+7% MoM) và tăng 16% so với mức trung bình trong quý 1/2024. Chúng tôi lưu ý rằng kết quả LNTT thực tế quý 1/2024 của POW cao hơn gấp 5 lần kế hoạch của công ty.

Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4 đang đi đúng kế hoạch để đáp ứng dự báo về ngày vận hành thương mại (COD) của chúng tôi bất chấp những thách thức ngắn hạn về giá thuê đất (trang 11). Chúng tôi duy trì dự báo của chúng tôi về việc nhà máy điện NT3 sẽ chạy thử trong quý 4/2024 và COD vào giữa năm 2025 so với mục tiêu COD của POW là vào cuối năm 2024. Tiến độ hợp đồng thiết kế - mua sắm vật tư, thiết bị - thi công xây dựng công trình (EPC) đạt 80,2% vào cuối tháng 1/2024 (so với kế hoạch của POW là 86,2%). POW và Công ty Mua bán điện của EVN đã đạt được thỏa thuận về giá hợp đồng mua bán điện (PPA) cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4. POW đang chờ phê duyệt cuối cùng từ Hội đồng Thành viên của EVN. Chúng tôi cho rằng đây là một bước tiến tích cực hướng tới việc hoàn thiện PPA cho các nhà máy nhiệt điện LNG đầu tiên tại Việt Nam.

Triển vọng năm 2024: Nhà máy Vũng Áng, Cà Mau thúc đẩy lợi nhuận

Hình 1: Triển vọng năm 2024

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024F	YoY	Dự báo 2024 mới s/v trước đây	Nhận định của Vietcap (1) Tăng trưởng YoY (2) % dự báo năm 2024 của chúng tôi	
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	14.431	16.681	16%	1%	(1) Được thúc đẩy bởi sản lượng điện thương phẩm tăng YoY tại nhà máy Vũng Áng (dự kiến sẽ hoạt động hết công suất trong cả năm) và nhà máy Cà Mau. (2) Vì chúng tôi tăng dự báo sản lượng điện thương phẩm cho NT2 dựa theo sản lượng điện thương phẩm cao hơn gấp 3,5 lần so với kế hoạch của Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia trong 4 tháng đầu năm 2024. Sản lượng điện thương phẩm quý 1/2024 đạt 3,5 tỷ kWh (-11% YoY), hoàn thành 21% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi, chủ yếu do sản lượng điện thương phẩm từ nhà máy Vũng Áng và Cà Mau lần lượt cao hơn 83%/5% YoY.	
Cà Mau	5.277	6.479	23%	0%	Vui lòng tham khảo Báo cáo cập nhật NT2 ngày 16/05/2024 của chúng tôi	
Nhơn Trạch 1	713	980	38%	0%		
NT2	2.889	2.071	-28%	7%		
Vũng Áng	4.337	6.106	41%	0%		
Hòa Na	588	552	-6%	0%		
Đắk Đrinh	627	493	-21%	0%		
Doanh thu	28.329	32.530	15%	3%		(1) Chủ yếu do doanh thu từ nhà máy Cà Mau và Vũng Áng cao hơn, được thúc đẩy bởi sản lượng điện thương phẩm và giá CGM cao hơn YoY. (2) Chủ yếu do dự báo của chúng tôi về sản lượng điện thương phẩm của NT2 cao hơn và giá CGM dự phóng cao hơn, dựa trên dự báo lượng tiêu thụ điện cả nước sẽ cao hơn trong năm 2024 cùng với giả định giá CGM toàn ngành cao hơn. Doanh thu quý 1/2024 đạt 6,3 nghìn tỷ đồng (-16% YoY), hoàn thành 20% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi, chủ yếu do sản lượng điện thương phẩm giảm 11% YoY.
Cà Mau	10.203	13.381	31%	3%		
Nhơn Trạch 1	1.965	2.083	6%	3%		
NT2	6.386	4.484	-30%	6%		
Vũng Áng	8.575	11.540	35%	1%		
Hòa Na	749	549	-27%	0%		
Đắk Đrinh	727	435	-40%	0%		
Khác	-275	57	N.M.	1%		
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1.039	1.417	36%	17%	(1) Chủ yếu nhờ mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh từ nhà máy Vũng Áng và Cà Mau, bên cạnh kỳ vọng của chúng tôi đối với việc POW sẽ ghi nhận 300 tỷ đồng bồi thường bảo hiểm cho nhà máy Vũng Áng trong năm 2024 so với việc không có lợi nhuận bất thường trong năm 2023. (2) Chủ yếu do lỗ ròng của NT2 giảm, bên cạnh dự báo lợi nhuận từ nhà máy Vũng Áng/Cà Mau lần lượt cao hơn 12%/14% sẽ bù đắp cho mức lỗ tỷ giá dự kiến cao hơn. LNST báo cáo/cốt lõi quý 1 đạt 278 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 23%/25% dự báo năm 2024 trước đây của chúng tôi. (2) Chủ yếu do giá CGM cao hơn.	
Cà Mau	145	563	287%	12%	(2) Vì chúng tôi giảm dự báo lỗ ròng năm 2024 của NT2. (2) Chủ yếu do giá CGM cao hơn. (2) Do dự báo lỗ tỷ giá cao hơn, một phần từ Nhơn Trạch 3 & 4.	
Nhơn Trạch 1	210	-106	N.M.	N.M.		
NT2	281	-69	N.M.	N.M.		
Vũng Áng	255	1.309	413%	14%		
Hòa Na	199	77	-61%	0%		
Đắk Đrinh	38	38	1%	0%		
Chi phí G&A của tập đoàn*	-90	-395	340%	35%		
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	963	1.358	41%	23%		(1) Chủ yếu do lợi nhuận tăng gấp 3 lần từ nhà máy Vũng Áng và lợi nhuận tăng hơn gấp 3 lần từ nhà máy Cà Mau, bù đắp cho mức lợi nhuận thấp hơn từ nhà máy thủy điện Hòa Na và khoản lỗ ròng từ NT2 và Nhơn Trạch 1. (2) Chủ yếu được thúc đẩy bởi khoản lỗ ròng từ NT2 giảm và lợi nhuận từ nhà máy Vũng Áng và Cà Mau cao hơn do giá CGM cao hơn.
Cà Mau	145	563	287%	12%		
Nhơn Trạch 1	210	-106	-150%	N.M.		
NT2	272	-176	N.M.	N.M.		
Vũng Áng	315	1.073	241%	18%		
Hòa Na	199	77	-61%	0%		
Đắk Đrinh	38	38	1%	0%		
Chi phí G&A của tập đoàn*	-216	-112	-48%	40%		

Nguồn: POW, Vietcap. (*) Bao gồm thu nhập tài chính và đóng góp lợi nhuận không đáng kể từ các mảng kinh doanh nhỏ hơn khác.

Tóm tắt dự báo cho giai đoạn 2024-2028

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS sẽ đạt 28% trong giai đoạn 2023-2028, chủ yếu được thúc đẩy bởi 1) nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng phục hồi sau sự cố kỹ thuật bắt đầu vào tháng 9/2021, 2) hệ số công suất/hiệu suất hoạt động cao hơn của nhà máy Cà Mau, Nhơn Trạch 1, và NT2 do nhu cầu điện dự phóng tăng mạnh 8%-9%/năm và việc sử dụng LNG nhằm giảm rủi ro thiếu khí, và 3) đóng góp từ nhà máy Nhơn Trạch 3 từ năm 2026 và Nhơn Trạch 4 từ năm 2028.

Chúng tôi tăng 1% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2024-2028 (lần lượt thay đổi +17%/+3%/+6%/-5%/-5% cho các năm 2024/25/26/27/28). Những thay đổi này dựa trên KQKD vững chắc trong quý 1 của POW (được thúc đẩy bởi nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng của công ty ở miền Bắc), dự báo lỗ năm 2024 từ NT2 thấp hơn của chúng tôi, và giá CGM dự phóng cao hơn trong giai đoạn dự báo do dự báo nhu cầu điện tăng mạnh hơn đáng kể. Các yếu tố tích cực này bù đắp cho dự báo lỗ cao hơn của chúng tôi trong các năm 2025/2026 và dự báo lợi nhuận giai đoạn 2027-2028 thấp hơn đối với nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 vì giá định giá LNG giai đoạn 2025-2028 cao hơn của chúng tôi.

Hình 2: Tóm tắt dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2028 cho POW

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2024-2028F
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo (mới)	1.039	1.417	3.229	3.786	3.181	3.549	15.163
Cà Mau	145	563	1.127	1.007	801	880	4.379
Nhơn Trạch 1	210	-106	393	410	278	285	1.260
Nhơn Trạch 2	281	-69	299	585	503	508	1.826
Nhơn Trạch 3	0	0	-159	156	94	193	285
Nhơn Trạch 4	0	0	0	-225	-35	69	-192
Vũng Áng 1	255	1.309	1.552	1.564	1.165	1.161	6.750
Hỏa Na	199	77	108	143	138	137	603
Đắk Đrinh	38	38	118	183	139	137	616
Chi phí G&A và thu nhập tài chính của tập đoàn	-124	-395	-209	-36	98	177	-364
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo (trước đây)		1.213	3.148	3.585	3.339	3.726	15.011
Thay đổi %		17%	3%	6%	-5%	-5%	1,0%

Nguồn: POW, Vietcap

Định giá

Chúng tôi tiếp tục áp dụng 100% phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) để định giá POW vì chúng tôi nhận thấy phương pháp này phù hợp để phản ánh dòng tiền ổn định của các nhà máy điện hiện tại của POW và sự đóng góp giá trị tiềm năng từ kế hoạch mở rộng công suất mới của POW. Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 15% cho định giá khi xác định giá mục tiêu nhằm phản ánh quan điểm của chúng tôi rằng lĩnh vực này hiện có một số hạn chế về tính minh bạch thông tin cho các nhà đầu tư. Theo nhận định của chúng tôi, do Việt Nam đang tự do hóa ngành điện nên cần cải thiện thông tin sẵn có về cơ chế định giá/vận hành của thị trường phát điện/bán buôn/bán lẻ cạnh tranh.

Chúng tôi tăng 4,8% giá mục tiêu cho POW lên 13.200 đồng/cổ phiếu vì chúng tôi tăng 1% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2024-2028 và tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ cuối năm 2024 sang giữa năm 2025.

Hình 3: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	VND/CP
CKDT	15.479	100%	15.479
Giá trị hợp lý			15.479
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế của ngành %			15,0%
Giá mục tiêu			13.200
P/E năm 2024 theo giá mục tiêu			23,0x
P/E năm 2025 theo giá mục tiêu			10,1x

Nguồn: Vietcap

Định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 4: Giá định và định giá CKDT

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
LN từ HĐKD	1.436	1.470	4.184	5.571	4.855	5.023	4.720	4.661	4.758	4.694	4.627
+ Chiết khấu	2.809	2.847	3.323	3.739	4.226	4.246	4.266	4.286	4.156	4.176	4.196
- Thuế	-159	-86	-492	-720	-608	-681	-602	-503	-607	-679	-752
- Tăng vốn lưu động	7.532	-184	-747	49	-3.151	-1.778	37	-4	-27	-4	-4
- Vốn XDCB	-6.312	-12.300	-6.721	-847	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300
Dòng tiền tự do (DTTD)	5.305	-8.254	-453	7.793	5.023	6.510	8.121	8.140	7.980	7.887	7.767
Giá trị HT của DTTD		-7.781	-379	5.805	3.326	3.831	4.248	3.785	3.298	2.897	2.536
Tổng giá trị HT của DTTD		-7.781	-8.161	-2.356	970	4.801	9.049	12.833	16.131	19.029	21.565

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Hiệu số BETA	1,0	1,0
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	14,0	14,0
Chi phí nợ vay %	8,0	8,0
Mức thuế doanh nghiệp %	10,0	10,0
Tỷ lệ nợ vay trên vốn %	22,0	22,0
WACC %	12,5	12,5
Tăng trưởng cuối kỳ %	2,0%	2,0%

CKDT	Tỷ đồng
Giá trị HT của DTTD	21.565
Giá trị HT của giá trị cuối	19.237
Giá trị HT của DTTD và giá trị cuối	40.802
Thêm: Tiền mặt	10.831
Trừ: Nợ	-12.679
Trừ: Lợi ích CĐTS	-2.705
Giá trị vốn sở hữu	36.249
CP pha loãng (triệu)	2.342
Giá trị CKDT trên mỗi CP (VND)	15.479

Nguồn: Vietcap

Giá định vốn đầu tư XDCB lớn của chúng tôi trong giai đoạn 2023-2025 chủ yếu do 2 dự án Nhơn Trạch 3 và 4 mà POW đặt mục tiêu lần lượt đưa vào hoạt động thương mại vào cuối năm 2024 và giữa năm 2025. Chúng tôi hiện giá định vốn đầu tư XDCB đạt 28 nghìn tỷ đồng cho 2 nhà máy điện sử dụng LNG sắp ra mắt này. Vào ngày 14/03/2022, POW thông báo Samsung C&T và nhà thầu trong nước LILAMA đã thắng thầu EPC. Hợp đồng EPC này trị giá 940 triệu USD, hỗ trợ giá định vốn đầu tư XDCB của chúng tôi là 1,2 tỷ USD, thấp hơn khoảng 14% so với kế hoạch của POW.

Ban lãnh đạo dự kiến tăng vốn điều lệ trong ngắn hạn. Tháng 10/2023, POW trình phương án tăng vốn điều lệ lên Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). POW không tiết lộ phương pháp đề xuất nhưng cho biết mức tăng vốn điều lệ sẽ là 5,0 nghìn tỷ đồng. Theo quan điểm của chúng tôi, POW có thể sẽ tăng vốn điều lệ bằng cách sử dụng lợi nhuận giữ lại và quỹ phát triển, lên tới 7,8 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 1/2024, thay vì huy động vốn mới. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng việc tăng giá điện bán lẻ ở Việt Nam sẽ giúp tăng cường tiền mặt và số dư đầu tư ngắn hạn của POW, đạt 9,1 nghìn tỷ đồng vào cuối quý 1/2024, để tài trợ cho thành phần vốn chủ sở hữu của Nhơn Trạch 3 & 4 (7,5 nghìn tỷ đồng), 30% cổ phần trong dự án nhà máy điện và kho cảng LNG Quảng Ninh

(khoảng 2-3 nghìn tỷ đồng) và các dự án khác như dự án thủy điện Luang Prabang ở Lào (góp vốn cổ phần), Thanh Hóa LNG (Miền Trung; góp vốn cổ phần), Nam Du LNG (Miền Nam; góp vốn cổ phần) và các tòa nhà mới làm trụ sở chính.

Nếu POW đảm nhận thêm các dự án như LNG Sơn Mỹ, LNG Miền Trung ở Miền Trung, LNG Cà Mau 3 ở Đồng bằng sông Cửu Long và dự án điện gió ngoài khơi 800 MW, công ty sẽ xem xét huy động vốn mới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng POW sẽ xem xét huy động thêm các khoản vay ngân hàng và/hoặc phát hành trái phiếu trước khi huy động thêm vốn chủ sở hữu.

So sánh với các công ty cùng ngành

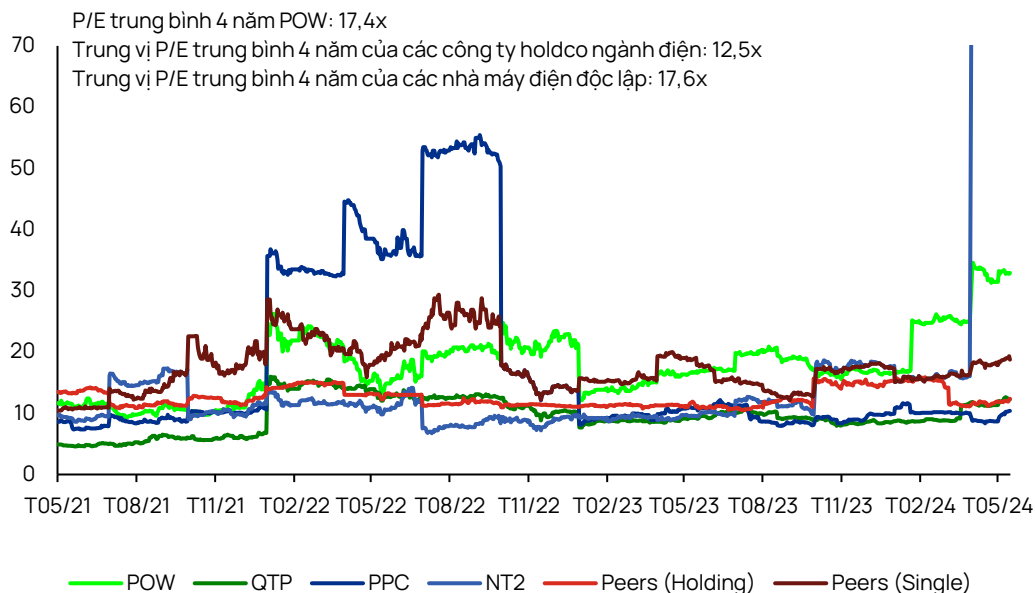
Chúng tôi đã chọn các công ty cùng ngành trong khu vực và trong nước sở hữu cổ phần trong một số nhà máy điện (các công ty holdco) hoặc 1 nhà máy điện độc lập. Tất cả các công ty này đều là những công ty phát điện nhưng không hoàn toàn giống POW về loại hình phát điện, công suất và cơ chế thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi đã chọn các công ty cùng ngành với POW dựa trên vốn hóa thị trường, công suất, doanh thu và quy mô LNST. Chúng tôi lưu ý rằng chúng tôi chỉ so sánh trực tiếp POW với công ty holdco cùng ngành và đưa ra các nhà máy điện độc lập để tham khảo.

Hình 5: Các công ty cùng ngành có thể so sánh

Tên viết tắt	Quốc gia	VHTT (tr USD)	DT thuần trượt (tr USD)	YoY (%)	LNST trượt (triệu USD)	YoY (%)	Nợ vay ròng/CSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt (x)	P/B quý gần nhất (x)	EV/EBITDA (x)
Công ty holdco ngành điện													
Manila Electric	Philippines	7.285	7.915	-0,8	707,4	35,0	7,1	6,9	32,8	5,3	10,6	3,4	9,6
First Philip Hld	Philippines	527	2.890	-9,1	265,8	8,0	32,6	3,4	10,7	3,4	2,0	0,2	4,3
Ratchaburi Elec	Thái lan	1.681	1.079	-47,9	149,3	-7,0	55,6	2,3	5,2	4,7	11,7	0,6	13,9
Banpu Power Pcl	Thái lan	1.142	946	38,2	110,2	-21,3	36,3	6,0	10,8	5,2	10,8	0,8	13,0
Global Power Syn	Thái lan	3.838	2.447	-30,7	97,7	102,9	97,5	1,3	3,5	1,3	40,8	1,3	14,2
Nava Bharat Vent	Ấn độ	N/A	439	6,4	115,5	79,2	31,3	8,5	16,9	N/A	N/A	N/A	4,1
Tata Power Co	Ấn độ	16.573	6.863	28,7	415,5	91,6	118,6	2,8	13,0	0,5	41,5	4,8	13,9
Cikarang Listrin	Indonesia	671	546	-1,7	61,3	-25,6	11,3	4,5	8,4	10,6	10,7	0,9	4,4
Ytl Power Intl	Malaysia	8.865	5.106	24,9	735,1	86,6	132,0	6,0	20,6	1,2	12,4	2,3	6,1
Malakoff Corp Bh	Malaysia	701	1.990	-12,4	-183,8	N/A	103,9	-4,0	-14,4	4,4	N/A	0,6	N/A
Mmc Corp Bhd	Malaysia	N/A	1.141	6,6	130,5	99,7	90,2	2,1	5,7	N/A	N/A	N/A	8,6
K-Electric Ltd	Pakistan	462	1.565	-26,3	-126,7	N/A	125,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Trung vị		1.412	1.778	-1,3	123,0	57,1	72,9	3,4	10,7	4,4	11,2	0,9	9,1
Nhà máy điện độc lập													
Sahacogen Chonbu	Thái lan	107	145	-12,1	2,7	N/A	40,7	1,0	2,5	1,5	43	1,1	11,1
Vivant Corp	Philippines	320	120	48,5	34,6	-10,2	13,5	8,1	13,1	2,2	9,5	1,0	16,9
AC Energy	Philippines	3.467	664	0,7	144,7	-44,9	9,2	3,1	6,2	0,8	24,9	1,3	N/A
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	871	693	24,4	35,3	N/A	91,1	1,4	4,4	1,2	20	1,0	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	1.517	389	35,6	85,8	114,5	90,6	2,9	7,3	0,9	16,8	1,3	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	4.795	774	-28,6	128,2	-43,5	45,9	2,1	4,4	0,4	37,6	1,6	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	1.008	283	-10,7	40,7	-6,2	125,5	1,8	7,8	1,8	25,0	1,9	N/A
Quang Ninh (QTP)	Việt Nam	297	506	15,8	25,7	-19,9	3,0	7,9	10,7	16,6	12,4	1,4	N/A
Hai Phong (HND)	Việt Nam	301	480	8,9	18,5	-19,3	6,1	5,5	7,2	7,2	17,3	1,3	5,0
Phai Lai (PPC)	Việt Nam	203	270	18,2	20,7	11,4	-2,5	8,0	10,2	18,3	10,4	1,1	101,9
Nhon Trach 2 (NT2)	Việt Nam	248	185	-50,2	3,4	-91,5	-20,8	1,0	1,4	10,0	102,8	1,6	10,1
Trung vị		320	389	8,9	34,6	-19,3	13,5	2,9	7,2	1,8	20,2	1,3	11,1
POW	Việt Nam	1.012	1.128	-5,0	32,5	-58,3	5,4	1,2	2,5	N/A	32,9	0,8	8,5

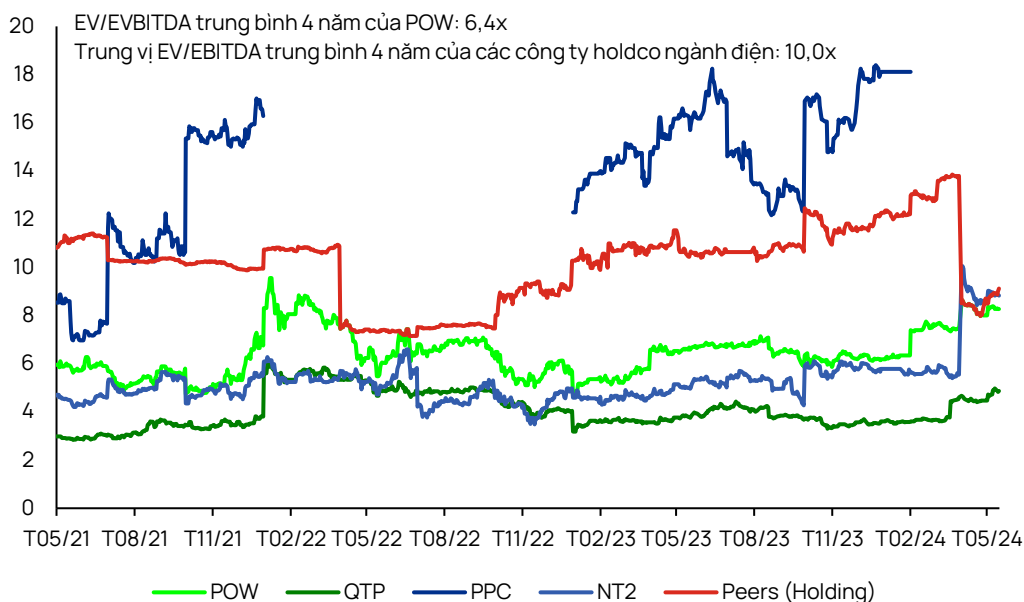
Nguồn: Doanh nghiệp niêm yết, Vietcap (số liệu tính đến ngày 15/05/2024)

Hình 6: Trung vị P/E trượt trên lợi nhuận báo cáo của POW so với các công ty cùng ngành (x) (*)



Nguồn: Doanh nghiệp niêm yết, Vietcap (số liệu tính đến ngày 15/05/2024) (* P/E của NT2 tăng lên 102,8 vào ngày 15/05/2024)

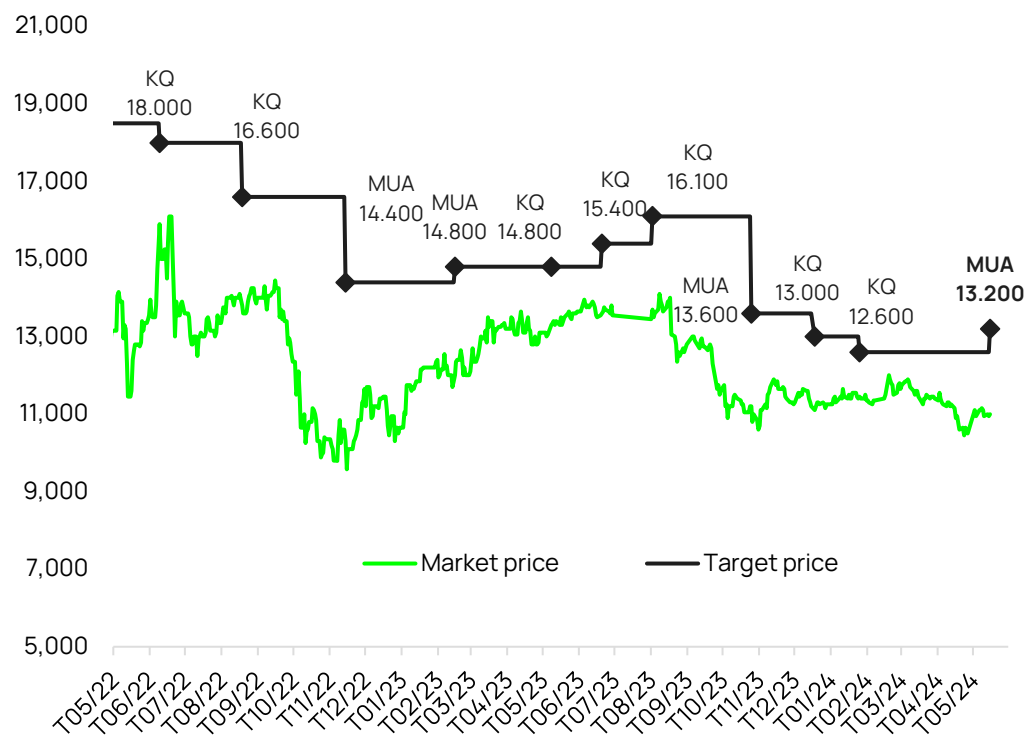
Hình 7: Trung vị EV/EBITDA trượt của POW so với các công ty cùng ngành (x) ()**



Nguồn Bloomberg, Vietcap (số liệu tính đến ngày 15/05/2024; **EBITDA năm 2022 của PPC có giá trị âm)

Diễn biến khuyến nghị

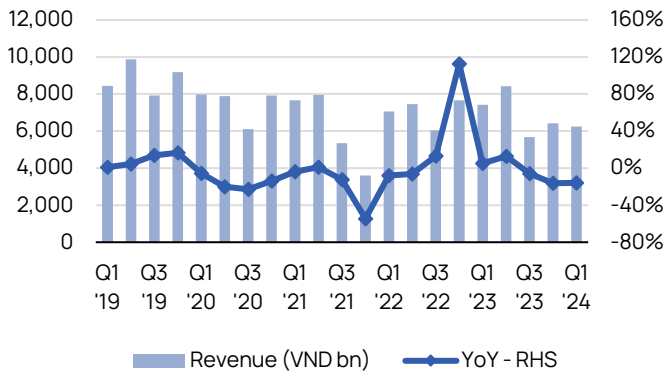
Hình 8: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Fiinpro, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

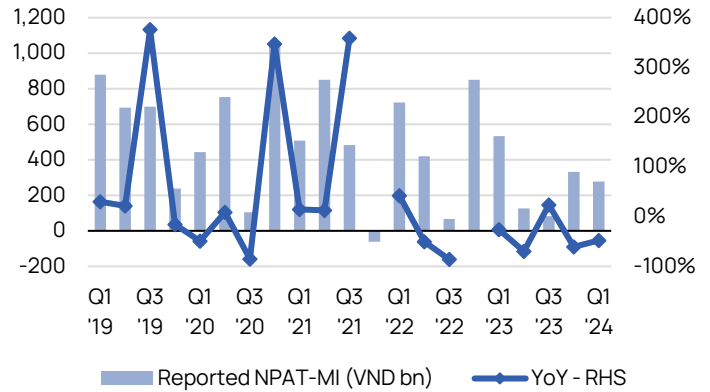
KQKD theo quý

Hình 9: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



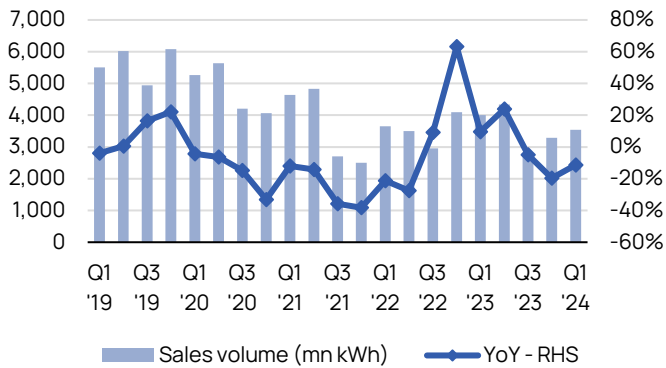
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 10: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý (tỷ đồng)



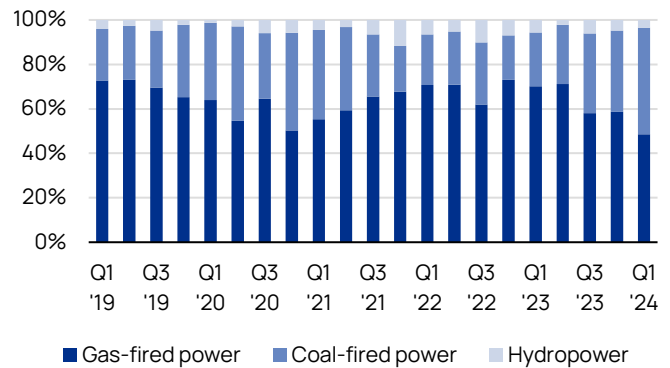
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 11: Sản lượng điện thương phẩm hàng quý (triệu kWh)



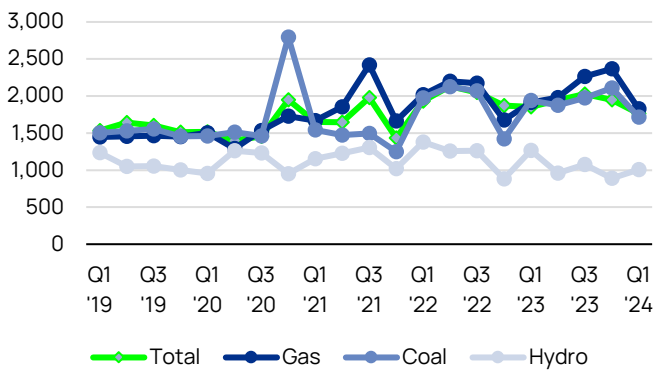
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 12: Cơ cấu doanh thu theo nguồn điện



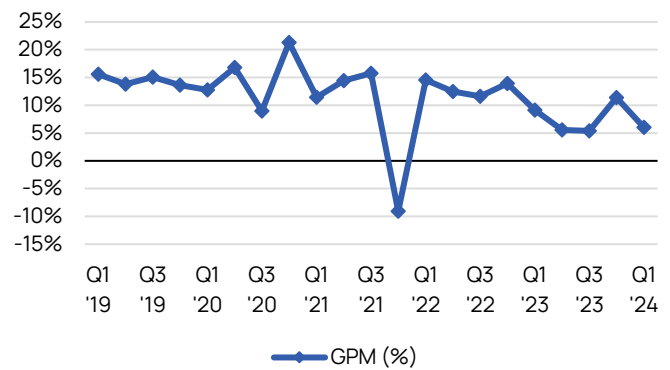
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 13: Giá bán trung bình hàng quý (đồng/kWh)



Nguồn: POW, Vietcap

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp hàng quý*



Nguồn: POW, Vietcap (* Biên LN gộp giảm trong quý 4/2021 do (1) sự cố kỹ thuật với tổ máy số 1 của Vũng Áng, (2) chi phí nhiên liệu cao cho Nhơn Trạch 1 & 2, và (3) Cà Mau hoàn một phần lợi nhuận cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam).

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	28.329	32.530	48.784	60.277
Giá vốn hàng bán	-25.625	-30.183	-43.577	-53.536
Lợi nhuận gộp	2.704	2.346	5.206	6.741
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý DN	-1.268	-876	-1.022	-1.170
LN thuần HĐKD	1.436	1.470	4.184	5.571
Doanh thu tài chính	544	634	728	1.151
Chi phí tài chính	-730	-978	-938	-1.757
Trong đó, chi phí lãi vay	-565	-620	-852	-1.597
Lợi nhuận từ công ty LDLK	40	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	152	370	0	0
LNTT	1.442	1.496	3.974	4.965
Thuế TNDN	-159	-86	-492	-720
LNST trước CĐTS	1.283	1.409	3.482	4.245
Lợi ích CĐ thiếu số	-245	8	-253	-459
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	1.039	1.417	3.229	3.786
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	963	1.358	3.229	3.786
EBITDA	4.245	4.317	7.507	9.310
EPS báo cáo, VND	420	574	1.307	1.533
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	388	549	1.307	1.533
EPS pha loãng VND	388	549	1.307	1.533
DPS, VND	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%

(1) không bao gồm lỗ tỷ giá, dự phòng nợ xấu và các khoản thanh toán tỷ giá trễ

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	0,4%	14,8%	50,0%	23,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	-49,8%	2,4%	184,6%	33,2%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-49,6%	36,5%	127,8%	17,3%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-35,0%	41,3%	138,3%	17,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	9,5%	7,2%	10,7%	11,2%
Biên LN từ HĐ %	5,1%	4,5%	8,6%	9,2%
Biên EBITDA	15,0%	13,3%	15,4%	15,4%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	3,7%	4,4%	6,6%	6,3%
ROE %	3,1%	4,2%	9,4%	10,0%
ROA %	3,4%	4,4%	9,4%	10,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	31	30	30	30
Số ngày phải thu	188	150	120	90
Số ngày phải trả	227	180	150	120
TG luân chuyển tiền	(9)	-	-	-
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,2	1,5	1,7
CS thanh toán nhanh	1,0	1,1	1,4	1,5
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,5	0,7	0,9
Nợ/Tài sản	18,0%	29,3%	33,6%	30,7%
Nợ/Vốn sử dụng	27,1%	40,4%	45,6%	41,2%
Nợ/Vốn CSH	12,4%	33,7%	30,6%	9,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,5	2,4	4,9	3,5

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	8.440	12.131	20.799	26.225
Đầu tư TC ngắn hạn	2.391	2.391	2.391	2.391
Các khoản phải thu	14.560	13.368	16.038	14.863
Hàng tồn kho	2.167	2.481	3.582	4.400
TS ngắn hạn khác	1.484	1.484	1.484	1.484
Tổng TS ngắn hạn	29.042	31.855	44.293	49.363
TS dài hạn (gộp)	69.907	70.207	84.507	98.807
- Khấu hao lũy kế	-43.505	-46.352	-49.675	-53.415
TS dài hạn (ròng)	26.402	23.855	34.832	45.392
Đầu tư TC dài hạn	960	960	960	960
TS dài hạn khác	13.960	25.460	17.180	3.028
Tổng TS dài hạn	41.321	50.274	52.972	49.379
Tổng Tài sản	70.362	82.129	97.265	98.742
Phải trả ngắn hạn	17.309	16.247	19.270	18.963
Nợ ngắn hạn	5.507	5.489	6.381	6.734
Nợ ngắn hạn khác	3.970	3.970	3.970	3.970
Tổng nợ ngắn hạn	26.785	25.705	29.621	29.666
Nợ dài hạn	7.172	18.609	26.348	23.535
Nợ dài hạn khác	2.285	2.285	2.285	2.285
Tổng nợ	36.243	46.600	58.254	55.486
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	23.419	23.419	23.419	23.419
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	7.996	9.414	12.642	16.429
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	2.705	2.697	2.950	3.409
Vốn chủ sở hữu	34.119	35.529	39.011	43.256
Tổng cộng nguồn vốn	70.362	82.129	97.265	98.742
CP lưu hành cuối năm, tr	2.342	2.342	2.342	2.342
CP lưu hành cuối năm, tr (pha loãng)	2.342	2.342	2.342	2.342

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	8.252	8.440	12.131	20.799
Lợi nhuận sau thuế	1.039	1.417	3.229	3.786
Khấu hao	2.809	2.847	3.323	3.739
Thay đổi vốn lưu động	7.532	-184	-747	49
Điều chỉnh khác	-8.027	-8	253	459
Tiền từ hoạt động KD	3.352	4.072	6.058	8.034
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-6.312	-12.300	-6.721	-847
Đầu tư, ròng	-173	500	700	700
Tiền từ HĐ đầu tư	-6.485	-11.800	-6.021	-147
Cổ tức đã trả	-365	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	82	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-129	-17	892	353
Tăng (giảm) nợ dài hạn	3.790	11.437	7.739	-2.813
Tiền từ các hoạt động TC khác	-58	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	3.321	11.419	8.630	-2.460
Tổng lưu chuyển tiền tệ	188	3.691	8.668	5.427
Tiền cuối năm	8.440	12.131	20.799	26.225

Nguồn: POW, Vietcap dự báo

PHỤ LỤC

Các giả định ngành cập nhật

Vui lòng xem [Báo cáo Cập nhật ngành Nhiệt điện ngày 16/05/2024](#) của chúng tôi.

POW đặt mục tiêu COD Nhơn Trạch 3 & 4 vào cuối năm 2024 và giữa năm 2025

Ngày 14/03/2022, POW thông báo Samsung C&T và nhà thầu trong nước LILAMA đã trúng thầu EPC cho dự án sử dụng LNG Nhơn Trạch 3 & 4. Hợp đồng này trị giá 940 triệu USD, hỗ trợ cho giả định vốn đầu tư XDCB của chúng tôi là 1,2 tỷ USD, thấp hơn khoảng 14% so với kế hoạch của POW. Công ty cũng đã ký thỏa thuận bảo trì dài hạn (LTMA) với GE Global Parts & Products GmbH và GE International Inc. Vào ngày 28/11/2022. Các dự án này sẽ sử dụng tua-bin & máy phát điện của GE và dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2024 (Nhơn Trạch 3) và quý 2/2025 (Nhơn Trạch 4), theo POW. Ngoài ra, công nghệ mới của Nhơn Trạch 3 & 4 sẽ mang lại hiệu suất lên tới 62% so với mức 55%-58% của các nhà máy điện khí hiện hữu tại Việt Nam.

Ngày 03/03/2023, POW và Công ty Mua bán điện thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EPTC) đã ký dự thảo Hợp đồng mua bán điện (PPA). Theo quan điểm của chúng tôi, điều này thể hiện sự tiến bộ đáng kể và giúp thiết lập nền tảng vững chắc cho việc ký kết PPA chính thức ở giai đoạn sau. POW và PV GAS đang làm việc về thỏa thuận khung (HOA) cho hợp đồng mua bán khí (GSA), điều này sẽ làm cơ sở để GAS chuẩn bị cung cấp LNG cho Nhơn Trạch 3 & 4. Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt cơ chế chuyển tiếp chi phí (pass-through) cho dự án này.

POW đang chờ Cục Điều tiết Điện lực (ERAV) ban hành cơ chế giá đối với điện năng sử dụng LNG để hoàn tất đàm phán PPA với EPTC. POW cũng kỳ vọng đàm phán được các điều khoản nhận hoặc thanh toán (take-or-pay) cho 80% sản lượng theo hợp đồng (Qc) cho Nhơn Trạch 3 & 4. POW cho biết, đợt nhập khẩu LNG đầu tiên tại kho cảng LNG Thị Vải vào tháng 7/2023 có giá 11-13 USD/triệu BTU (bao gồm chi phí vận chuyển) và công ty dự kiến giá LNG sẽ ở mức 12-15 USD/triệu BTU trong tương lai, mức giá mà công ty coi là cạnh tranh so với giá khí trong nước từ các dự án mới. POW cũng đang xem xét sử dụng LNG nhập khẩu cho các nhà máy điện khí hiện tại do nguồn cung khí trong nước đang cạn kiệt. Những nhận xét này nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.

Tiến độ thi công Nhơn Trạch 3 & 4. Tính đến đầu tháng 5, LILAMA và Samsung C&T đã lắp đặt 1 rotor máy phát tại Nhơn Trạch 4, đánh dấu cột mốc quan trọng của dự án. Tính đến đầu tháng 5, POW và tổng thầu EPC đã hoàn thành 85% dự án.

3 dự án truyền tải điện phục vụ Nhơn Trạch 3 & 4 có khả năng bị trì hoãn, gồm Nhơn Trạch 3 - Mỹ Xuân - Cát Lái (220 kV), Nhơn Trạch 4 - Phú Mỹ - Nhà Bè (500 kV) và Nhơn Trạch 3 - Trạm biến áp 500 kV Long Thành (220 kV). Mặc dù các dự án này đã nằm trong Quy hoạch điện (QHĐ) VIII nhưng tiến độ xây dựng chậm do các vấn đề liên quan đến quy hoạch tổng thể tỉnh Đồng Nai và giải phóng mặt bằng. Do đó, chúng tôi cho rằng mặc dù POW có thể hoàn thành việc xây dựng Nhơn Trạch 3 & 4 đúng thời hạn nhưng sự chậm trễ của 3 dự án truyền tải này có thể ảnh hưởng đến kế hoạch vận hành thương mại ban đầu là quý 4/2024 cho Nhơn Trạch 3 và quý 2/2025 cho Nhơn Trạch 4. POW mới đây đã có văn bản gửi Bộ Công Thương và Ban Chỉ đạo Phát triển Điện lực Quốc gia đề nghị hỗ trợ giải quyết các vướng mắc về đường dây truyền tải. Chúng tôi lưu ý rằng việc phát triển cơ sở hạ tầng truyền tải điện thuộc trách nhiệm của Tổng công ty Truyền tải Điện Quốc gia thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam.

Tuy nhiên, Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 sẽ tận dụng các đường dây truyền tải điện của Nhơn Trạch 1 và NT2 để giải phóng công suất trong khoảng thời gian bị trì hoãn, theo các công ty trong ngành.

Rủi ro liên quan đến giá thuê đất. POW đang vướng phải bất đồng với Tổng Công ty Tín Nghĩa (một trong những chủ đầu tư KCN ở miền Nam) về phí thuê đất với diện tích 37,2 ha với mục đích

phục vụ công tác cắt đường bê tông nhằm xây dựng kênh xả nước làm mát và tháp thứ 15 của đường dây truyền tải điện phục vụ cho dự án. Đáng chú ý, 2 bên đã thống nhất và ký thỏa thuận chi phí sử dụng cơ sở hạ tầng vào ngày 12/10/2021, và hiện vẫn còn hiệu lực. Tuy nhiên, Tín Nghĩa đã yêu cầu đàm phán lại và hiện đang đề xuất mức phí 100 USD/m² (so với chi phí thuê 11,6 ha trước đây là 3,5 USD/m²), trong khi Tín Nghĩa vẫn chưa hoàn tất việc đầu tư vào hạ tầng KCN theo quy định tại khu vực Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 (đường nội bộ, hệ thống thoát nước, điện và nước phục vụ xây dựng).

Bí thư Tỉnh ủy Đồng Nai đã yêu cầu Tổng Công ty Tín Nghĩa nhanh chóng báo cáo cho Ủy Ban giải pháp và tính khả thi của giải pháp để kịp thời cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho POW trong tháng 5/2024, giúp Tín Nghĩa có thể tránh khỏi việc phải chịu trách nhiệm cho việc thất thoát vốn Nhà nước.

Theo POW, việc trì hoãn dự án có thể gây thiệt hại lên đến hàng trăm tỷ đồng tiền phạt và bồi thường cho tổng thầu EPC. Ngoài ra, việc chậm ký hợp đồng thuê đất sẽ khiến các ngân hàng và tổ chức tín dụng nước ngoài ngừng giải ngân, ảnh hưởng đến tiến độ hoàn thành dự án.

Chúng tôi kỳ vọng POW và Tín Nghĩa sẽ đạt được thỏa thuận chung với giá cho thuê trung bình vào khoảng 50 USD/m², đẩy vốn đầu tư XDCB của Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 lên thêm khoảng 430 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng POW đã thiết lập một khoản dự phòng đầy đủ (khoảng 10% vốn đầu tư XDCB) cho các chi phí vượt mức/trì hoãn nhằm trang trải cho số vốn đầu tư phát sinh ngoài dự kiến này mà không ảnh hưởng đáng kể đến tỷ suất hoàn vốn (IRR) của dự án (so với số vốn đầu tư XDCB lớn là 1,2 tỷ USD). Chúng tôi giữ nguyên dự báo Nhơn Trạch 3 & 4 sẽ đi vào hoạt động muộn hơn 6-12 tháng so với kế hoạch của POW, tức giữa năm 2025 đối với Nhơn Trạch 3 và giữa năm 2026 đối với Nhơn Trạch 4.

Tài chính: Ngân sách vốn đầu tư XDCB của Nhơn Trạch 3 & 4 là 1,4 tỷ USD (bao gồm 25% vốn chủ sở hữu và 75% nợ vay). Nguồn nợ vay của dự án bao gồm hợp đồng tín dụng xuất khẩu khoảng 600 triệu USD, khoản vay ngân hàng nước ngoài khoảng 300 triệu USD và khoản vay ngân hàng trong nước khoảng 200 triệu USD (4 nghìn tỷ đồng). Các ngân hàng nước ngoài bao gồm Citibank (Mỹ), ING (Hà Lan) và Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC, Nhật Bản). Ban lãnh đạo giải thích rằng công ty sẽ sử dụng các khoản vay doanh nghiệp được thanh toán bằng dòng tiền của công ty (dựa trên kế hoạch kinh doanh nội bộ trong 10-15 năm) chứ không phải thông qua phương thức tài trợ dự án. Ngoài ra, POW được Fitch nâng hạng khuyến nghị từ BB lên BB+ cùng với triển vọng tích cực, tương tự mức xếp hạng của Việt Nam. Vì vậy, POW tự tin sẽ nhận được nguồn tài trợ với lãi suất ưu đãi.

Tại ĐHCĐ thường niên vào tháng 4/2023, POW công bố đã đảm bảo khoản vay ngân hàng 200 triệu USD từ SMBC tại SOFR cộng với mức chênh lệch 1,75%. Thời hạn vay là 12 năm, trong đó có 2 năm ân hạn. Ngoài ra, Vietcombank còn đồng ý cho POW vay khoảng 200 triệu USD (4 nghìn tỷ đồng) với lãi suất cố định 7% trong năm đầu tiên và lãi suất thả nổi (lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại nhà nước + 2%) trong những năm tiếp theo. Khoản vay này dự kiến kéo dài 13 năm, trong đó có thời gian ân hạn 3 năm.

Vũng Áng đang hoàn tất tổng kết vốn đầu tư XDCB để đàm phán lại PPA, tương ứng khả năng điều chỉnh tăng nhẹ đối với dự báo lợi nhuận của chúng tôi

Vũng Áng 1 đang làm việc với Chính phủ và Tập đoàn Điện lực Việt Nam để tính toán lại tổng vốn đầu tư dùng để tính giá PPA của nhà máy (hiện tại là khoảng 26,5 nghìn tỷ đồng so với vốn đầu tư được tính lại là khoảng 29,5 nghìn tỷ đồng). Vì chúng tôi không chắc chắn về việc liệu POW có đạt được thỏa thuận với Tập đoàn Điện lực Việt Nam theo hướng có lợi cho POW hay không, nên chúng tôi nhận thấy không có thay đổi đáng kể nào đối với giả định giá PPA cho Vũng Áng 1 trong tương lai.

Sự khác biệt giữa PPA Cà Mau trước đây và PPA sửa đổi (từ 01/07/2021)

Hình 15: Cơ chế PPA trước đây của Cà Mau giai đoạn 2008-2019

$$\text{Doanh thu} = (\text{Thành phần công suất} + \text{Chi phí nhiên liệu}) * \text{tỷ giá USD/VND} + \text{Khác}$$

Trong đó:

- Thành phần công suất = Công suất tin cậy (kW) * Chi phí công suất (USD/kW)
- Chi phí nhiên liệu: Chi phí khí tự nhiên + Chi phí dầu nhiên liệu (nếu có)

Nguồn: POW, Vietcap

Hình 16: PPA sửa đổi của Cà Mau (Cơ chế nhà máy điện thông thường dựa trên Thông tư 56 ngày 19/12/2014)

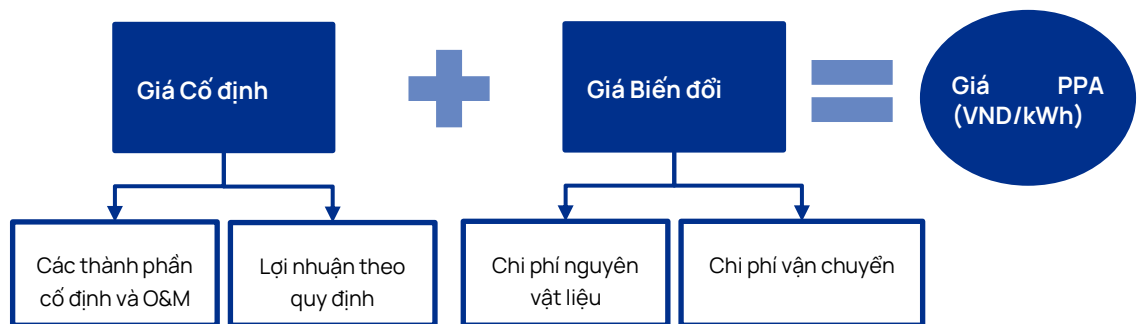
$$\text{Doanh thu} = P_c * Q_c + P_m * Q_m + \text{Khác}$$

Trong đó:

- P_c : Giá hợp đồng, còn gọi là giá PPA – hợp đồng mua bán điện
- P_m : Giá CGM
- Q_c : Sản lượng điện hợp đồng
- Q_m : Sản lượng thị trường, sản lượng bán cho CGM
- Q Sản lượng thực tế của nhà máy điện trong năm = $Q_c + Q_m$

Nguồn: BCT, EVN, POW, Vietcap

Hình 17: Công thức giá PPA dựa trên Thông tư 56 ngày 19/12/2014



- Giá cố định bao gồm khấu hao, chi phí lãi vay, chi phí vận hành và bảo trì, dựa trên IRR quy định ở mức 10%-12%.
- Chi phí khí/than được chuyển 100% cho người mua.

Nguồn: Bộ Công Thương, EVN, POW, Vietcap

Vui lòng xem chi tiết tại [Báo cáo lần đầu POW](#), ngày 5/3/2018.

Khoản thanh toán của EVN đối với chi phí Vận hành và Bảo trì của nhà máy điện Cà Mau

Trong báo cáo tài chính kiểm toán năm 2023, LNST sau lợi ích CĐTS đã kiểm toán của POW đạt 1.038 tỷ đồng, gần như không thay đổi so với mức LNST sau lợi ích CĐTS chưa kiểm toán của công ty là 1.075 tỷ đồng. Tuy nhiên, doanh thu của công ty đã tăng thêm 385 tỷ đồng. Ngoài ra, chi phí quản lý của công ty cũng tăng thêm 481 tỷ đồng, đây là khoản dự phòng cho khoản thanh toán của EVN đối với chi phí vận hành và bảo trì (O&M) của nhà máy điện Cà Mau.

Cụ thể, EVN đã đồng ý chi trả khoảng 400 tỷ đồng cho POW đối với chi phí O&M của nhà máy điện Cà Mau trong nửa đầu năm 2021 trong khi hợp đồng mua bán điện (PPA) trước đây bao gồm các chi phí O&M này vẫn còn hiệu lực. Theo POW, EVN đã đồng ý chi trả khoản chi phí này để cho khoản tiền này đủ điều kiện để được ghi nhận là một phần của doanh thu. Tuy nhiên, do POW vẫn

chưa nhận được khoản thanh toán trên, nên công ty đã thận trọng trích lập dự phòng cho khoản phải thu này.

Chúng tôi hiện kỳ vọng EVN sẽ có thể tăng giá bán lẻ điện thêm 7% YoY trong năm 2024, điều này sẽ cải thiện tình hình tài chính của EVN, từ đó tăng khả năng EVN sẽ thanh toán khoản tiền 400 tỷ đồng này cho POW vào năm 2024. Theo đó, POW sẽ hoàn nhập dự phòng và tăng lợi nhuận của công ty.

POW đầu tư 30% cổ phần tại nhà máy điện LNG Quảng Ninh

* Dự án điện Quảng Ninh là dự án điện sử dụng LNG trị giá 2 tỷ USD, tọa lạc trên diện tích 56 ha tại Cẩm Phả, tỉnh Quảng Ninh. Dự án bao gồm 1 nhà máy nhiệt điện LNG công suất 1.500 MW, kho cảng LNG 71.500 DWT và 2 kho chứa LNG với tổng công suất 200.000 m³. Nhà máy điện được thiết kế để sản xuất khoảng 9 tỷ kWh điện mỗi năm (hệ số phụ tải thiết kế là 70%).

* Ngày 24/10/2021, tỉnh Quảng Ninh tổ chức lễ khởi công Dự án nhà máy điện Quảng Ninh sử dụng LNG của POW.

* Ngày 02/11/2022, Điện lực LNG Quảng Ninh được thành lập. Dự án điện này là liên danh các nhà thầu gồm POW, Công ty Cổ phần Cơ khí Lắp ráp Việt Nam (COLAVI), Tokyo Gas (TYO: 9531) và Marubeni Corp (TYO: 8002), với vốn điều lệ 100 tỷ đồng, trong đó POW góp 30%. POW dự kiến đầu tư 2 nghìn tỷ đồng vào CTCP này trong giai đoạn 2024-2026.

* Ngày 24/02/2024, Chủ tịch UBND tỉnh Quảng Ninh đã yêu cầu POW điều chỉnh Giấy Chứng nhận Đăng ký Đầu tư vào tháng 5/2024 và bắt đầu khởi công xây dựng vào quý 3/2024, nếu không dự án sẽ bị thu hồi theo Luật Đầu tư. Đến tháng 2/2024, POW đã nộp Báo cáo Tài chính và góp vốn 30 tỷ đồng (tương đương 30% vốn điều lệ của nhà máy nhiệt điện LNG Quảng Ninh). Theo quan điểm của chúng tôi, trong trường hợp kém khả quan nhất, POW có thể lỗ 30 tỷ đồng, gây ra tác động không đáng kể đối với lợi nhuận của công ty.

* Chúng tôi vẫn chưa bao gồm dự án mới này trong dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn và Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức

Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

**Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán - Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

**Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.