

**POW – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 07/11/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	11.150
KLGD TB 52T	8.021.765
Vốn hoá (tỷ đồng)	26.112
Số lượng CPLH	2.341.871.600
Giá mục tiêu	14.200
Upside	+27,4%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Bùi Võ Thế Vinh  
[bvtvinh@vcbs.com.vn](mailto:bvtvinh@vcbs.com.vn)  
+84-2838208117 ext 641

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

**POW – KHÓ KHĂN ĐÃ QUA**

**ĐIỂM QUA KQKD Q3.2023 VÀ 9T.2023**

POW ghi nhận KQKD Q3.2023 kém khả quan khi cả DT và LN đều sụt giảm, đặc biệt LNST chỉ đạt 52 tỷ đồng (-74% yoy). Lũy kế 9T.2023, KQKD của POW thể hiện sự phân hóa khi DT tăng nhẹ 4,7% yoy, LNST giảm mạnh 45% yoy. Như đã đề cập trong báo cáo, KQKD suy giảm đến từ yếu tố giá nguyên vật liệu đầu vào tăng, dẫn đến giá hợp đồng Pc tăng so kế hoạch trước đó. Đồng thời, POW trong năm đã triển khai thực hiện bảo dưỡng định kỳ các NMD như đại tu NMD Cà Mau 2, tiểu tu NMD Cà Mau 1, tiểu tu NMD Đakdrink, trung tu NMD NT1, đại tu NMD NT2, và đại tu kết hợp khắc phục sự cố tổ máy S1 Vũng Áng.

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

- Sản lượng các nhà máy nhiệt điện của POW sẽ tiếp tục được huy động ở mức cao El Nino mang lại môi trường kinh doanh thuận lợi và tổ máy S1 của nhà máy Vũng Áng đã vận hành trở lại từ tháng 8 năm 2023.
- Kỳ vọng nguồn cung khí tại khu vực Đông Nam Bộ sẽ dần ổn định hơn do 02 nhà máy nhiệt điện khí BOT Phú Mỹ 2.2 và BOT Phú Mỹ 3 sẽ được chuyển giao cho EVN trong năm 2024/2025 và không còn được đảm bảo nguồn khí đầu vào như hiện nay.
- POW có thể ghi nhận 300 tỷ đồng đền bù từ bảo hiểm gián đoạn sản xuất kinh doanh do sự cố tại nhà máy Vũng Áng 1.
- Những tín hiệu khả quan từ diễn biến giá LNG nhập khẩu sẽ hỗ trợ cho quá trình đàm phán hợp đồng mua bán điện PPA với EVN và hợp đồng mua bán khí GSA với PV GAS.

**ĐÁNH GIÁ**

Cho năm 2023, chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD với DTT đạt 27.954 tỷ đồng (-1,0% yoy) và LNST đạt 1.240 tỷ đồng (-50,4% yoy) (bao gồm thu nhập bất thường từ khoản đền bù bảo hiểm sự cố nhà máy Vũng Áng 300 tỷ đồng và chúng tôi điều chỉnh dự phóng NT2 sẽ ghi nhận đền bù tỷ giá 155 tỷ đồng vào Q1.2024).

KQKD của POW năm 2023 kém khả quan so với dự phóng ban đầu của chúng tôi do: (1) Tổ máy S1 nhà máy Vũng Áng vận hành trở lại chậm hơn dự kiến; (2) Sự thiếu hụt nguồn khí đầu vào ảnh hưởng sản lượng các nhà máy điện khí trong Q2.2023; (3) Các nhà máy nhiệt điện không được hưởng lợi quá nhiều trong chu kỳ El Nino năm nay do phải bảo dưỡng định kỳ. (4) Tiến độ thống nhất các điều khoản của bảo hiểm sự cố tại tổ máy S1 Vũng Áng và hoàn thiện hồ sơ hạch toán khoản đền bù tỷ giá 155 tỷ đồng của NT2 chậm hơn dự kiến.

Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng triển vọng KQKD của POW sẽ có sự tăng trưởng trở lại với dự phóng DTT đạt 32.942 tỷ đồng (+17,8% yoy) và LNST đạt 2.090 tỷ đồng (+68,6% yoy), EPS 2024 ở mức 861 đồng/cổ phiếu (+70,2% yoy). Động lực tăng trưởng của POW năm 2024 như sau:

- Kỳ vọng sản lượng điện của NT2 sẽ tăng trưởng 11,5% yoy do (a) Kỳ vọng nguồn cung khí tại khu vực Đông Nam Bộ sẽ ổn định hơn; (b) Nhà máy chỉ thực hiện tiểu tu so với đại tu trong năm 2023 (Chúng tôi ước tính khi thực hiện đại tu, sản lượng sẽ suy giảm khoảng 300-400 triệu kWh).
- Sản lượng nhà máy Vũng Áng 1 tăng trưởng 24,2% yoy do tổ máy S1 (600 MW) vận hành trọn năm.
- Chúng tôi giả định NT2 sẽ ghi nhận 155 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá trong Q1.2024.
- Chúng tôi kỳ vọng POW sẽ ghi nhận một phần doanh thu từ khoản chênh lệch giá khí đầu vào của nhà máy điện Cà Mau 1&2 (ước tính khoảng 1.000 tỷ đồng) trong năm 2024. Chúng tôi sẽ cập nhật nếu có thêm thông tin trong các báo tiếp theo.

Chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu từ 15.600 xuống còn 14.200 đồng/cổ phiếu (upside 27,4% so với giá đóng cửa ngày 07.11.2023). Chúng tôi vẫn tiếp tục khuyến nghị MUA đối với POW khi giá cổ phiếu đã

có mức chiết khấu mạnh trong thời gian vừa qua, tuy nhiên chúng tôi đánh giá đã giảm của giá cổ phiếu đã phản ánh triển vọng kém khả quan trong 9T.2023 và KQKD sẽ có sự khởi sắc từ năm 2024.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	24.561	28.224	27.954	32.942
+/- yoy (%)	-17,4%	14,9%	-1,0%	17,8%
Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	2.540	3.726	2.173	3.463
BLNG	10,3%	13,2%	7,8%	10,5%
LNST (tỷ đồng)	2.052	2.498	1.240	2.090
+/- yoy (%)	-22,9%	21,7%	-50,4%	68,6%
ROA (%)	3,8%	4,5%	2,0%	2,8%
ROE (%)	6,6%	7,8%	3,7%	6,1%
EPS-TTM (đồng)	855	1.033	506	861
BVPS-TTM (đồng)	12.229	13.031	13.324	13.819

## KẾT QUẢ KINH DOANH

**POW ghi nhận KQKD Q3.2023 kém khả quan khi cả DT và LN đều sụt giảm, đặc biệt là LNST.** Cụ thể, DT đạt 5.679 tỷ đồng (-6,0% yoy) và LNST đạt 52 tỷ đồng (-74% yoy). **Lũy kế 9T.2023, POW thể hiện sự phân hóa với DT đạt 21.533 tỷ đồng (+4,7% yoy, hoàn thành 71,0 % KH năm), LNST đạt 883 tỷ đồng (-45% yoy, hoàn thành 79% KH năm).**

**KQKD Q3.2023 kém khả quan do sản lượng điện thương phẩm đạt 2.805 tỷ kWh (-6,3% yoy).**

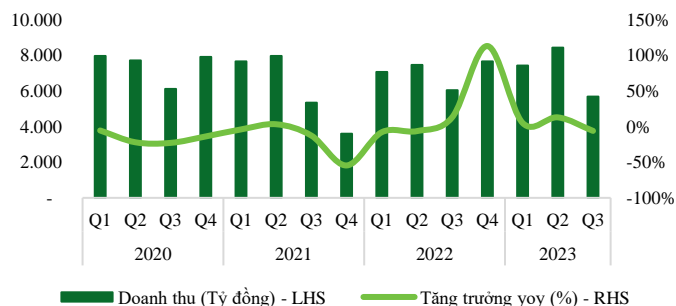
Nhà máy	SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ (Triệu kWh)			DOANH THU BÁN ĐIỆN (Tỷ đồng)			GIÁ BÁN ĐIỆN BQ (Đồng/kWh)		
	Q3.2023	Q3.2022	YoY	Q3.2023	Q3.2022	YoY	Q3.2023	Q3.2022	YoY
Cà Mau 1&2	1.015	622	63,1%	2.053	1.223	67,9%	2.023	1.964	3,0%
Nhon Trạch 1	73	166	-55,8%	418	485	-13,8%	5.695	2.923	94,8%
Nhon Trạch 2	365	898	-59,3%	850	2.080	-59,1%	2.330	2.316	0,6%
Hòa Na	192	306	-37,1%	230	434	-47,1%	1.194	1.420	-15,9%
ĐắkĐrinh	130	171	-24,1%	138	255	-45,9%	1.065	1.495	-28,8%
Vũng Áng 1	1.030	832	23,8%	2.013	1.830	10,0%	1.956	2.200	-11,1%
<b>Tổng</b>	<b>2.805</b>	<b>2.995</b>	<b>-6,3%</b>	<b>5.703</b>	<b>6.307</b>	<b>-9,6%</b>	<b>2.033</b>	<b>2.106</b>	<b>-3,5%</b>

Nguồn: POW, VCBS

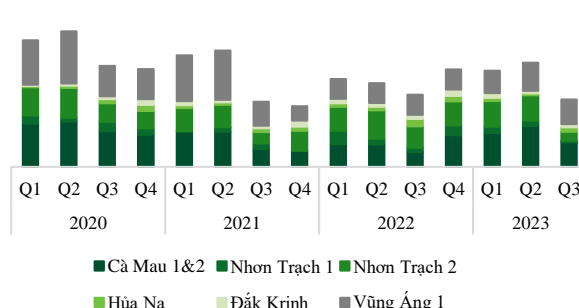
**Tình hình sản lượng điện thương phẩm đạt 2.805 tỷ kWh (+24,9% yoy) do:**

- NMĐ Cà Mau 1&2:** (i) Trong Q3.2022, nguồn cung khí đầu vào không ổn định và có sự lệch pha với nhu cầu tiêu thụ điện nên ảnh hưởng sản lượng phát điện. (ii) Nhà máy Cà Mau 2 thực hiện đại tu từ 10/7-24/8 hạn chế sản lượng phát (Cùng kỳ, nhà máy Cà Mau 1 thực hiện đại tu từ 19/6/2022-31/10/2022).
- NMĐ Nhon Trạch 1&2:** (i) Sản lượng Nhon Trạch 2 giảm mạnh do lượng nước về các hồ thủy điện tại khu vực phía Nam tốt hơn dự kiến và giá phát điện trên thị trường giảm sâu trong tháng 8 và tháng 9; (ii) NMĐ Nhon Trạch 2 tiến hành đại tu từ 10/09-26/10 và Qc được giao theo tháng thấp, giá bán trên thị trường điện thấp hơn chi phí biến đổi.
- NMĐ Hòa Na và ĐắkĐrinh:** Sản lượng của các nhà máy thủy điện Hòa Na và Đắkđrinh suy giảm do thủy văn kém thuận lợi và lượng nước về hồ ở mức thấp.
- NMĐ Vũng Áng 1:** Tổ máy S1 của nhà máy Vũng Áng 1 vận hành thương mại trở lại, chạy ổn định từ ngày 12/08, đạt công suất tối đa 601 MW giúp sản lượng nhà máy Vũng Áng tăng trưởng +23,8% yoy. NMĐ được huy động vận hành 2 tổ máy.

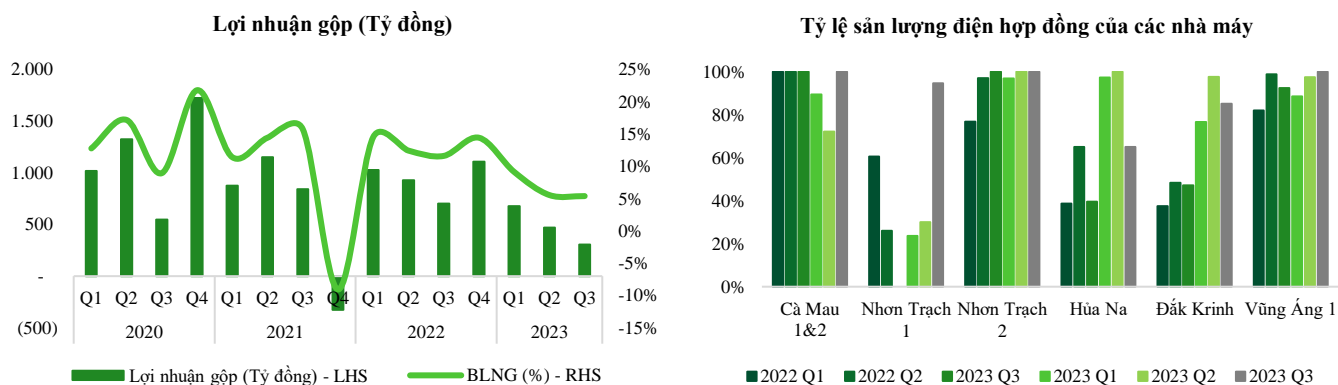
**Kết quả kinh doanh theo quý của POW**



**Cơ cấu sản lượng điện theo quý (Triệu kWh)**



Nguồn: POW, VCBS



Nguồn: POW, VCBS

**Lợi nhuận gộp đạt 307 tỷ đồng (-56,3% yoy) và BLNG sụt giảm mạnh chỉ còn 5,4% so với mức 11,6% cùng kỳ do:**

- (1) Trong Q3.2023, sản lượng của các nhà máy nhiệt điện đều là sản lượng điện hợp đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp của NT2 có sự sụt giảm mạnh do sản lượng được huy động thấp (hầu như không đáng kể trong tháng 8 và tháng 9) ảnh hưởng đến BLNG.
- (2) POW không còn ghi nhận đền bù chênh lệch tỷ giá. Trong Q3.2022, NT2 ghi nhận khoảng đền bù chênh lệch tỷ giá 310 tỷ đồng.

**Doanh thu hoạt động tài chính đạt 139 tỷ đồng (+44,8% yoy)** chủ yếu đến từ các khoản lãi tiền gửi ngân hàng đạt 83 tỷ đồng (+56,6% yoy) với số dư tiền và trong tương lai hơn 9.200 tỷ đồng.

**Chi phí tài chính đạt 214 tỷ đồng tỷ đồng (+3,3% yoy), trong đó chi phí lãi vay khoảng 66 tỷ đồng (+50% yoy)** do dư nợ gia tăng từ SMBC (đã giải ngân 50 triệu USD) và Vietcombank (đã giải ngân 700 tỷ đồng) để tài trợ dự án Nhon Trạch 3-4.

**KẾ HOẠCH Q4.2023**

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của POW sẽ phục hồi khi El Nino được dự báo sẽ kéo dài đến nửa đầu năm 2024 trước khi chuyển sang trạng thái trung tính. Các nhà máy điện của POW hầu hết đã hoàn thành các đợt bảo dưỡng định kỳ trong năm nay và nhà máy Vũng Áng 1 đã chính thức vận hành trở lại vào giữa Q3.2023.

**Thời gian bảo dưỡng định kỳ các nhà máy điện của POW**

Nhà máy	Bảo dưỡng	Thời gian
Cà Mau 1	Tiểu tu	01/12/2023-10/12/2023
Cà Mau 2	Đại tu	10/07/2023-24/08/2023
Nhon Trạch 1	Trung tu	13/12/2023-26/12/2023
Nhon Trạch 2	Đại tu	07/09/2023-19/10/2023
Hòa Na	Trung tu	04/2023-05/2023
ĐắkĐrinh	Tiểu tu	07/2023-08/2023

Nguồn: POW, VCBS

## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

**Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của POW sẽ tăng trưởng trở lại và đạt mức 17.138 triệu kWh (+15,1% yoy) trong năm 2024 nhờ** (1) Kỳ vọng các hoạt động sản xuất công nghiệp và xây dựng phục hồi thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện (02 khu vực này chiếm khoảng 50% trong cơ cấu tiêu thụ điện); (2) Tăng trưởng sản lượng được dẫn dắt bởi tăng trưởng của nhóm nhiệt điện nhờ tác động tích cực từ chu kỳ El Nino.

### Nhiệt điện khí

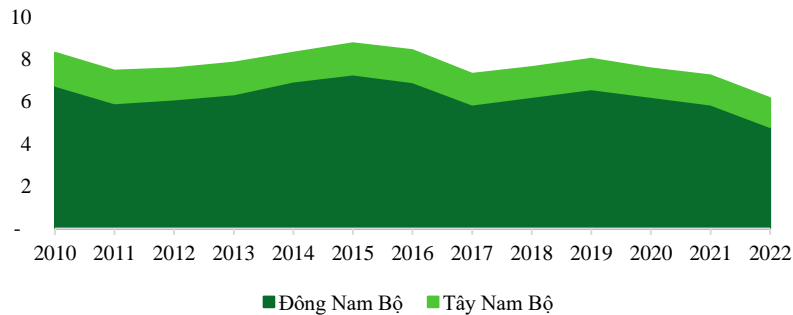
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí của POW sẽ hồi phục trong năm 2024 và đạt mức 9.634 triệu kWh (+9,4% yoy) nhờ các yếu tố:

- (1) Nhà máy Nhơn Trạch 2 và Cà Mau 2 không còn thực hiện đại tu trong năm 2024.
- (2) Kỳ vọng nguồn cung khí đầu vào sẽ ổn định giúp các nhà máy vận hành liên tục.

### Nguồn khí đầu vào

Chúng tôi nhận thấy nguồn cung khí đầu vào tại khu vực Đông Nam Bộ đang suy giảm nhanh do trữ lượng khai thác còn lại không nhiều. Nguồn cung khí tại khu vực Đông Nam Bộ vào giai đoạn 2015 ở mức khoảng 7,5 tỷ m<sup>3</sup>/năm nhưng đã suy giảm hàng năm hiện chỉ còn khoảng 4,5-4,8 tỷ m<sup>3</sup> và được dự báo sẽ suy giảm về mức 4 tỷ m<sup>3</sup> trong năm 2024. Do đó, rủi ro thiếu khí cho các nhà máy điện như Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 vào mùa khô trong năm 2024 vẫn còn hiện hữu. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy đang có một số tín hiệu tích cực đối với nguồn cung khí như: (1) 02 nhiệt điện BOT Phú Mỹ 3 và BOT Phú Mỹ 2.2 được đề xuất chuyển giao cho EVN sau khi hết thời gian vận hành vào năm 2024/2025, khi chuyển giao cho EVN thì các nhà máy điện BOT này phải tham gia thị trường điện cạnh tranh và không còn được ưu tiên đảm bảo nguồn khí đầu vào như hiện nay, do đó chúng tôi kỳ vọng nguồn khí đầu vào của NT2 sẽ được cải thiện hơn so với hiện nay. (2) Kho cảng LNG Thị Vải giai đoạn 1 với công suất qua kho trung bình khoảng 1 triệu tấn/năm đã chính thức được khánh thành và dự án mở rộng giai đoạn 2 với công suất 3 triệu tấn/năm sẽ góp phần bổ sung nguồn khí LNG cho các doanh nghiệp sản xuất điện tại khu vực Đông Nam Bộ. (3) Hiện nay POW đang trong quá trình đàm phán mua khí bổ sung cho nhà máy điện Cà Mau 1&2 sau năm 2028 với đối tác JadeStone từ mỏ Nam Du - U Minh.

**Nguồn khí cung cấp cho sản xuất điện (Tỷ m<sup>3</sup>)**



Nguồn: PV GAS, VCBS

### Nhiệt điện than

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện than của POW sẽ tăng trưởng mạnh ở mức 6.202 triệu kWh (+24,2% yoy) nhờ các yếu tố:

- (1) Cả 02 tổ máy của nhà máy Vũng Áng 1 vận hành trọn năm.
- (2) Giá than đầu vào ổn định tạo điều kiện cho TKV và PV Power thu xếp đủ nguồn than đầu vào giúp nhà máy vận hành liên tục trong các tháng cao điểm mùa khô.

### Nguồn than đầu vào

Trong năm 2023, nhà máy Vũng Áng 1 sử dụng hoàn toàn 100% than cám pha trộn. Với đà giảm của giá than nhiệt hiện nay, chúng tôi đánh giá TKV sẽ thu xếp đủ nguồn than để cung cấp cho nhà máy. Đến thời điểm hiện tại, tồn kho than của nhà máy Vũng Áng khoảng 330.000 nghìn tấn đảm bảo cho nhà máy vận hành ổn định đến cuối năm 2023.

**POW có thể ghi nhận 300 tỷ đồng bảo hiểm gián đoạn sản xuất kinh doanh do sự cố tại nhà máy Vũng Áng 1.**

Chi phí sửa chữa dự kiến đối với sự cố tại tổ máy S1 của nhà máy Vũng Áng (09/2021-08/2023) khoảng 700 tỷ đồng và POW đang thuê kiểm toán xác định lại tổng chi phí. POW đã đạt được thỏa thuận với PVI tổng số tiền bảo hiểm khoảng 15 triệu USD bao gồm bảo hiểm gián đoạn hoạt động sản xuất kinh doanh (8 triệu USD) và bảo hiểm hỗ trợ thiệt hại vật chất (7 triệu USD). Hiện tại, POW đang làm việc với PVI về các điều kiện loại trừ của bảo hiểm và thu hồi các chi phí đã bỏ ra. Chúng tôi kỳ vọng POW có thể đàm phán và thống nhất các điều khoản bảo hiểm với PVI để thu hồi đủ các khoản chi phí sửa chữa đã bỏ ra.

## THÔNG TIN KHÁC

**Chúng tôi đã tham dự Analyst Meeting do PV Power tổ chức vào ngày 25/10/2023 và có 1 số cập nhật sau:**

**Tiến độ triển khai nhà máy Nhơn Trạch 3-4.** Ngày 27/01/2022, HĐQT POW đã phê duyệt kết quả lựa chọn nhà thầu gói thầu EPC. Đơn vị trúng thầu là Tổ hợp Liên doanh nhà thầu Samsung C&T và LILAMA, hợp đồng EPC được ký kết vào ngày 14/03/2022, thời gian thực hiện hợp đồng là 30 tháng đối với Nhơn Trạch 3 (tháng 11/2024) và 36 tháng đối với Nhơn Trạch 4 (tháng 6/2025). Tính đến thời điểm cuối tháng 10 năm 2023, công tác thiết kế đạt khoảng 70% kế hoạch và mua sắm thiết bị đạt khoảng 60% kế hoạch, tiến độ tổng thể dự án ước đạt 55% kế hoạch. Ngày 16/10/2023, máy phát điện và tuabin khí nhà máy điện Nhơn Trạch 3 được đưa vào bộ phóng đảm bảo tiến độ phát điện theo kế hoạch.

**Vấn đề thu xếp vốn.** Dự án Nhơn Trạch 3-4 có tổng mức đầu tư được phê duyệt ~ 1,4 tỷ USD với cơ cấu vốn chủ sở hữu/vốn vay ở mức 25%/75%.

Ngân hàng	Giá trị khoản vay	Lãi suất	Kỳ hạn	Tiến độ
SMBC	200 triệu USD	SOFR+1.75%	12 năm	Đã giải ngân được 50 triệu USD.
Vietcombank	4.000 tỷ đồng	Lãi suất năm đầu tiên: 7% Các năm tiếp theo: Lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12T của 4 ngân hàng quốc doanh +2%	13 năm	Đã giải ngân được 700 tỷ đồng.
Citi Bank và ING Bank	500 triệu USD	SOFR + 1%	13 năm	Đang trong quá trình đàm phán các điều khoản tín dụng.

**Vấn đề đàm phán hợp đồng PPA cho nhà máy Nhơn Trạch 3-4.** Hiện tại POW đang chờ Bộ Công Thương phê duyệt khung giá điện LNG làm cơ sở đàm phán hợp đồng mua bán điện PPA với EVN và hợp đồng mua bán khí GSA với PV GAS. Vương mắc hiện nay là tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng (Qc) làm cơ sở để POW có thể thu hồi được vốn đầu tư và đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính với các ngân hàng, tuy nhiên mức giá LNG nhập khẩu hiện nay (11-13 USD/MMBTU) nếu được chuyển tiếp vào giá bán điện thì sẽ cao hơn nhiều so với giá bán lẻ điện bình quân hiện nay của EVN. Chúng tôi đánh giá đây là một trong các vương mắc lớn của quá trình đàm phán PPA hiện nay. Tuy nhiên, POW đánh giá khả năng cao sẽ hoàn tất quá trình đàm phán hợp đồng PPA cho nhà máy NT3-4 trong thời gian tới do vấn đề đảm bảo an ninh năng lượng và NT3-4 là dự án nhiệt điện khí LNG đầu tiên được triển khai trong xu hướng dịch chuyển cơ cấu năng lượng mạnh mẽ của Việt Nam.

**POW không phải thanh toán 80 triệu USD đối với phần khí không sử dụng cho PV GAS trong năm 2021.** Trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2021, nhà máy điện Cà Mau 1&2 sử dụng nguồn khí đầu vào từ Lô PM3-CAA tại khu vực chông lán ngoài khơi giữa Việt Nam và Malaysia. Sau khi đạt điểm cân bằng khí giữa vào năm 2020, nhà máy Cà Mau 1&2 đã ký lại hợp đồng mua bán điện PPA vào năm 2021 thay cho hợp đồng PPA vào năm 2008 và chính thức tham gia thị trường điện. Khi đó, Cà Mau 1&2 đã ký lại hợp đồng mua bán khí GSA với nghĩa vụ bao tiêu khí (take or pay) với đơn vị cung cấp khí thượng nguồn là PV GAS. Trong năm 2021, PV Power đã phát sinh khoản phải trả 80 triệu USD (tương ứng khoảng 1.900 tỷ đồng) cho phần khí không sử dụng. Tuy nhiên, POW hiện đang đàm phán với PV GAS để chuyển phần khí này sang sử dụng trong giai đoạn 2024-2026 và không phải thanh toán khoản phải trả này cho PV GAS.

**POW có thể ghi nhận doanh thu từ chênh lệch giá khí trong giai đoạn 2019-2022 với số tiền khoảng 1.000 tỷ đồng.** Trong giai đoạn 2019-2022, nhà máy điện Cà Mau 1&2 và nhà máy đạ Cà Mau sử dụng nguồn khí được phân bổ từ quyền nhận của PVN và khí mua ngoài từ PetroNas với tỷ lệ 50%:50%. Thực tế nhà máy đạ Cà Mau sử dụng nguồn khí giữa PVN và PetroNas với tỷ lệ dao động từ khoảng 90%:10% và 70%:30%, do đó nguồn khí mua ngoài từ PetroNas của POW luôn cao hơn mức 50% dẫn đến giá khí đầu vào cao hơn (giá khí từ PetroNas được xác định bằng 12,7% \*P<sub>Brent</sub>)



và được chuyển tiếp vào giá bán điện. Tuy nhiên, EVN vẫn chưa đồng ý chi trả doanh thu bán điện phát sinh từ khoản chênh lệch giá khí trên. Khoản chênh lệch giá khí trên trong giai đoạn 2019-2022 ước tính khoảng 1.000 tỷ đồng (70 tỷ năm 2022 và 240 tỷ năm 2023). POW hiện thỏa thuận với EVN để có thể ghi nhận khoản doanh thu này trong giai đoạn 2024-2026.

**POW đang thực hiện quyết toán nhà máy điện Vũng Áng 1.** Khi xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa, giá trị của nhà máy Vũng Áng 1 được xác định là 26.400 tỷ đồng và hợp đồng PPA hiện nay đang được tính toán dựa trên giá trị quyết toán này. POW đang thực hiện quyết toán và giá trị quyết toán hiện rơi vào khoảng 29.200 tỷ đồng. Hiện nay, hợp đồng PPA theo thông tư 41/2010 được xác định dựa trên tổng mức đầu tư, do đó phần chênh lệch sẽ được phân bổ và điều chỉnh lại giá bán điện PPA trong thời gian vận hành còn lại của nhà máy. POW đang đề xuất có thể phân bổ khoảng chênh lệch này trong thời gian dài hơn để tránh ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh phát điện trên thị trường điện.

**POW đang có kế hoạch thoái vốn tại các công ty con.** Hiện CTCP Thủy điện Hòa Na đã nộp hồ sơ niêm yết trên HOSE vào 09/2023 với mã HNA. Theo phương án thoái vốn, POW sẽ nắm giữ tối thiểu 51% tại thủy điện Hòa Na. Ngoài ra, POW đang lập kế hoạch thoái vốn tại các công ty con và các công ty tham gia góp vốn nhằm đảm bảo hiệu quả tối ưu nhất.

**POW có kế hoạch tăng vốn điều lệ.** Vào ngày 24.07.2023, HĐQT của POW đã ban hành nghị quyết chấp thuận giao dịch cung cấp dịch vụ tư vấn xây dựng và triển khai thực hiện phương án tăng vốn điều lệ với CTCP Chứng khoán Dầu khí PSI. PV Power cho biết đã nộp tờ trình tăng vốn lên EVN vào 10/2023 và có kế hoạch gia tăng tiền mặt khoảng 5.000 tỷ đồng để đầu tư dự án. Chúng tôi đánh giá việc tăng vốn điều lệ sẽ giúp nâng cao năng lực tài chính giúp POW có thể đầu tư phát triển các dự án nguồn điện lớn như LNG Nhơn Trạch 3-4, LNG Quảng Ninh và các dự án lớn khác trong tương lai. Tại thời điểm cuối Q3.2023, POW hiện đang có hơn 3.600 tỷ đồng LNST giữ lại và hơn 4.000 tỷ đồng ở quỹ đầu tư phát triển có thể giúp POW thực hiện tăng vốn mà không cần huy động thêm nguồn vốn bên ngoài.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp **chiết khấu dòng tiền FCFF** để xác định giá trị hợp lý của POW.

**Dự phóng sản lượng điện của các nhà máy (Triệu kWh)**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Cà Mau 1&2	3.687	4.599	4.993	4.468	4.468	4.336	4.271	4.205	4.073
Nhon Trạch 1	1.403	788	828	552	749	710	690	670	650
Nhon Trạch 2	4.065	3.416	3.811	3.679	3.745	3.679	3.679	3.679	3.679
Hòa Na	829	552	757	788	820	820	820	820	820
Đăkđrinh	776	537	548	602	635	635	635	635	635
Vũng Áng 1	3.318	4.993	6.202	6.307	6.202	6.360	6.307	6.202	6.097
Nhon Trạch 3-4	-	-	-	7.884	7.884	7.884	7.884	7.884	7.884
<b>Tổng</b>	<b>14.078</b>	<b>14.885</b>	<b>17.138</b>	<b>24.281</b>	<b>24.503</b>	<b>24.424</b>	<b>24.286</b>	<b>24.095</b>	<b>23.839</b>

Nguồn: VCBS

### Giả định về dự phóng giá nguyên vật liệu đầu vào và giá bán điện:

Chúng tôi điều chỉnh giá bán trên thị trường điện CGM dự phóng bình quân về mức 1.500 đồng/kWh trong năm 2023 do giá CGM giảm mạnh trong tháng 8 và tháng 9, giả định giá CGM sẽ tăng 3% trong các năm tiếp theo.

Giá dầu MFO (cơ sở để xác định giá khí đầu vào cho nhà máy điện Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2) sẽ đạt mức trung bình 570 USD/tấn trong năm 2023 và giảm về mức 550 USD/tấn trong các năm tiếp theo, cao hơn giả định trong báo cáo lần trước do giá dầu có xu hướng tăng mạnh trong các tháng gần đây.

Giá than trộn đạt mức trung bình 2,4 triệu đồng/tấn và tăng 3% trong các năm tiếp theo.

### Giả định về thời gian triển khai đầu tư dự án Nhơn Trạch 3-4:

Giả định vốn xây dựng cơ bản đầu tư cho nhà máy Nhơn Trạch 3-4 trong năm 2023 và 2024 lần lượt là 14.000 tỷ đồng và 20.000 tỷ đồng.

Giả định nợ vay dài hạn trong năm 2023 và 2024 lần lượt ở mức 10.000 tỷ đồng và 15.000 tỷ đồng.

### Đánh giá:

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng DTT và LNST năm 2023 xuống lần lượt còn 27.954 tỷ đồng (-1,0% yoy) và 1.240 tỷ đồng (-50,4% yoy) do:

- Sản lượng điện thương phẩm trong Q3.2023 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do giá bán trên thị trường điện CGM giảm sâu trong tháng 8 và tháng 9. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện tăng trưởng nhờ đóng góp từ nhà máy Cà Mau 1&2 (+24,7% yoy) và nhà máy Vũng Áng 1 (+50,5% yoy) bù đắp sự sụt giảm sản lượng nhà máy Nhơn Trạch 1&2 (giá bán trên thị trường điện giảm sâu và tình trạng thiếu khí trong Q2.2023) và các nhà máy thủy điện Hòa Na và ĐăkĐrinh do điều kiện thủy văn kém thuận lợi.
- Chúng tôi điều chỉnh giá định khoản đền bù tỷ giá 155 tỷ đồng sang Q1.2024 (chậm hơn so với giá định ban đầu là sẽ được ghi nhận trong năm nay) do POW vẫn đang hoàn thiện hồ sơ để có thể hạch toán khoản đền bù trên.
- Điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp của NT2 do (a) Doanh nghiệp buộc phải đốt kèm dầu DO trong Q2.2023, khi đốt kèm dầu thì chỉ được EVN thanh toán chi phí nguyên vật liệu nhưng không được thanh toán các chi phí khác khi vận hành. (b) Giá bán trên thị trường điện CGM giảm sâu trong Q3.2022 thấp hơn chi phí biến đổi nên sản lượng phát điện thấp.

Chúng tôi kỳ vọng KQKD của POW sẽ có sự tăng trưởng trở lại trong năm 2024 với dự phóng DTT/LNST đạt 32.942 tỷ đồng (+17,8% yoy) và LNST đạt 2.090 tỷ đồng (+68,6% yoy) do:

- Kỳ vọng sản lượng điện của NT2 sẽ tăng trưởng 11,5% yoy trong năm 2024 do: (a) Kỳ vọng nguồn cung khí tại khu vực Đông Nam Bộ sẽ ổn định hơn; (b) Nhà máy chỉ thực hiện tiêu tu so với đại tu trong năm 2023 (Chúng tôi ước tính khi thực hiện đại tu, sản lượng sẽ suy giảm khoảng 300-400 triệu kWh).
- Sản lượng nhà máy Vũng Áng 1 tăng trưởng 24,2% yoy do tổ máy S1 (600 MW) vận hành trọn năm.
- Chúng tôi giả định NT2 sẽ ghi nhận 155 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá trong Q1.2024.
- Chúng tôi kỳ vọng POW sẽ ghi nhận một phần doanh thu từ khoản chênh lệch giá khí đầu vào của nhà máy điện Cà Mau 1&2 (ước tính khoảng 1.000 tỷ đồng) trong năm 2024. Chúng tôi sẽ cập nhật nếu có thêm thông tin trong các báo tiếp theo.

#### Chi phí sử dụng vốn WACC:

WACC	
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	3,0%
Beta	1,09
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí sử dụng vốn (Re)	15,0%
Chi phí nợ vay (Rd)	5,6%
Tỷ trọng VCSH	77,0%
Tỷ trọng nợ vay	23,0%
<b>WACC</b>	<b>12,9%</b>
Số năm dự phóng	10,00

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
<b>NOPAT</b>	<b>1.858</b>	<b>2.828</b>	<b>4.039</b>	<b>4.392</b>	<b>4.608</b>	<b>5.884</b>	<b>6.077</b>	<b>6.278</b>	<b>6.686</b>	<b>6.957</b>
Điều chỉnh: Dự phòng và các khoản mục khác	233	(133)	153	71	(52)	26	12	(8)	25	11
Cộng: Khấu hao TSCĐ	2.902	2.906	2.910	2.897	2.883	2.887	2.892	2.896	2.376	952
<b>CFO</b>	<b>4.993</b>	<b>5.601</b>	<b>7.102</b>	<b>7.359</b>	<b>7.440</b>	<b>8.797</b>	<b>8.981</b>	<b>9.166</b>	<b>9.087</b>	<b>7.921</b>
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1.551	241	(1.188)	571	(159)	(412)	(53)	(258)	(287)	(237)
Trừ: Đầu tư vào tài sản cố định	(15.545)	(20.101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)
<b>Dòng tiền tự do FCFE</b>	<b>(9.001)</b>	<b>(14.259)</b>	<b>5.813</b>	<b>7.830</b>	<b>7.180</b>	<b>8.283</b>	<b>8.827</b>	<b>8.807</b>	<b>8.699</b>	<b>7.582</b>



Tăng trưởng dài hạn	2%
Giá trị dòng tiền tự do tới hạn	72.769
Giá trị hiện tại dòng tiền tự do tới hạn	24.516
Giá trị hiện tại dòng tiền từ 2023-2028	11.346
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>35.862</b>
Cộng: Tiền và tương đương tiền	9.248
Trừ: Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn	(9.280)
Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	-
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.592)
<b>Giá trị cổ đông</b>	<b>33.238</b>
SLCP đang lưu hành	2.341.871.600
<b>Giá trị mỗi cổ phần (VND)</b>	<b>14.193</b>

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro từ sự chậm lại của hoạt động sản xuất.** Hoạt động sản xuất công nghiệp chậm lại có khả năng ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ điện do các hoạt động này chiếm đến hơn 50% trong cơ cấu tiêu thụ điện hàng năm.

**Rủi ro về nguồn cung khí đầu vào.** Chúng tôi đánh giá NT1 và NT2 sẽ chịu rủi ro do nguồn khí đầu vào không ổn định và liên tục suy giảm qua các năm tại khu vực Đông Nam Bộ. Khi nguồn khí đầu vào không ổn định và bị thiếu hụt, NT2 sẽ phải chạy bằng nhiên liệu phụ là dầu DO, khi phát điện bằng dầu DO, NT2 chỉ được EPTC thanh toán chi phí nguyên vật liệu đầu vào mà không được thanh toán các chi phí khác khi vận hành nên sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một số yếu tố tích cực hỗ trợ cho nguồn cung khí đầu vào của NT2 như: (1) 02 nhiệt điện BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 được đề xuất chuyển giao cho EVN sau khi hết thời hạn vận hành vào năm 2024/2025. Khi chuyển giao cho EVN thì các nhà máy điện khí BOT sẽ phải tham gia thị trường điện cạnh tranh và không được ưu tiên đảm bảo nguồn cung khí đầu vào, do đó chúng tôi kỳ vọng nguồn khí đầu vào cho NT2 sẽ được cải thiện hơn. Ngoài ra, với việc dự án Kho cảng LNG Thị Vải giai đoạn 1 với công suất qua kho trung bình khoảng 1 triệu tấn/năm đã chính thức được khánh thành và dự án mở rộng giai đoạn 2 với công suất khoảng 3 triệu tấn/năm sẽ góp phần bổ sung nguồn khí LNG cho các doanh nghiệp sản xuất điện tại khu vực Đông Nam Bộ.

**Rủi ro thời tiết.** Thủy văn thuận lợi sẽ ảnh hưởng đến sản lượng huy động của các nhà máy nhiệt điện.

**Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào.** Giá khí tự nhiên và than đầu vào tăng cao hơn dự kiến sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận phần sản lượng trên thị trường điện cạnh tranh.

**Tỷ trọng nợ vay tăng mạnh khi POW tiếp tục triển khai các dự án mới.**

**Rủi ro gia tăng các khoản phải thu.** Tình hình tài chính của EVN đang gặp khó khăn dù giá bán lẻ điện bình quân đã được điều chỉnh tăng, tuy nhiên với tình trạng giá nguyên vật liệu đầu vào như than nhiệt và khí đốt vẫn neo ở mức cao so với giai đoạn trước năm 2022 đã làm tăng chi phí sản xuất của các doanh nghiệp sản xuất điện và làm tăng chi phí mua điện của EVN, với mức điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện khoảng 3% chúng tôi đánh giá EVN sẽ phải đối mặt với khó khăn về tình hình tài chính trong thời gian tới, qua đó ảnh hưởng đến dòng tiền của các doanh nghiệp sản xuất điện.

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	8.224	8.252	7.763	6.004	7.688
Các khoản đầu tư ngắn hạn	531	1.650	1.650	1.650	1.650
Các khoản phải thu	5.799	12.538	8.595	10.846	17.770
Hàng tồn kho	1.838	2.086	1.927	2.390	3.541
Tài sản ngắn hạn khác	2.028	400	938	1.431	1.499
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>18.420</b>	<b>24.925</b>	<b>20.873</b>	<b>22.321</b>	<b>32.148</b>
Tài sản cố định	32.274	30.091	42.734	59.929	57.120
Các khoản đầu tư dài hạn	828	878	878	878	878
Tài sản dài hạn khác	1.455	950	1.260	1.515	2.050
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>34.557</b>	<b>31.918</b>	<b>44.871</b>	<b>62.321</b>	<b>60.047</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>52.977</b>	<b>56.843</b>	<b>65.744</b>	<b>84.642</b>	<b>92.195</b>
Các khoản phải trả	7.240	7.346	6.629	8.699	12.519
Vay nợ ngắn hạn	4.769	5.635	6.191	7.024	7.024
Nợ ngắn hạn khác	4.803	5.344	5.095	6.227	9.216
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>16.811</b>	<b>18.326</b>	<b>17.915</b>	<b>21.950</b>	<b>28.759</b>
Vay nợ dài hạn	3.689	3.382	12.451	25.686	23.921
Nợ dài hạn khác	1.351	1.854	1.411	1.879	2.848
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>5.040</b>	<b>5.236</b>	<b>13.861</b>	<b>27.565</b>	<b>26.769</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>21.852</b>	<b>23.562</b>	<b>31.776</b>	<b>49.516</b>	<b>55.528</b>
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	23.418	23.418	23.418	23.418	23.418
Lợi nhuận chưa phân phối	5.219	7.098	7.785	8.943	10.484
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Vốn khác	-	-	-	-	-
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>28.638</b>	<b>30.516</b>	<b>31.203</b>	<b>32.362</b>	<b>33.902</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.488	2.765	2.765	2.765	2.765
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>52.977</b>	<b>56.843</b>	<b>65.744</b>	<b>84.642</b>	<b>92.195</b>

<b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>24.561</b>	<b>28.224</b>	<b>27.954</b>	<b>32.942</b>	<b>49.318</b>
GVHB	(22.021)	(24.498)	(25.782)	(29.479)	(44.021)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.540</b>	<b>3.726</b>	<b>2.173</b>	<b>3.463</b>	<b>5.297</b>
Chi phí bán hàng	(9)	0	(15)	(10)	(14)
Chi phí QLDN	(131)	(868)	(704)	(673)	(1.255)
<b>EBIT</b>	<b>2.400</b>	<b>2.859</b>	<b>1.454</b>	<b>2.780</b>	<b>4.029</b>
Doanh thu tài chính	690	435	389	331	326
Chi phí tài chính	(653)	(636)	(649)	(785)	(1.313)
Lợi nhuận khác	(120)	44	125	(46)	(12)
LN liên kết liên doanh	22	53	53	53	53
<b>LNTT</b>	<b>2.339</b>	<b>2.754</b>	<b>1.372</b>	<b>2.333</b>	<b>3.082</b>
Chi phí thuế TNDN	(287)	(256)	(133)	(243)	(302)
<b>LNST</b>	<b>2.052</b>	<b>2.498</b>	<b>1.240</b>	<b>2.090</b>	<b>2.780</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(254)	(492)	(244)	(412)	(548)
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>1.799</b>	<b>2.006</b>	<b>996</b>	<b>1.678</b>	<b>2.233</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	855	1.033	506	861	1.138
<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	5.147	3.156	5.681	4.692	4.108
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	563	(3.374)	(15.545)	(20.101)	(101)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(4.555)	245	9.375	13.649	(2.323)
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>1.154</b>	<b>28</b>	<b>(488)</b>	<b>(1.760)</b>	<b>1.685</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	7.070	8.224	8.252	7.763	6.004
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>8.224</b>	<b>8.252</b>	<b>7.763</b>	<b>6.004</b>	<b>7.688</b>
ROE	7%	8%	4%	6%	8%
ROA	4%	5%	2%	3%	3%

# ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Bùi Võ Thế Vinh**

Chuyên viên phân tích

bvtvinh@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<http://www.vcbs.com.vn>