

Tổng Công ty điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW) [MUA +18.6%]

Báo cáo công ty
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Nhóm ngành ICB cấp 3	Điện
Ngày thực hiện báo cáo	11/03/2025
Thị giá	12,300
Giá mục tiêu	14,591
Tiềm năng tăng giá	+18.6%
Cổ tức	
Tổng lợi nhuận	+18.6%

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2023	2024	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	28,329	20,180	27,548
Tăng trưởng (% y/y)		-28.7%	+36.5%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	1,283	1,347	1,466
Tăng trưởng (% y/y)		+5%	+8%
EPS	443	535	577
Tổng tài sản (tỷ đồng)	70,362	81,281	93,937
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	34,120	34,607	35,225

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Vốn hóa	28,219
Sở hữu nước ngoài	3.65%
Thanh khoản TB 10 phiên	5,377,060
Số lượng cổ phiếu niêm yết	2,341,871,600
Beta	1.27

SO SÁNH NHÓM NGÀNH

	POW
P/B	0.82
ROA 2024 (%)	3.9%
ROE 2024 (%)	1.7%

Nguồn: Vietstock, Asean Research

Giới thiệu công ty

Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV- Power), được thành lập vào năm 2007. Là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phát triển điện tại Việt Nam. Hiện tại doanh nghiệp đang vận hành 6 nhà máy với tổng công suất khoảng 6,000 MW tương đương sản lượng bình quân khoảng 24.4 tỷ kWh.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu POW với giá mục tiêu **14,591 đồng/cổ phiếu (+18.6% so với giá đóng cửa ngày 11/03/2025 là 12,300 đồng/cổ phiếu)** dựa theo phương pháp định giá toàn phần (SOTP)

Luận điểm đầu tư

- **Điện than vẫn là điểm sáng trong năm 2025 do nhu cầu tiêu thụ ở mức cao.** Năm 2025-26, chúng tôi kỳ vọng Vũng Áng 1 sẽ duy trì tỷ lệ huy động sản lượng tối ưu nhờ mức tăng trưởng mạnh mẽ tiêu thụ điện toàn quốc dự báo đạt 9.3% giai đoạn 2025-30. Đáng chú ý, khu vực phía Bắc liên tục có mức tăng trưởng phụ tải cao nhất cả nước (>10%), trong khi tốc độ đầu tư công suất mới tại khu vực này tương đối chậm.
- **Điểm sáng từ điện khí sau khi dự án Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành** Trong năm 2025-2026, POW dự kiến triển khai dự án Nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 (NT 3&4) có tổng công suất đạt 1,642 MW, với sản lượng điện bình quân đạt khoảng 9 tỷ kWh/năm. Sau khi NT 3&4 đi vào vận hành sẽ giúp cho tổng công suất điện khí của POW nâng lên mức 4,342 MW (chiếm 54% cơ cấu nguồn điện khí trên toàn quốc).
- **Thủy điện tiếp tục duy trì trong đầu năm 2025.** Theo dự báo từ IRI, La Nina sẽ kết thúc trong quý 1 năm 2025 sau đó chuyển qua pha trung tính. Thêm vào đó tỷ lệ mực nước thượng lưu/mực nước chết tại các đập thủy điện lớn đang hồi phục mạnh. Do đó chúng tôi cho rằng, thủy điện sẽ được hưởng lợi trong hết quý 1 năm 2025 sau đó ổn định trong cả năm 2025

Biểu đồ giá POW


Nguồn: Asean Research

Mở tài khoản chứng khoán tại đây



Phạm Thanh Long
long.pt@ASEANSC.com.vn



TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam được thành lập từ năm 2007, là doanh nghiệp gốc nhà nước trực thuộc tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN – Sở hữu 79.9% cổ phần của POW). Năm 2019, doanh nghiệp chính thức được giao dịch trên sàn HSX.

Lĩnh vực hoạt động và cơ cấu doanh thu

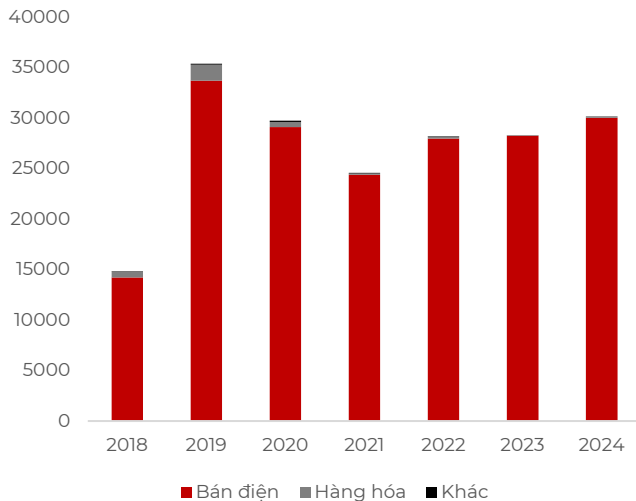
POW hiện đang hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh điện năng. Tổng công suất các nhà máy đạt gần 4,300 MW tương đương sản lượng điện bình quân khoảng 24.4 tỷ kWh. Doanh thu của POW đa phần đến từ doanh thu bán điện (chiếm gần 100% cơ cấu doanh thu toàn doanh nghiệp)

Cơ cấu tổ chức và cơ cấu cổ đông

Tính đến năm 2024:

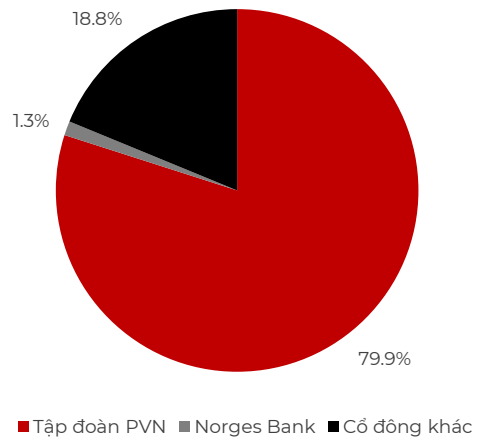
- POW hiện tại đang sở hữu 5 công ty con và 3 công ty liên kết trải dài từ Bắc đến Nam.
- Cổ đông lớn nhất của POW chủ yếu đến từ Tập đoàn Dầu khí Việt Nam chiếm 79.9%.

Cơ cấu doanh thu của POW



Nguồn: POW

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: POW

Danh mục nhà máy của POW

Tên nhà máy	Loại hình	Vị trí đặt	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian vận hành	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Sản lượng điện bình quân (triệu kWh)
Dự án đang triển khai							
Nhà máy điện Cà Mau 1&2	Điện khí	Cà Mau	100%	2008	12,724	1,500	9,000
Nhà máy điện Nhơn Trạch 1	Điện khí	Đồng Nai	100%	2009	6,344	450	2,500
Nhà máy điện Nhơn Trạch 2	Điện khí	Đồng Nai	59.37%	2011	11,355	750	4,500
Nhà máy điện Vũng Áng 1	Điện than	Hà Tĩnh	100%	2015	33,651	1,200	7,200

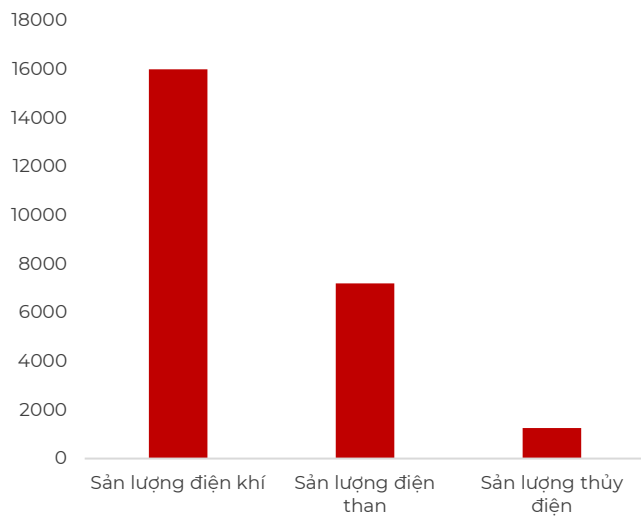
Nhà máy điện Hòa Na	Thủy điện	Nghệ An	80.72%	2013	7,092	180	717
Nhà máy điện Đak Đrinh	Thủy điện	Quảng Ngãi	95.72%	2014	5,921	125	541
Tổng						4,205	24,458

Dự án chuẩn bị triển khai

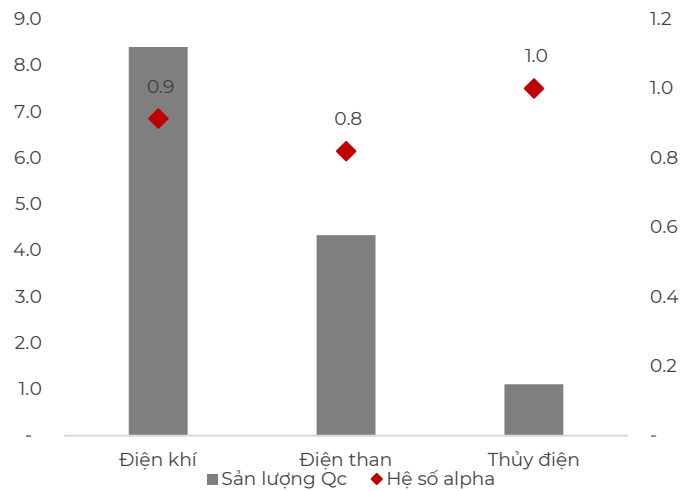
Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4	Điện khí	Đồng Nai	100%	2025-2026	32,486	1,642	9,000
Tổng						1,642	9,000

Nguồn: POW

Sản lượng điện bình quân



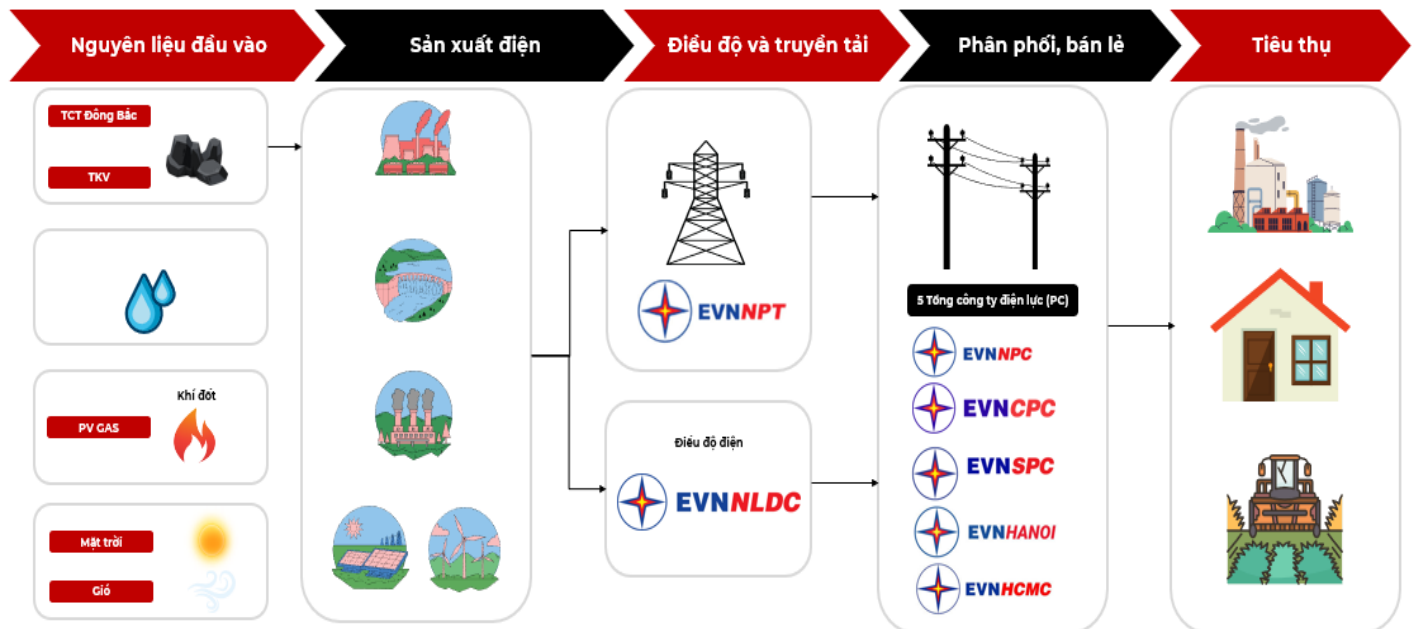
Sản lượng hợp đồng của POW



Nguồn: POW

Nguồn: POW

CHUỖ GIÁ TRỊ NGÀNH ĐIỆN

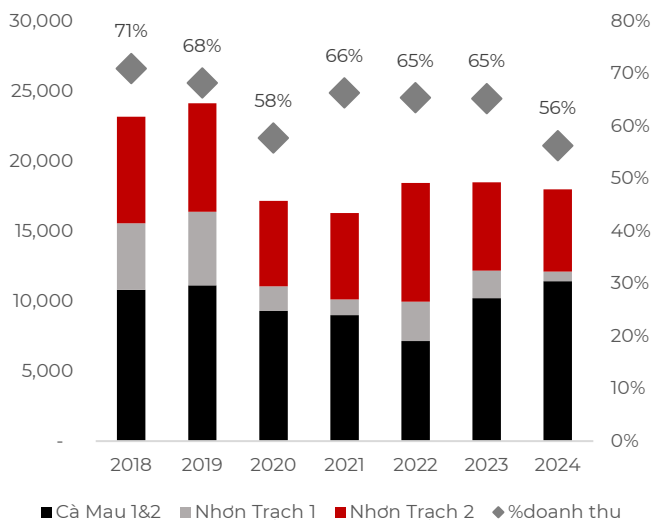


HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỐT LÕI

Điện khí bị suy giảm do ảnh hưởng từ thiếu hụt nguyên liệu đầu vào

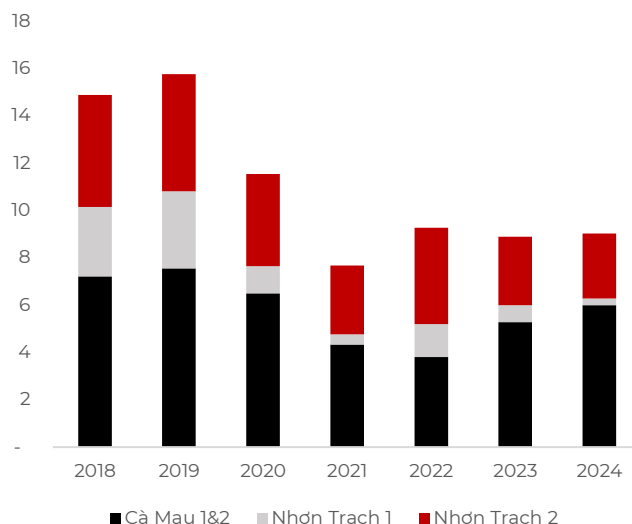
Trong giai đoạn 2018-2019, doanh thu từ mảng điện khí luôn chiếm khoảng 72% cơ cấu doanh thu của POW. Tuy nhiên đến giai đoạn 2020-nay, doanh thu từ mảng điện khí bị suy giảm mạnh (chỉ chiếm khoảng 60% cơ cấu doanh thu) do sản lượng điện hàng năm bị suy giảm vì chịu ảnh hưởng bởi các lịch đại tu nhà máy và sản lượng khí bị suy giảm (điển hình như nhà máy điện khí Nhơn Trạch 1).

Doanh thu mảng điện khí trong năm 2024 đi ngang so giai đoạn 2022-2023



Nguồn: POW

Sản lượng điện hàng năm suy giảm do ảnh hưởng từ hoạt động đại tu và thiếu hụt nguồn khí đầu vào



Nguồn: POW

Triển vọng từ điện khí LNG 3&4

Trong năm 2025-2026, POW dự kiến triển khai dự án Nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 (NT 3&4) có tổng công suất đạt 1,642 MW, với sản lượng điện bình quân đạt khoảng 9 tỷ kWh/năm.

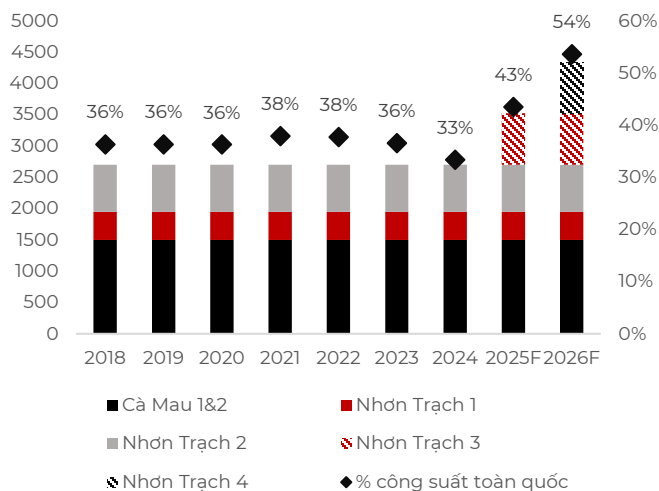
Sau khi NT 3&4 đi vào vận hành sẽ giúp cho tổng công suất điện khí của POW nâng lên mức 4,342 MW (chiếm 54% cơ cấu nguồn điện khí trên toàn quốc).

Hình ảnh thực tế dự án NT 3&4



Nguồn: POW

Công suất mới của POW



Nguồn: POW

Tiến độ của dự án NT3&4

Tiến độ dự án NT3&4	Chi tiết
Tình hình thuê đất	POW hiện không còn vướng mắc đáng kể nào liên quan đến việc thuê đất
Dự án truyền tải điện	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Đường dây 200 kV Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 – rẽ Mỹ Xuân – Cát Lái (bị trì hoãn do vấn đề giải phóng mặt bằng, dự kiến hoàn thành trong quý 3/2025). ✓ Đường dây 200 kV Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 – Trạm biến áp 500 kV Long Thành (dự kiến hoàn thành trong Quý 4/2025) ✓ Dự án đường dây 500 kV Nhà máy điện Nhơn Trạch 4 – rẽ Phú Mỹ - Nhà Bè (dự kiến hoàn thành trong cuối năm 2024).
Hợp đồng kỹ thuật, mua sắm và xây dựng (EPC)	Tiến độ EPC đạt 95% (tính đến hết tháng 12/2024)
Hợp đồng mua bán điện (PPA)	4/10/2024, POW chính thức ký hợp đồng mua bán điện với Công ty Mua bán điện (EPTC), cam kết tối thiểu 35% tỷ lệ Qc cho dự án . Tuy nhiên, tỷ lệ Qc dài hạn vẫn chưa được xác định.
Hợp đồng bán khí (GSA)	PV Power và Ban QLDA Điện đang xem xét dự thảo Hợp đồng khung (HOA) với PV Gas để hai bên ký kết, làm cơ sở cho PV Gas chuẩn bị thu xếp nguồn cung LNG cho Dự án.
Hợp đồng vay vốn	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Sumitomo Mitsui Corporation: khoảng 200 triệu USD ✓ Citibank và INC: 821.5 triệu USD (bao gồm khoản vay ngắn hạn và dài hạn). ✓ VCB: khoảng 4,000 tỷ đồng

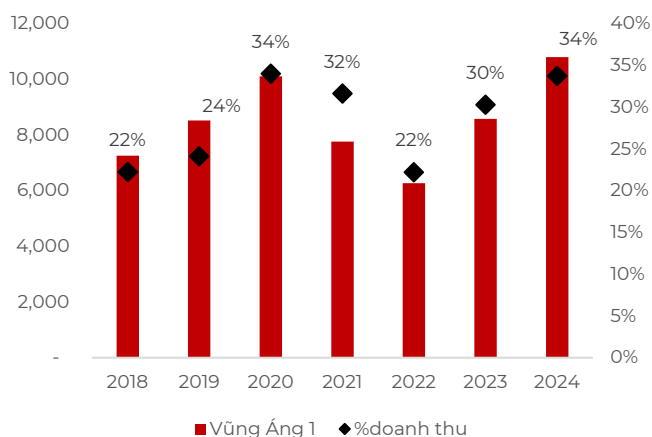
Nguồn: POW

Điện than, đóng góp doanh thu bền vững cho POW sau khi hoàn thành đại tu

Doanh thu bán điện từ điện than của POW thường chiếm khoảng 30% với hiệu suất vận hành khoảng 70%. Tuy nhiên trong giai đoạn 2020-2021, tổ máy số 1 của Nhà máy điện Vũng Áng 1 gặp sự cố khiến cho sản lượng điện than của POW bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Sau gần 2 năm đại tu, tổ máy số 1 của POW đã đi vào vận hành từ tháng 8 năm 2023, điều này khiến cho sản lượng của nhà máy điện than hồi phục mạnh trong năm 2024.

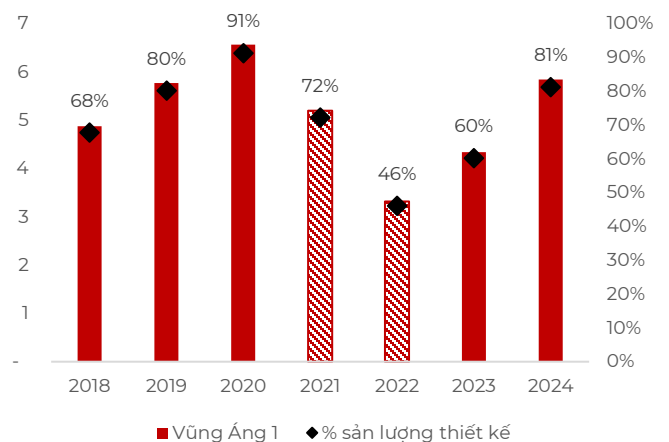
Chúng tôi cho rằng, sản lượng điện than của POW trong tương lai sẽ tiếp tục đóng góp doanh thu ổn định cho doanh nghiệp trong bối cảnh điện than tiếp tục là đầu tàu dẫn dắt toàn ngành điện.

Doanh thu điện than hồi phục do nhà máy hết đại tu



Nguồn: POW

Sản lượng điện than của POW



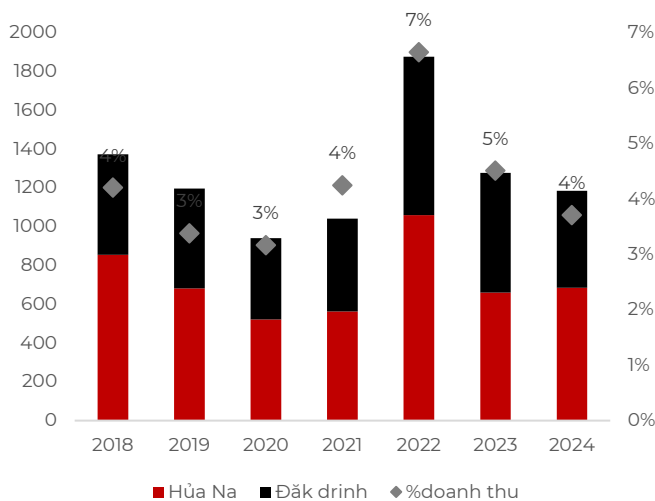
Nguồn: POW

Thủy điện được đặt tại vị trí thuận lợi

Doanh thu bán điện từ thủy điện của POW chiếm khoảng 3-6% doanh thu bán điện toàn doanh nghiệp. Sản lượng thủy điện của doanh nghiệp luôn ở mức cao (khoảng 85-90% công suất thiết kế) do vị trí đặt của các nhà máy được đặt tại khu vực miền Trung, nơi có lượng mưa lớn nhất cả nước.

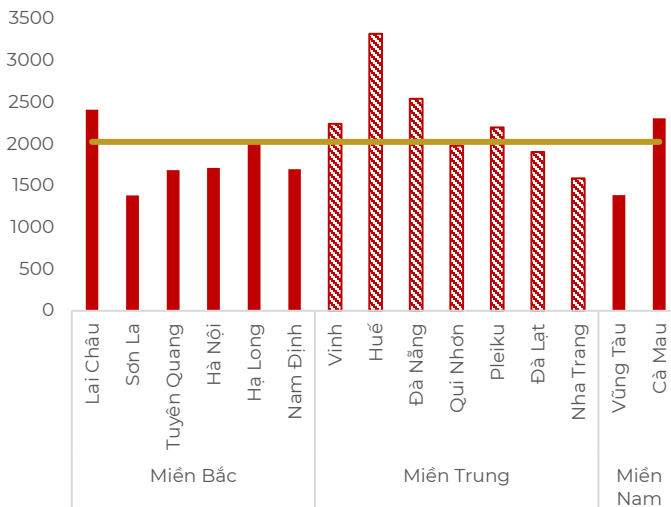
Với vị trí thuận lợi khiến cho sản lượng thủy điện của POW ít bị ảnh hưởng bởi hiện tượng El Nino (hiện tượng khô hạn), điển hình như năm 2018-2023

Doanh thu thủy điện của POW



Nguồn: POW

Vị trí miền trung luôn có lượng mưa bình quân lớn so với các khu vực khác



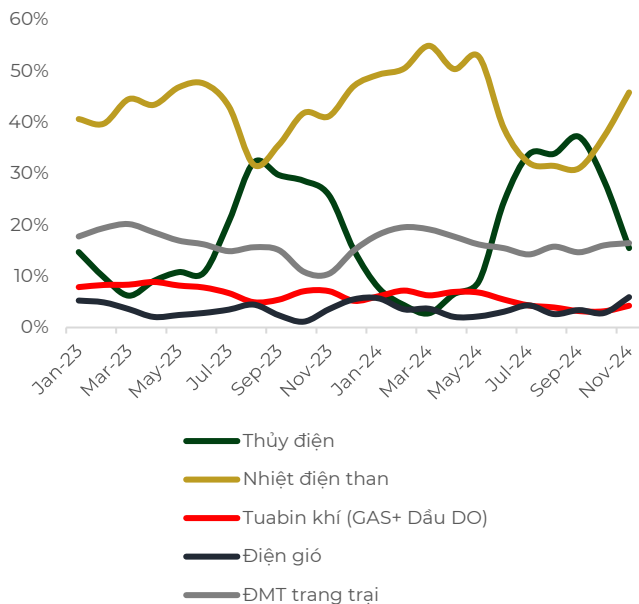
Nguồn: POW

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Điện than vẫn là điểm sáng trong năm 2025 do nhu cầu tiêu thụ ở mức cao

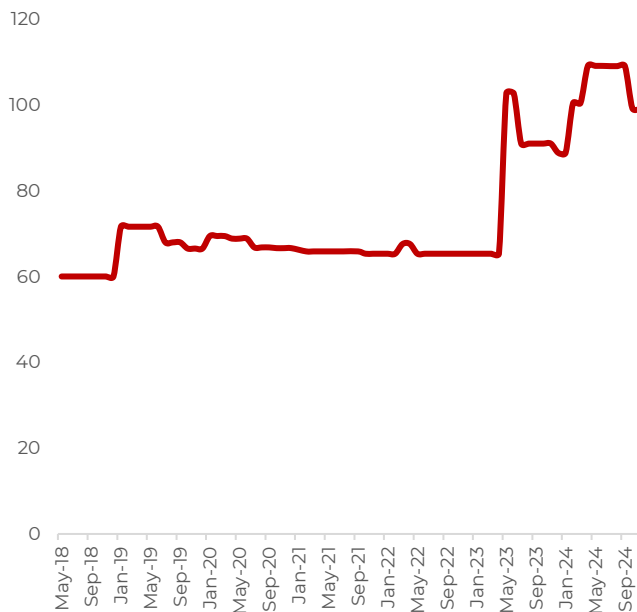
Năm 2025-26, chúng tôi kỳ vọng Vững Áng 1 sẽ duy trì tỷ lệ huy động sản lượng tối ưu nhờ mức tăng trưởng mạnh mẽ tiêu thụ điện toàn quốc dự báo đạt 9.3% giai đoạn 2025-30. Đáng chú ý, khu vực phía Bắc liên tục có mức tăng trưởng phụ tải cao nhất cả nước (>10%), trong khi tốc độ đầu tư công suất mới tại khu vực này tương đối chậm

Phụ tải huy điện từ điện than tăng trong đầu năm



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

Giá than trọn vẫn ở mức cao



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

Điểm sáng từ điện khí sau khí dự án Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành

Trong năm 2025-2026, POW dự kiến triển khai dự án Nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 (NT 3&4) có tổng công suất đạt 1,642 MW, với sản lượng điện bình quân đạt khoảng 9 tỷ kWh/năm.

Sau khi NT 3&4 đi vào vận hành sẽ giúp cho tổng công suất điện khí của POW nâng lên mức 4,342 MW (chiếm 54% cơ cấu nguồn điện khí trên toàn quốc).

Giá LNG tương đối hấp dẫn

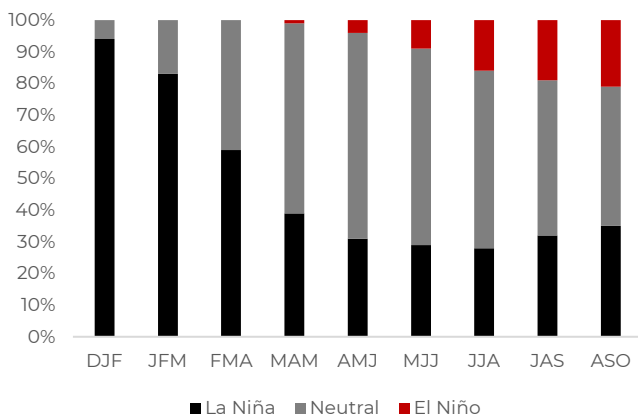


Nguồn: Bloomberg

Thủy điện tiếp tục duy trì trong đầu năm 2025

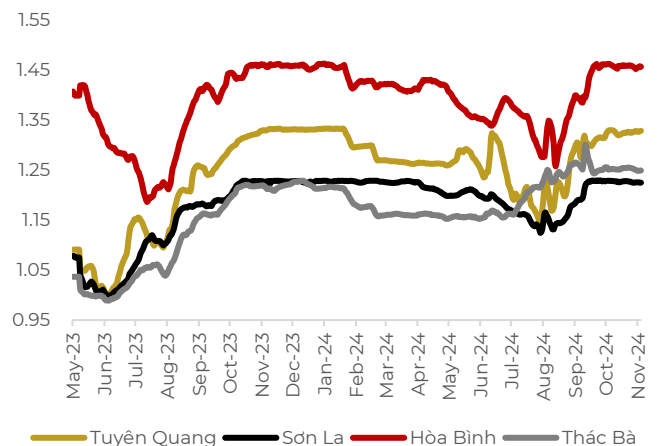
Theo dự báo từ IRI, La Nina sẽ kết thúc trong quý 1 năm 2025 sau đó chuyển qua pha trung tính. Thêm vào đó tỷ lệ mực nước thượng lưu/mực nước chết tại các đập thủy điện lớn đang hồi phục mạnh. Do đó chúng tôi cho rằng, thủy điện sẽ được hưởng lợi trong hết quý 1 năm 2025 sau đó ổn định trong cả năm 2025

Dự báo La Nina



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

Tỷ lệ mực nước thượng lưu/mực nước chết hồi phục



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

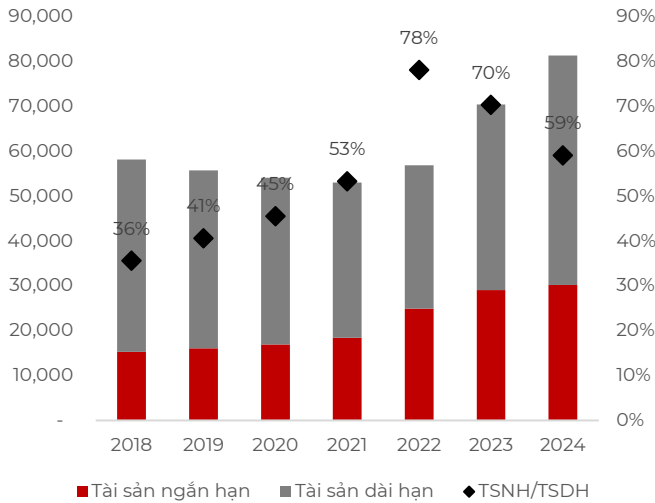
PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Nhìn chung, cơ cấu tài sản của POW chủ yếu tập trung tại tài sản dài hạn (đa phần đến từ các dự án nhà máy điện).

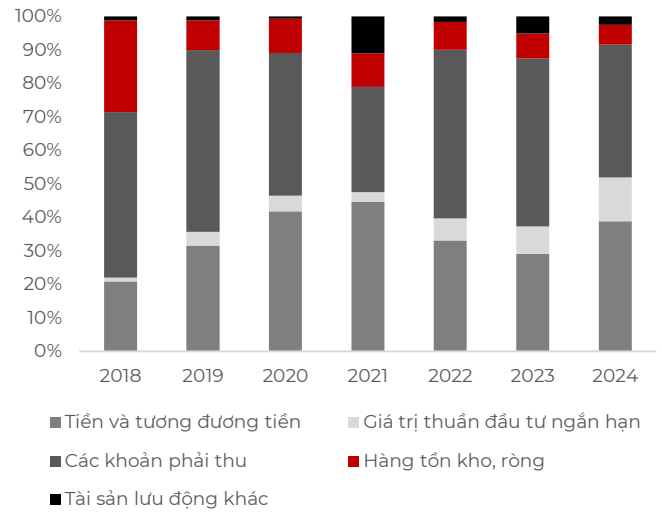
Đối với cơ cấu tài sản ngắn hạn của POW đa phần đến từ các khoản tiền mặt và phải thu khách hàng (chiếm 78% trong năm 2024). Trong đó:

Các khoản phải thu khách hàng của POW chủ yếu đến từ các khoản phải thu tiền bán điện cho EVN.

Tài sản của POW chủ yếu đến từ tài sản dài hạn do đa phần đến từ các dự án nhà máy điện



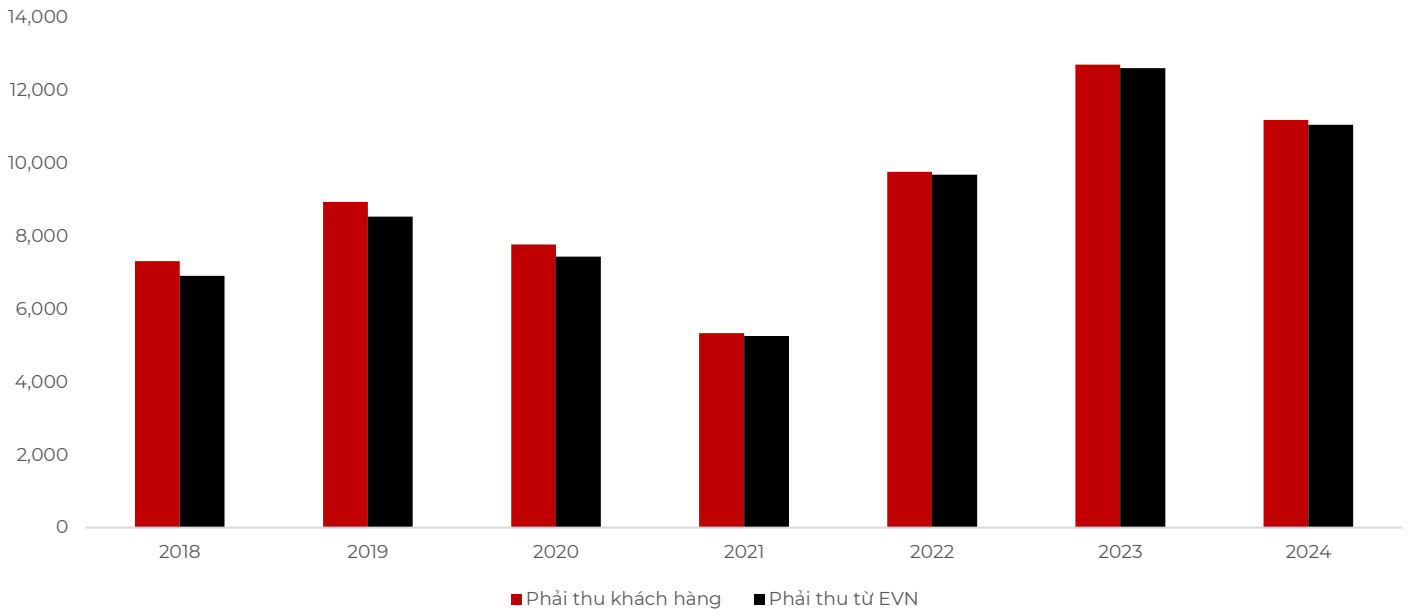
Tài sản ngắn hạn của POW chủ yếu đến từ các khoản phải thu và tiền mặt



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

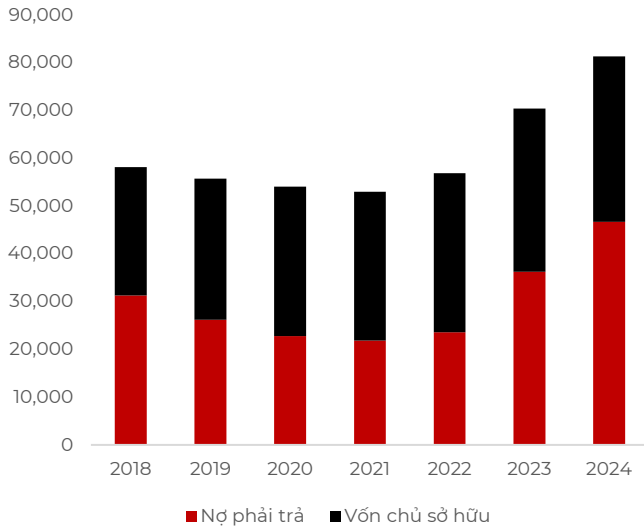
Tài sản ngắn hạn của POW chủ yếu đến từ các khoản phải thu của EVN (đa phần là tiền bán điện)



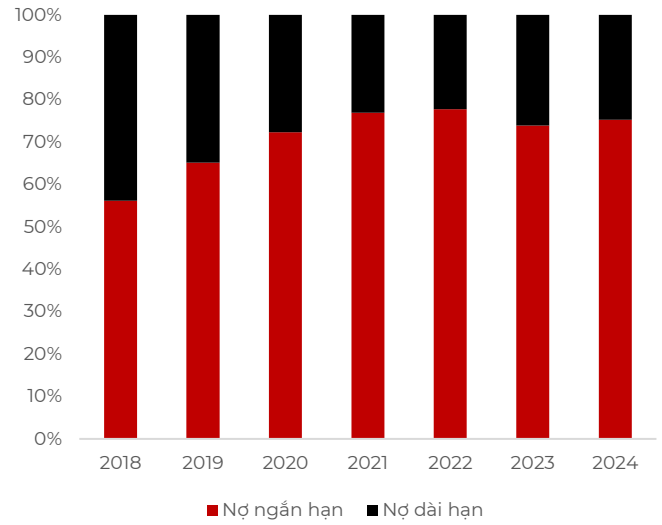
Nguồn: POW

Nhìn chung cơ cấu vốn của POW tương đối lành mạnh trong giai đoạn 2018-nay. Trong năm 2024, nợ phải trả của POW đạt mức 35,134 tỷ đồng (+31.2% yoy), nguyên nhân đến từ tăng các khoản vay ngắn hạn của POW khoảng 145% so với cùng kỳ.

Cơ cấu nợ có dấu hiệu tăng trong năm 2024...



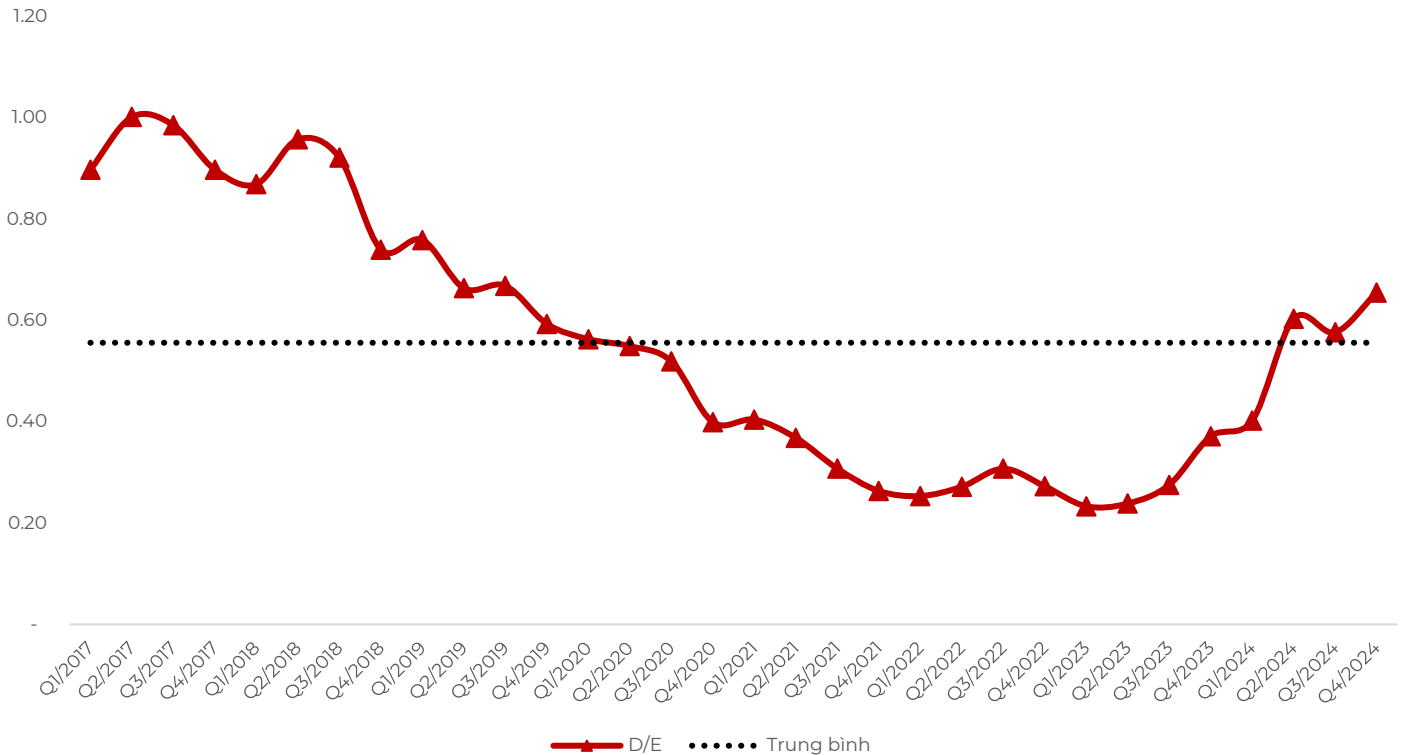
... Tập trung chủ yếu tại nợ ngắn hạn



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

D/E bắt đầu có xu hướng tăng bắt đầu từ Quý 3 năm 2024 do doanh nghiệp gia tăng vay ngắn hạn để bổ xung vốn lưu động tuy nhiên vẫn ở ngưỡng thấp hơn 1



Nguồn: POW

Lãi suất chiết khấu

Chỉ tiêu	2024F
Rf	3.07%
ERP	10.77%
Beta	1.27
WACC	10.49%

Nguồn: Asean Reseach

Tổng hợp phương pháp

SOTP	100%	14,591
Giá cổ phiếu		12,300
Tổng mức sinh lời		+18.62%

Nguồn: Asean Reseach

ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POW, giá mục tiêu 14,591 (+18.62% so với giá đóng cửa ngày 11/03/2025) dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP)

Tóm tắt định giá

Định giá theo phương pháp SOTP	Phương pháp	Giá trị đóng góp cho POW
Điện khí	DCF	12,198
Điện than	DCF	17,581
Thủy điện	DCF	5,996
Giá trị doanh nghiệp		35,775
Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn		10,710
Đầu tư tài chính dài hạn		960
Vay Nợ		13,274
Giá trị vốn chủ sở hữu		34,170
Số cổ phiếu (triệu)		2,341
Giá trị cổ phiếu		14,591
Giá hiện tại (06/03/2024)		12,300
Tổng mức sinh lời		+18.62%

Nguồn: Asean Reseach

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +10%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-10%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -10%.
KHÔNG XÉP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính CTCP Chứng khoán ASEAN (ASEANSC), ASEANSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của ASEANSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. ASEANSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. 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 ASEANSC và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của ASEANSC. Khi sử dụng các nội dung đã được ASEANSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN ASEAN (ASEANSC)- www.ASEANSC.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 4, 5, 6, 7 số 3 Đặng Thái Thân, Phường Phan Chu Trinh, quận Hoàn Kiếm, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 6275 8688

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, số 77-79 Phó Đức Chính, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 3933 0308