

PV POWER (POW)

Biên lợi nhuận gộp gặp nhiều thách thức

- LNST giảm đến 47% n/n trong 4Q24
- 1Q25F – Còn nhiều thách thức
- Duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ**

Thực tế: LNST giảm đến 47% n/n trong 4Q24

Trong 4Q24, POW ghi nhận doanh thu đạt 8,493 tỷ đồng, tăng 32% n/n (biểu đồ 1). Động lực tăng trưởng đến từ tổng sản lượng ghi nhận mức 4,556 triệu kWh (+22% n/n), cụ thể hoạt động các nhà máy:

- Nhóm thủy điện:** Ghi nhận đạt 391 triệu kWh, +4% n/n (biểu đồ 2). Trong đó, đóng góp đáng kể đến từ thủy điện Hòa Na và Đăk Đrinh với tổng doanh thu đạt 361 tỷ đồng, tăng 18% n/n (biểu đồ 1).
- Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng:** Sản lượng ghi nhận tăng 21% n/n, đạt mức 1,577 triệu kWh (biểu đồ 2), dẫn đến doanh thu ghi nhận 2,972 tỷ đồng, tăng 31% n/n. Do EVN ưu tiên huy động các nguồn điện ổn định thay thế như nhiệt điện than khi lượng nước tại các hồ thủy điện trong 4Q24 đang duy trì ở mức thấp (biểu đồ 5).
- Nhóm nhiệt điện khí:** Sản lượng ghi nhận giảm mạnh 68% n/n, đạt mức 2,588 triệu kWh (biểu đồ 2), nhờ A0 gia tăng huy động các nhà máy nhiệt điện khí để duy trì tính ổn định của hệ thống, khi BOT Phú Mỹ 3 hết hợp đồng; và Phú Mỹ 1 và Phú Mỹ 2.2 (mở rộng) đi vào thời kỳ bảo dưỡng sửa chữa. Do đó, doanh thu nhóm nhiệt điện khí tăng lên 4,962 tỷ đồng, +31% n/n.

Mặc dù tích cực về doanh thu, tuy nhiên LNG chỉ ghi nhận 540 tỷ đồng (-26% n/n, biểu đồ 3), do biên gộp giảm còn 6.4% (-5đpnt n/n). Nguyên nhân chủ yếu đến từ: (1) Hệ số alpha (Qc) giảm từ 80% xuống 70% trong năm 2024 (biểu đồ 8), dẫn đến lợi nhuận trên thị trường Cfd suy giảm; và (2) hiệu suất hoạt động kém hiệu quả của hai nhà máy NT1 và NT2, đã ảnh hưởng đáng kể đến LNST của POW.

Bên cạnh, (3) chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh lên 394 tỷ đồng (+33% n/n); (4) doanh thu tài chính sụt giảm 100% n/n xuống còn 0.26 tỷ đồng. Tuy vậy, nhờ vào (5) khoản thu nhập khác 413 tỷ đồng từ khoản bồi thường nhà máy Vũng Áng đã phần nào giảm bớt áp lực lên đà suy giảm lợi nhuận. Kết quả, LNST ghi nhận 234 tỷ đồng (-47% n/n).

Bảng 1. Báo cáo KQKD của POW trong 4Q24

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	q/q	n/n
Doanh thu	6,412	6,243	9,382	6,061	8,493	40	32.4
LNHĐ	429	207	439	542	(164)	(130)	(138)
Biên LNHĐ (%)	6.7	3.3	4.7	8.9	1.9	(7.0)	(4.8)
LNTT	448	278	442	547	250	(54)	(44)
LNST	446	216	441	453	235	(48)	(47)

Nguồn: Dữ liệu Công ty, KIS Research

VUI LÒNG THAM KHẢO NGUYÊN TẮC KHUYẾN NGHỊ, THÔNG TIN CÔNG KHAI VÀ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM Ở CUỐI BÁO CÁO

Khuyến nghị **NĂM GIỮ** (Duy trì)

Giá mục tiêu

Lợi nhuận

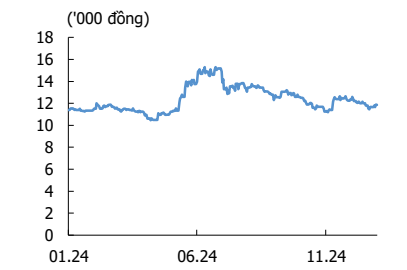
Thống kê

VNIIndex (16/01, điểm)	1,242
Giá cp (16/01, đồng)	11,850
Vốn hóa (tỷ đồng)	27,751
SLCP lưu hành (triệu)	2,342
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	15,300/10,450
GTGDĐT 6T (tỷ đồng)	84
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	20.1/3.7
Cổ đông lớn (%)	
PVN	79.74
Quý PYN Elite	2.51

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(4.4)	(20.5)	3.0
Tương đối với VNI (%p)	(2.9)	(18.3)	(5.8)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Ưu và nhược điểm: 1Q25F – Còn nhiều thử thách

Trong 1Q25F, chúng tôi kỳ vọng sản lượng của POW sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh, với mức tăng 20% n/n dựa trên kế hoạch của EVN trong năm 2025.

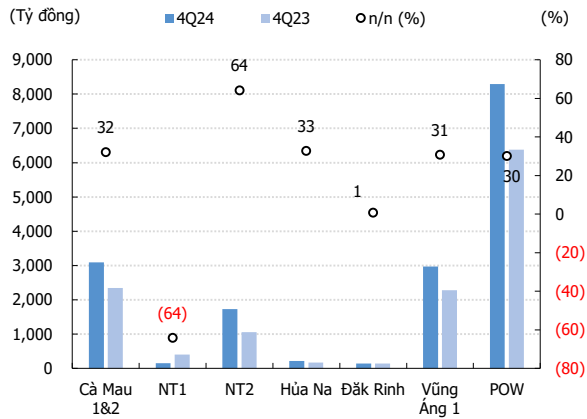
Tuy nhiên, LNST có thể ghi nhận kết quả kém khả quan. Mặc dù, theo dự báo của chúng tôi, lợi nhuận của nhóm thủy điện và nhiệt điện khí có thể cải thiện trong 1Q25F so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, Vũng Áng 1 – nhà máy nhiệt điện than hoạt động hiệu quả nhất của POW – có thể chịu áp lực đáng kể do giá CAN giảm mạnh (-85% n/n, biểu đồ 7). Đây là yếu tố chính gây bất lợi lên triển vọng tăng trưởng của POW trong 1Q25F. Cụ thể:

- *Nhóm thủy điện:* Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện của POW sẽ cải thiện nhẹ nhờ chu kỳ La Niña kỳ vọng kéo dài sang 1Q25F. Bên cạnh đó, chúng tôi tin tưởng rằng mức tăng trưởng sản lượng này có thể bù đắp cho sự giảm sút của giá FMP trong 1Q25F (-6% n/n, biểu đồ 7). Trên cơ sở này, chúng tôi kỳ vọng biên và LNG của các nhà máy thủy điện sẽ ghi nhận tăng trưởng trong năm 2025.
- *Nhóm nhiệt điện khí:* Dựa trên dữ liệu huy động của EVN (phương án 1A), để đảm bảo nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến tăng 11% n/n trong năm 2025F. Do đó, chúng tôi tin tưởng rằng sản lượng nhiệt điện khí của POW có thể tăng trưởng 36% n/n. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng của giá SMP nhanh hơn giá khí tự nhiên, như đã phân tích trên. Những lợi thế này có thể bù đắp hoàn toàn cho sự sụt giảm mạnh của giá CAN, hỗ trợ biên và LNG của nhóm nhiệt điện khí sẽ được cải thiện trong 1Q25F.
- *Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng :* Chúng tôi nhận thấy triển vọng của nhóm nhiệt điện than có thể cải thiện nhờ sản lượng của Vũng Áng 1 dự kiến tăng 33% n/n, được thúc đẩy bởi hệ số alpha (Qc) tăng từ 70% lên 80% sản lượng hợp đồng (biểu đồ 8) trong năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những lợi thế này khó có thể bù đắp hoàn toàn cho sự sụt giảm mạnh của giá CAN (51 đồng/kWh, -85% n/n, biểu đồ 7) trong 1Q25F.

Hành động: Duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ**

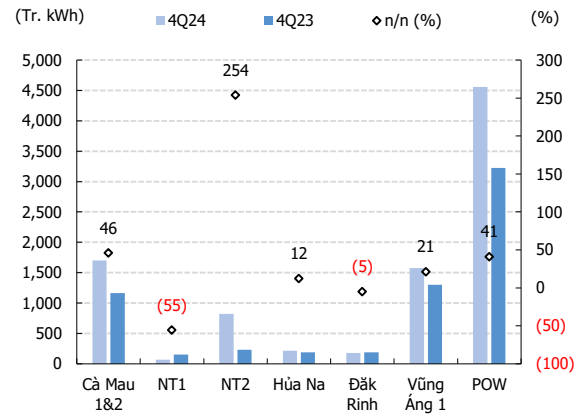
Chúng tôi tin rằng POW có triển vọng tích cực trong trung và dài hạn. Ngoài ra, POW đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì sự ổn định của hệ thống. Tuy nhiên, kết quả lợi nhuận kém khả quan trong 1Q25F có thể ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn, và dự án LNG NT3 & NT4 tiềm ẩn rủi ro đáng kể do POW chưa cam kết được mức bao tiêu (QC) phù hợp trong hợp đồng PPA. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ**.

Biểu đồ 1. Doanh thu tăng trưởng đến 30% n/n, đạt 8,493 tỷ đồng



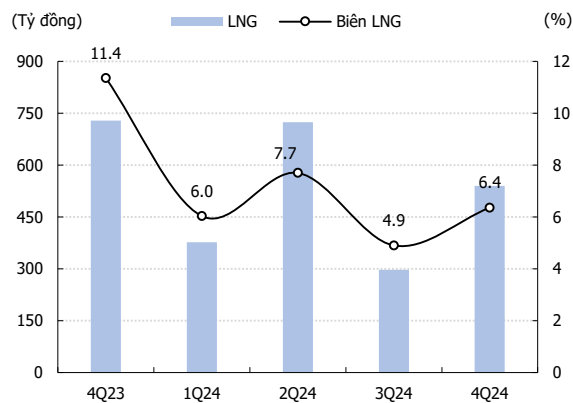
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 2. Sản lượng điện trong 4Q24 đạt 41% n/n, ghi nhận mức 3,214 triệu kWh



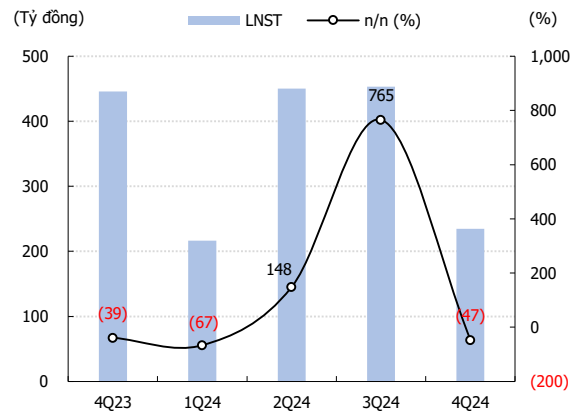
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 3. Biên gộp giảm về mức 6.4%, giảm 5%p n/n



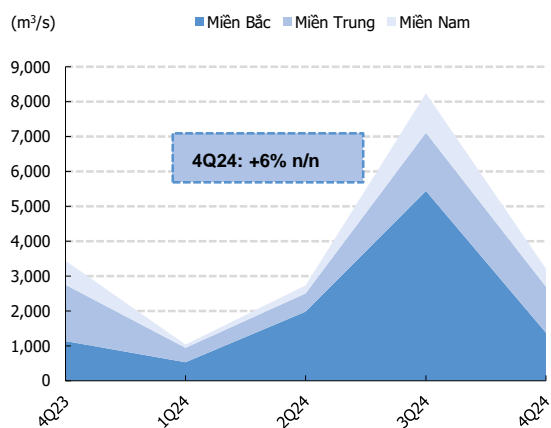
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 4. LNST ghi nhận đạt 234 tỷ đồng, giảm 47% n/n



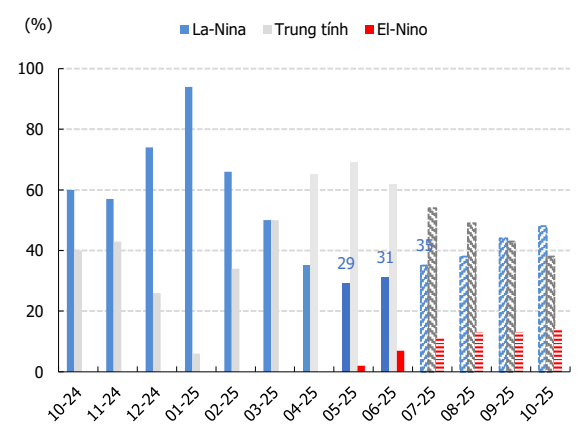
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 5. Lưu lượng nước tại các hồ thủy điện trong 4Q24 vẫn duy trì mức thấp



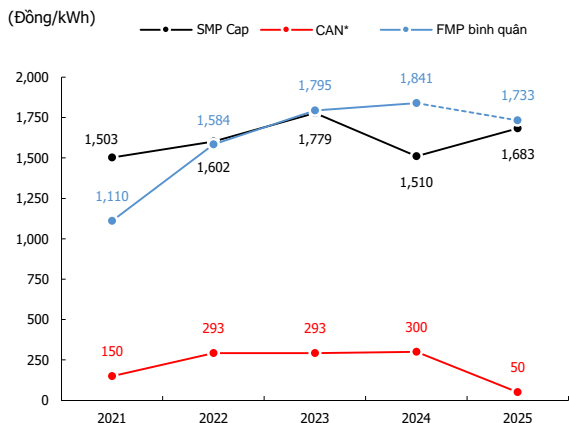
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 6. La-Nina được kỳ vọng sẽ kéo dài đến tháng 3-2025, sau đó chuyển dần sang pha trung tính trong 2H25, xác suất 55%



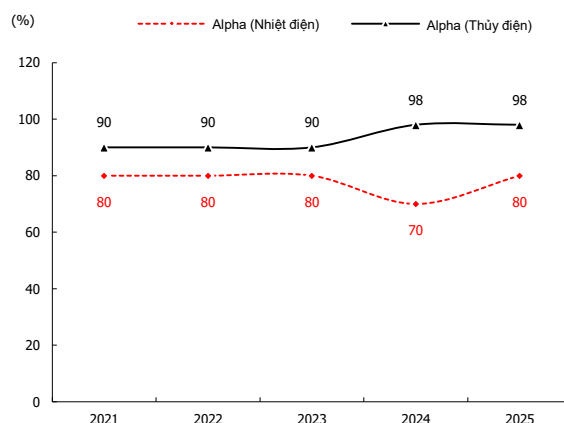
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 7. Giá CAN giảm mạnh trong 2025 (-85% n/n), ảnh hưởng đến giá FMP



Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 8. Hệ số Alpha tác động đến sản lượng các nguồn trong 2025



Nguồn: POW, KIS Research

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) được thành lập năm 2007. Năm 2019, cổ phiếu POW giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). POW đang quản lý vận hành 07 Nhà máy điện với tổng công suất lắp đặt là 4,205 MW, gồm điện khí, than và thủy điện. Tất cả các nhà máy điện của POW đều sử dụng công nghệ tiên tiến và máy móc thiết bị từ các nhà cung cấp hàng đầu thế giới như Siemens, ...

CĐKT	tỷ đồng				
	Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	24,925	29,152	30,171	48,990	52,069
Tiền và tương đương tiền	8,252	8,592	11,720	25,893	26,342
Tài sản dài hạn (đ/c)	12,538	14,641	11,941	15,474	17,553
Tài sản cố định	2,086	2,168	1,795	2,617	3,027
Đầu tư tài chính	16,673	20,560	18,451	23,097	25,728
Khác	29,155	26,401	24,321	54,403	50,183
Tổng tài sản	878	958	766	766	766
Người mua trả trước	4	1	26,023	2,643	3,800
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	81,281	106,802	106,818
Phải trả người bán	7,346	15,950	3	4	5
Khác	5,340	4,810	-	-	-
Nợ vay ngắn hạn	5,635	5,500	17,159	23,736	26,925
Nợ vay dài hạn	3,382	7,179	4,464	6,175	7,004
Tổng nợ và phải trả	23,562	36,181	13,508	15,828	16,172
VCSH	30,516	31,452	9,151	24,048	20,628
Vốn điều lệ	23,419	23,419	46,675	73,096	74,483
Thặng dư	(0)	(0)	31,911	31,011	29,640
Quý khác	3,678	4,074	23,419	23,419	23,419
LN giữ lại	3,420	3,959	(0)	(0)	(0)
Tổng VCSH	2,765	2,714	4,460	4,460	4,460

Lưu chuyển tiền tệ	tỷ đồng				
	Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F
Dòng tiền hoạt động	3,156	3,257	5,589	4,423	2,153
LN ròng	2,809	1,459	2,708	(1,118)	(1,831)
KH và dự phòng	2,809	2,809	2,818	4,218	4,218
Tăng VLD ròng	5,456	5,101	5,422	3,968	3,017
Dòng tiền đầu tư	(3,374)	(6,258)	(22,280)	(7,467)	1,372
Tài sản cố định	(2,600)	(6,054)	(20,685)	(8,514)	12
Đầu tư tài chính	(774)	(204)	(1,594)	1,046	1,360
Dòng tiền tài chính	245	3,321	19,635	17,217	(3,076)
Tăng vốn chủ	-	82	9,770	-	-
Tăng nợ	-	3,604	27,050	2,320	343
Chi trả cổ tức	(199)	(365)	-	-	-
Dòng tiền khác	(0)	21	0	-	-
Tăng tiền mặt	28	340	2,944	14,172	449

KQKD	tỷ đồng				
	Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F
Doanh thu	28,224	27,945	30,180	41,746	47,355
Giá vốn hàng bán	24,498	25,761	28,232	41,162	47,611
Lợi nhuận gộp	3,726	2,183	1,948	584	(255)
Chi phí BH & QLDN	868	779	874	835	947
LN hoạt động	2,859	1,404	1,073	(1,331)	(1,202)
Doanh thu tài chính	445	550	616	1,046	1,360
Thu nhập lãi	319	449	460	978	1,292
Chi phí tài chính	592	680	667	1,915	1,990
Chi phí lãi vay	438	498	382	1,915	1,990
LN khác	44	147	1,684	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	53	38	1	1	1
LNTT	2,809	1,459	2,708	(1,331)	(1,831)
Thuế TNDN	256	129	4	(157)	(366)
LNST	2,553	1,329	2,704	(1,331)	(1,465)
LNST công ty mẹ	2,061	1,075	1,252	(962)	(1,465)
EBITDA	6,061	4,767	5,925	5,015	4,377

Chỉ số tài chính						
	Cuối năm tài chính	2022A	2023F	2024A	2025F	2026F
Dữ liệu trên mỗi CP						
EPS	824	430	500	(384)	(585)	
BPS	13,031	13,430	13,626	13,242	12,656	
DPS	-	-	-	-	-	
Tăng trưởng (%)						
Doanh thu	14.9	(1.0)	8.0	38.3	13.4	
LN hoạt động	19.1	(50.9)	(23.5)	(123.3)	379.9	
LN ròng	24.4	(47.9)	103.4	(135.6)	52.3	
EPS	14.6	(47.8)	16.5	(176.8)	52.3	
EBITDA	19.1	(50.9)	(23.5)	(123.3)	379.9	
Khả năng sinh lợi (%)						
Biên LNHD	10.1	5.0	3.6	(0.6)	(2.5)	
Biên LN ròng	9.0	4.8	9.0	(2.3)	(3.1)	
Biên EBITDA	10.1	5.0	3.6	(0.6)	(2.5)	
ROA	4.6	2.1	3.6	(1.0)	(1.4)	
ROE	7.0	3.5	4.0	(3.1)	(4.8)	
Suất sinh lợi cổ tức	-	-	-	-	-	
Tỷ lệ chi trả cổ tức	28	20	-	-	-	
Đòn bẩy						
Nợ ròng (Tỷ đồng)	765	4,087	10,939	13,984	10,459	
Nợ ròng/VCSH (%)	2	12	32	41	32	
Định giá (x)						
PE	11.1	19.8	10.7	(30.1)	(19.7)	
PB	1.3	0.8	0.9	0.9	1.0	
EV/EBITDA	9.4	22.0	33.3	(142.8)	(29.8)	

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không ký vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 14/02/2025.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 14/02/2025.

Người thực hiện: Phòng Phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.