

Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)

Khả quan (Duy trì)

Điện

Giá hiện tại	VND12.550
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND14.100/VND10.450
Giá mục tiêu	VND14.800
Giá mục tiêu trước đó	VND15.600
Consensus	3,6%
Tiềm năng tăng giá	16,5%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	16,5%

Triển vọng	Trung lập
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Khả quan</a>

Thị giá vốn (tr USD)	1.113,3
GTĐBQ 3 tháng (tr USD)	3,3
Sở hữu NN (tr USD)	504,1
Số CP lưu hành (tr)	2.341,9
Số CP sau pha loãng (tr)	2.341,9

	POW	DN cùng ngành	VNI
P/E trượt	35,9	31,5	14,6
P/B hiện tại	0,9	1,6	1,8
ROA	1,1%	3,1%	2,1%
ROE	2,4%	3,9%	12,0%

\* dữ liệu ngày 29/5/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
POW	18,6%	5,5%	-8,5%
VN-Index	6,0%	2,2%	20,5%

Cơ cấu sở hữu

PVN	79,9%
Khác	20,1%

Tổng quan doanh nghiệp

PVPower là doanh nghiệp sản xuất điện niêm yết lớn thứ hai tại Việt Nam. Với tổng công suất phát điện 4.205 MW, PVPower chiếm 5,4% tổng công suất của cả nước. Điểm mạnh chính của POW nằm ở các nhà máy điện khí tiên tiến với công nghệ hiện đại. Ba nhà máy lớn nhất của POW là Cà Mau 1&2 (điện khí), Vũng Áng 1 (điện than) và Nhơn Trạch 2 (điện khí), chiếm 87% tổng sản lượng.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Việt Minh Tú

Tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

Nhu cầu điện tăng mạnh hỗ trợ triển vọng dài hạn

- Duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 16,5%. Giá mục tiêu giảm 5,1% so với báo cáo trước trong khi giá cổ phiếu tăng 8,0%.
- Giá mục tiêu giảm do chúng tôi hạ EPS giai đoạn 2024-26 và chuyển năm cơ sở sang 2024.
- POW đang giao dịch ở mức P/B 0,9 lần, thấp hơn trung bình các doanh nghiệp cùng ngành là 1,6x. Mức định giá này là hấp dẫn khi xét đến triển vọng tăng trưởng hấp dẫn của POW khi Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động.

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng Q1/24 giảm mạnh 48% svck xuống còn 278 tỷ đồng. Vũng Áng 1 (VA1) và Cà Mau 1&2 (CM1&2) ghi nhận kết quả tốt, tuy nhiên NT2 chỉ được giao sản lượng hạn chế (-86% svck), ảnh hưởng đến kết quả chung.
- Biên LN gộp Q1/24 giảm 3,1% svck xuống 6,0% do các nhà máy điện hoạt động dưới công suất. NT2 ghi nhận khoản lỗ gộp trong Q1/24 là 225 tỷ đồng
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2024 tăng nhẹ 2,8% svck, sau đó tăng tốc 24,4%/54,5% trong 2025-26 khi Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động.

Luận điểm đầu tư

Nhu cầu điện tăng mạnh, Vũng Áng 1 hưởng lợi khi EVN tập trung huy động điện than từ đầu năm

Với nhu cầu điện tăng cao 12% svck trong Q1/24, EVN phải vận hành gần tối đa công suất các nhà máy điện than, trong đó có Vũng Áng 1. Đặc biệt, sự trở lại của tổ máy 1 sau thời gian dài sửa chữa đã đánh dấu cột mốc quan trọng, giúp VA1 sẵn sàng huy động tối đa cả 2 tổ máy để đáp ứng nhu cầu thị trường. Nhờ vậy, sản lượng nhà máy Q1/24 tăng mạnh 77% svck. Chúng tôi kỳ vọng Vũng Áng 1 sẽ là động lực chính thúc đẩy POW trong năm 2024, với sản lượng dự kiến tăng 35,6% svck, đóng góp 37,3% tổng doanh thu và 45,0% LN gộp.

NT2 gặp thách thức trong ngắn hạn do nguồn khí hạn chế

NT2 hiện đối mặt với khó khăn do nguồn cung khí giá rẻ sụt giảm. A0 đã cắt giảm đáng kể sản lượng theo kế hoạch 2024 xuống còn 2,6 tỷ kWh, giảm 61% so với thực hiện 2023. Điều này báo hiệu nhà máy sẽ chỉ nhận huy động hạn chế trong năm 2024. Chúng tôi dự phóng sản lượng của NT2 trong năm 2024 giảm 9,3% so với mức nền thấp năm ngoài và LN gộp chỉ đạt 11 tỷ đồng (-98% svck).

Nhơn Trạch 3&4 sẽ là động lực tăng trưởng trung và dài hạn sau khi thống nhất được hợp đồng mua bán điện (PPA)

Nhà máy điện khí NT3&4 là hai dự án quan trọng của POW với tổng vốn đầu tư 34.000 tỷ đồng. Việc vận hành thương mại của dự án hiện có thể bị chậm trễ do vướng mắc trong việc đàm phán PPA với EVN và tranh chấp thuê đất với Tín Nghĩa. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NT3&4 sẽ đi vào hoạt động từ Q3/24 và Q1/25 thay vì Q1/24 và Q3/24 như trước đây. Chúng tôi kỳ vọng NT3&4 là động lực tăng trưởng trung và dài hạn của POW do tiềm năng nâng tổng công suất của POW lên 36% và đóng góp 16,4%/44,2% vào tổng doanh thu kể từ 2025-26.

Định giá hấp dẫn nhờ triển vọng lợi nhuận của POW và danh mục điện khí

POW đang giao dịch ở mức P/B 0,9 lần, thấp hơn đáng kể so với trung bình các công ty cùng ngành là 1,6x. Mức định giá này hấp dẫn so với triển vọng trong trung và dài hạn của doanh nghiệp cùng danh mục nhà máy điện khí tiên tiến.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	0,4%	15,3%	19,4%	19,4%
Tăng trưởng EPS	(49,6%)	2,8%	24,4%	54,5%
Biên lợi nhuận gộp	9,5%	7,7%	8,3%	9,5%
Biên lợi nhuận ròng	3,7%	3,5%	3,6%	3,7%
P/E (lần)	25,6	24,9	20,0	12,9
P/B (lần)	0,8	0,0	0,0	0,0
ROE (%)	3,5%	3,4%	4,0%	5,8%
Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	5,4%	39,5%	43,2%	25,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

### Doanh nghiệp điện khí hàng đầu Việt Nam

Tổng công ty Điện lực – Dầu khí Việt Nam (POW) được thành lập vào năm 2007, là một công ty con của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam). POW cổ phần hoá vào cuối năm 2017, sau đó được niêm yết trên sàn UPCOM vào năm 2018 và chuyển lên sàn HOSE vào năm 2019.

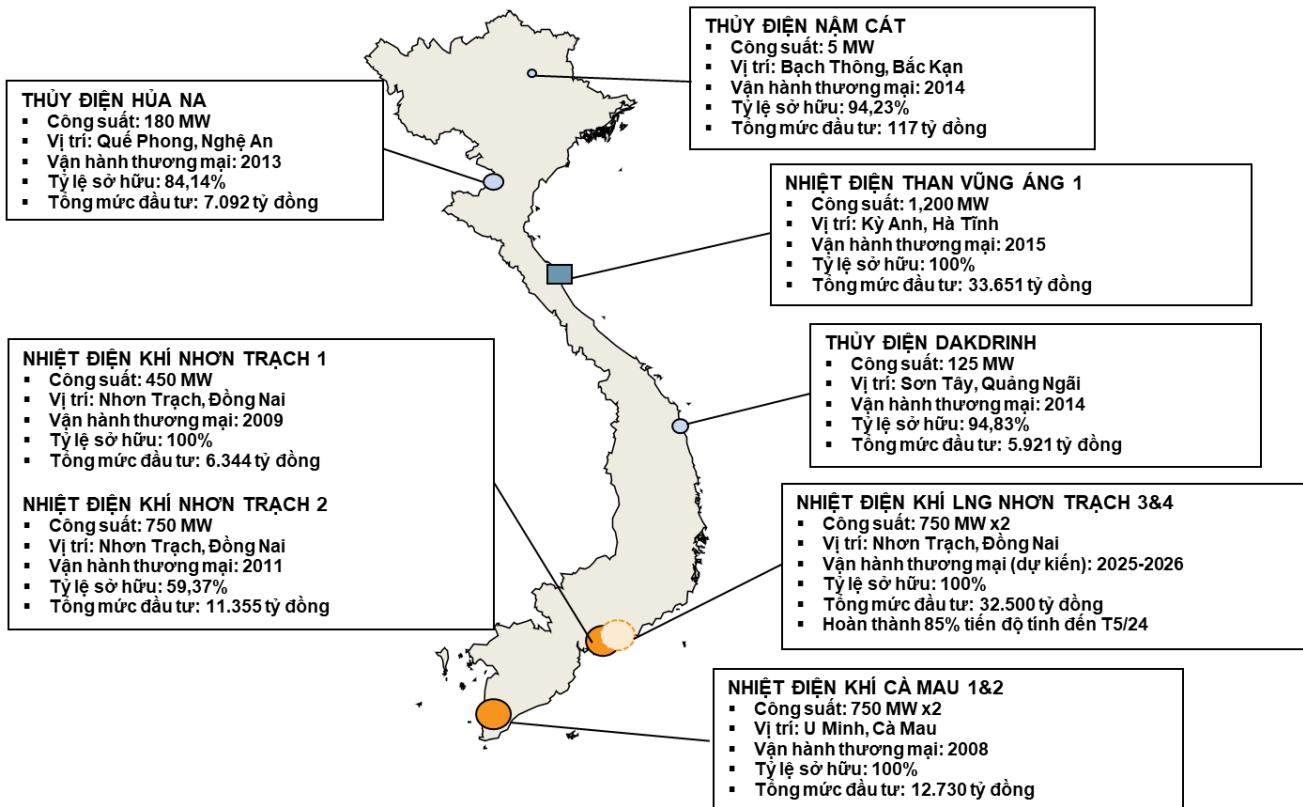
POW sở hữu 8 nhà máy điện trên khắp cả nước, với tổng công suất phát điện 4.205 MW, chiếm khoảng 5,4% tổng công suất phát điện thiết kế của Việt Nam. Công ty là đơn vị có công suất tối đa lớn thứ hai trong số các doanh nghiệp niêm yết, chỉ sau GENCO3 (PGV) với tổng công suất khoảng 7.000 MW.

POW tập trung vào nguồn điện khí, với công suất khí đốt là 2.700 MW, tương đương 64% tổng công suất của POW và 38% thị phần điện khí cả nước. Điện than và thủy điện lần lượt chiếm 29% và 7% tổng công suất của công ty. POW sử dụng tuabin khí hiện đại cho các nhà máy của mình, dẫn đến tỷ lệ công suất sử dụng cao 62,9%.

### POW đang thực hiện dự án điện LNG đầu tiên tại Việt Nam

Công ty đang thực hiện hai dự án trọng điểm Nhơn Trạch 3 & 4 với tổng mức đầu tư 1,4 tỷ USD, dự kiến đi vào hoạt động trong giai đoạn 2025-26. Hai tổ máy mới sẽ có tổng công suất 1.5 GW và được trang bị tuabin khí 9HA.02 của General Electric, thuộc loại tuabin khí tiên tiến nhất thế giới. Nhơn Trạch 3 & 4 sẽ là dự án điện đầu tiên tại Việt Nam sử dụng khí tự nhiên hóa lỏng (LNG), góp phần vào cam kết giảm phát thải carbon của Việt Nam.

Hình 1: Thông tin các nhà máy của POW



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

## Tóm tắt KQKD: Sản lượng ấn tượng của Vũng Áng 1 không thể bù đắp cho NT2

Hình 2: KQKD Q1/24

tỷ đồng	Q1/24	Q1/23	%so với cùng kỳ	Q4/23	%sv quý trước	sv dự phóng cả năm
Giá bán bình quân (VN	1.761	1.855	-5%	1.946	-10%	88%
Sản lượng (triệu kWh)	3.545	4.003	-11%	3.294	8%	19%
Doanh thu	6.243	7.424	-16%	6.412	-3%	17%
LN gộp	377	679	-45%	728	-48%	10%
Chi phí BH&QLDN	116	126	-8%	297	-61%	12%
Chi phí tài chính ròng	53	15	245%	27	98%	37%
LN trước thuế	278	690	-60%	448	-38%	10%
LN ròng	278	534	-48%	332	-16%	14%
Biên LN gộp	6,0%	9,1%	-3,1 điểm %	11,4%	-5,3 điểm %	-4,7 điểm %
Biên LN ròng	4,4%	7,2%	-2,7 điểm %	5,2%	-0,7 điểm %	-0,9 điểm %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Trong khi Vũng Áng 1 nổi lên như điểm sáng với sản lượng tăng trưởng 83% svck...

Vũng Áng 1, nhà máy nhiệt điện than của POW, trở thành điểm sáng trong Q1/24 khi đóng góp gần một nửa (48%) tổng sản lượng. Sản lượng của Vũng Áng 1 tăng 83% svck nhờ tổ máy số 1 hoạt động trở lại vào cuối năm 2023. Hơn nữa, EVN yêu cầu các nhà máy điện than chạy với công suất cao xuyên suốt Q1/24 để tiết kiệm thủy điện cho mùa hè cao điểm càng khiến sản lượng của Vũng Áng 1 tăng mạnh.

### ...nguồn khí giá rẻ cạn kiệt khiến Nhơn Trạch 1&2 nhận được huy động vô cùng hạn chế, làm tổng sản lượng điện của POW giảm 11%

Nguyên nhân chính khiến tổng sản lượng của POW giảm 11% svck là do hai nhà máy điện khí Nhơn Trạch 1 và 2 chỉ được huy động rất ít, cụ thể sản lượng hai nhà máy giảm mạnh 88,5% svck. EVN đã lên kế hoạch huy động hạn chế cho các nhà máy này từ đầu năm do nguồn khí nội địa giá rẻ ở mỏ Đông Nam Bộ dần cạn kiệt. Trong khi đó, thủy điện, đóng góp khoảng 6% vào tổng sản lượng của POW, cũng giảm 36,1% svck trong Q1/24 do El Nino khiến lưu lượng nước về hồ chứa thấp.

Nhìn chung, tổng sản lượng của POW giảm 11% svck xuống 3,55 tỷ kWh. Cộng với giá bán trung bình thấp hơn 5% svck do giá thị trường phát điện cạnh tranh giảm, doanh thu Q1/24 của POW đạt 6,24 nghìn tỷ đồng (-16% svck).

### Biên LN gộp bị giảm do các nhà máy vận hành với công suất thấp

Biên LN gộp của POW giảm 3,1 điểm % svck xuống 6,0% do các nhà máy điện vận hành với công suất thấp. Dakdrinh và Hua Na có lợi nhuận gộp giảm đáng kể, lần lượt là 64% và 94% svck. Thêm vào đó, Nhơn Trạch 2 ghi nhận lỗ gộp 225 tỷ đồng, là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận gộp của POW giảm.

### Chi phí tài chính ròng Q1/24 tăng vọt, gây áp lực lên tình hình tài chính

Chi phí tài chính ròng của POW tăng 245% svck lên 53 tỷ đồng trong Q1/24, lí do đến từ: 1) thu nhập từ tiền gửi giảm 33% svck xuống còn 65 tỷ đồng do lãi suất tiền gửi giảm; và 2) xuất hiện khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện là 54 tỷ đồng.

LN ròng Q1/24 giảm 48% svck xuống còn 278 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 14% dự báo cả năm 2024 của chúng tôi.

## Báo cáo ĐHCĐ: HĐQT POW duy trì góc nhìn lạc quan về triển vọng NT3&4

Một số điểm chính trong ĐHCĐ của POW ngày 23/5/2024:

### Kế hoạch kinh doanh thận trọng trong năm 2024

POW đặt kế hoạch cho năm 2024 với tổng sản lượng 16,7 tỷ kWh (+13,9% svck), doanh thu 31,7 nghìn tỷ đồng (+11,9% svck) và LNST đạt 824 tỷ đồng (-35,7% svck), chủ yếu do thiếu hụt nguồn cung khí cho Nhơn Trạch 1&2 trong năm nay.

### HĐQT POW lạc quan về triển vọng của Nhơn Trạch 3&4

Thủ tục đất đai cho NT3&4: 30ha đất (trên tổng diện tích 43ha) trong dự án Nhơn Trạch 3&4 thuộc Khu công nghiệp Ông Kèo, đã được tỉnh Đồng Nai giao cho công ty Tín Nghĩa để triển khai hạ tầng và cho thuê. POW đang đàm phán với Tín Nghĩa để ký hợp đồng thuê đất sớm và hoàn tất thủ tục giấy tờ liên quan. Dự kiến, POW sẽ phải trả chi phí sử dụng cơ sở hạ tầng cho khu công nghiệp.

Bộ Công Thương hiện đang hoàn thiện dự thảo nghị định về điện sử dụng LNG để trình Chính phủ phê duyệt. Nghị định đề xuất tỷ lệ EVN cam kết bao tiêu điện khí LNG là tối thiểu 70% trong tối đa 7 năm. Với công suất đầu ra được đảm bảo, POW tự tin vào khả năng NT3&4 được huy động ở mức 6-7 tỷ kWh/năm.

Chi phí nhiên liệu LNG được chuyển sang EVN. Hợp đồng PPA có cả cấu phần cố định và cấu phần biến đổi, mang lại sự ổn định và đảm bảo NT3&4 có thể cạnh tranh hiệu quả với các nhà máy điện khí. Các nghiên cứu khả thi dự kiến thời gian hoàn vốn là 14-16 năm. POW dự kiến sẽ lỗ nhẹ trong hai năm đầu.

### Không chia cổ tức tiền mặt trong năm 2024

Do phải đầu tư vào các dự án lớn nên POW hiện đang thiếu vốn điều lệ. Công ty đang xây dựng kế hoạch tăng vốn trong năm 2024, bao gồm cả việc trả cổ tức bằng cổ phiếu.

### Bồi thường bảo hiểm cho sự cố Vũng Áng

POW đã nhận được tiền bồi thường bảo hiểm tài sản và bảo hiểm gián đoạn kinh doanh (1.000 tỷ đồng, trong đó chi phí gián đoạn kinh doanh trên 300 tỷ đồng). Chúng tôi được biết POW đã ghi nhận khoản phải thu 680 tỷ đồng từ PVI (bên cung cấp bảo hiểm). Ngoài ra, POW ghi nhận 150 tỷ đồng khoản thanh toán là thu nhập khác trong báo cáo KQKD Q1/23. Do đó, chúng tôi kỳ vọng POW sẽ ghi nhận 170 tỷ đồng còn lại vào thu nhập khác trong năm 2024.

Hình 3: Sản lượng kế hoạch năm 2024 theo từng nhà máy điện (Đơn vị: triệu kWh)

	Cà Mau 1&2	Nhơn Trạch 1	Nhơn Trạch 2	Hòa Na	Đakrinh	Vũng Áng 1
Kế hoạch 2024	5.400	740	3.200	600	500	6.200
% svck	2,3%	3,8%	10,5%	0,0%	-17,5%	35,6%
% so với dự phóng của VND	99,0%	104,2%	121,8%	95,1%	80,1%	100,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

## Triển vọng năm 2024-25: Nhu cầu điện tăng mạnh hỗ trợ triển vọng dài hạn

Hình 4: Thay đổi dự phóng lợi nhuận

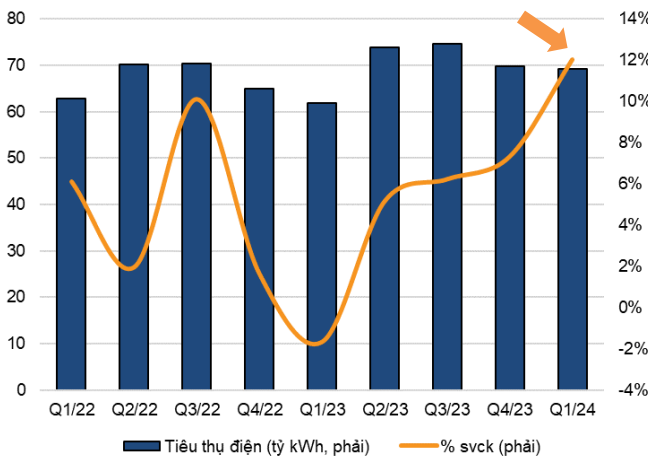
tỷ đồng	Thực tế 2.023	Dự phóng cũ		Dự phóng mới				Nhận định
		2.024	2.025	2.024	% thay đổi	202500%	% thay đổi	
<b>Doanh thu</b>	<b>28.329</b>	<b>36.825</b>	<b>52.574</b>	<b>30.330</b>	<b>-17,6%</b>	<b>37.420</b>	<b>-28,8%</b>	
% thay đổi svck	0,4%	30,0%	42,8%	7,1%		23,4%		
Điện khí	18.680	24.079	38.931	17.557	-27,1%	23.716	-39,1%	Doanh thu điện khí giai đoạn 2024-25 điều chỉnh giảm 27,1%/39,1 do 1) nhà máy Nhơn Trạch 2 được huy động ở mức thấp và 2) Chúng tôi lùi thời gian phát điện thương mại của Nhơn Trạch 3&4 đi 6 tháng.
Thủy điện	1.334	1.360	1.476	1.368	+0,6%	1.501	+1,7%	Điều chỉnh tăng nhẹ do La Nina quay trở lại sớm hơn dự kiến trong nửa cuối năm 2024.
Điện than	8.992	11.053	11.691	11.323	+2,4%	12.103	+3,5%	Doanh thu nhiệt điện than giai đoạn 2024-25 được điều chỉnh tăng 2,4%/3,5 nhờ 1) các nhà máy điện than than chạy gần tối đa công suất để bù đắp cho nguồn thủy điện và điện khí yếu, 2) tiêu thụ điện cao hơn dự kiến
Giá vốn hàng bán	25.625	32.873	47.113	27.981	-14,9%	34.316	-27,2%	
<b>LN gộp</b>	<b>2.704</b>	<b>3.952</b>	<b>5.461</b>	<b>2.348</b>	<b>-40,6%</b>	<b>3.103</b>	<b>-43,2%</b>	
<b>Biên LN gộp (%)</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,4%</b>	<b>7,7%</b>	<b>-3,0 điểm %</b>	<b>8,3%</b>	<b>-2,1 điểm %</b>	1) EVN giao tỷ lệ alpha cao hơn cho thủy điện (90% lên 97%) và giảm tỷ lệ alpha thấp của nhiệt điện (80% xuống 70%), dẫn đến giá bán bình quân của cả hai loại điện đều giảm; 2) Giá than giảm svck.
Chi phí QLDN&BH	1.268	998	1.450	819	-18,0%	1.009	-30,4%	
EBIT	1.436	2.954	4.011	1.529	-48,2%	2.094	-47,8%	
Doanh thu tài chính	544	890	778	584	-34,4%	920	+18,3%	Chúng tôi đã chuyển khoản LN từ thoái vốn EVN Việt Lào (dự kiến 300 tỷ đồng) từ năm 2024 sang năm 2025.
Chi phí tài chính	730	1.032	1.621	870	-15,7%	1.300	-19,8%	
Doanh thu khác	162	56	76	242	+328,6%	92	+21,8%	Chúng tôi thêm khoản thanh toán bảo hiểm 170 tỷ đồng từ PVI, kỳ vọng nhận được trong năm 2024.
<b>LN ròng</b>	<b>1.038</b>	<b>1.968</b>	<b>2.298</b>	<b>1.068</b>	<b>-45,7%</b>	<b>1.329</b>	<b>-42,2%</b>	
% thay đổi svck	-49,6%	89,5%	16,8%	2,8%		24,4%		
EPS (đồng/cp)	443	840	981	456	-45,7%	567	-42,2%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

### Tiêu thụ điện toàn quốc tăng 12% svck trong Q1/24, báo hiệu nhu cầu tăng trưởng mạnh trong năm 2024

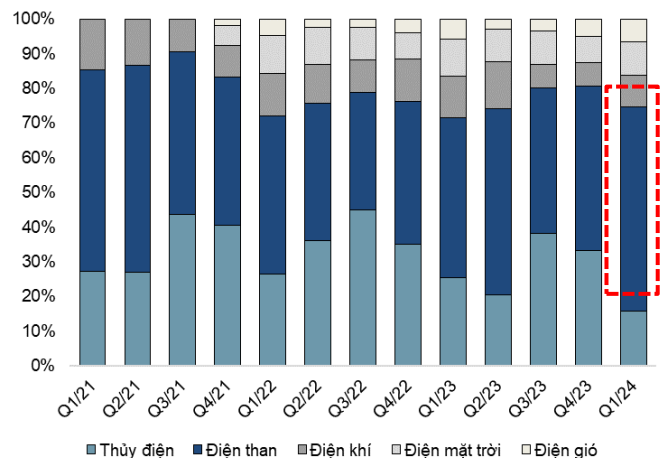
Tiêu thụ điện cả nước đang tăng vượt kỳ vọng, với mức tăng đáng kể 12% trong Q1/24, lên 69,3 tỷ kWh. Mức tăng này vượt kỳ vọng 9% theo kế hoạch Bộ Công thương đặt ra hồi đầu năm và cũng mức tăng cao nhất trong nhiều năm trở lại đây.

Hình 5: Tiêu thụ điện toàn quốc trong Q1/24 tăng 12% svck, cao nhất trong nhiều năm gần đây.



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Điện than là nguồn huy động chủ đạo, đóng góp tới 58% tổng huy động. Thủy điện và điện khí có mức huy động thấp.



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Gần đây, Bộ Công Thương đưa ra mức dự phóng mức tiêu thụ điện tăng đột biến 13% trong mùa hè tới (tháng 5 đến tháng 7). Miền Bắc dự kiến sẽ có mức tăng mạnh hơn, với nhu cầu tăng kỷ lục 17% svck.

Để giải quyết nhu cầu tăng đột biến, Bộ Công Thương đã phê duyệt kế hoạch cung cấp điện điều chỉnh cho cả mùa khô và cả năm 2024. Trong khi sản lượng điện từ thủy điện và khí đốt gặp khó khăn do điều kiện thời tiết và nguồn cung, điện than được huy động gần tối đa công suất.

**Hình 7: Phân tích sản lượng và giá bán trung bình theo loại nguồn điện trong năm 2023-25**

	2023	2024	% svck	2025	% svck
<b>Tổng sản lượng (triệu kWh)</b>	<b>14.665</b>	<b>16.248</b>	<b>10,8%</b>	<b>19.501</b>	<b>20,0%</b>
Điện khí	8.886	8.791	-1,1%	11.622	32,2%
Thủy điện	1.206	1.255	4,1%	1.362	8,5%
Điện than	4.573	6.202	35,6%	6.517	5,1%
<b>Giá bán điện bình quân (đ/kWh)</b>					
Điện khí	2.102	1.997	-5,0%	2.041	2,2%
Thủy điện	1.106	1.090	-1,4%	1.102	1,1%
Điện than	1.966	1.826	-7,2%	1.857	1,7%
<b>Tổng doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>29.006</b>	<b>30.249</b>	<b>4,3%</b>	<b>37.320</b>	<b>23,4%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### **Điện khí: NT2 đối mặt thách thức ngắn hạn, NT3 chuẩn bị vận hành vào giữa năm 2025**

Doanh thu điện khí năm 2024 dự báo sẽ giảm nhẹ 6,0% svck xuống còn 17,6 nghìn tỷ đồng sau đó tăng 85,2% svck lên 23,7 nghìn tỷ đồng nhờ đóng góp từ nhà máy Nhơn Trạch 3.

**Cà Mau 1&2:** Chúng tôi kỳ vọng sản lượng Cà Mau 1&2 trong năm 2024 sẽ tăng 12,1% lên 5,9 tỷ kWh từ mức thấp vào năm 2023, nhờ tiêu thụ điện cao và nguồn cung khí từ các mỏ Tây Nam bộ ổn định. Nhu cầu điện mạnh sẽ tiếp tục thúc đẩy sản lượng của nhà máy, dẫn đến sản lượng năm 2025 tăng 6,7% svck lên 6,3 tỷ kWh.

**NT2:** Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 (NT2) dự kiến sẽ có sản lượng điện giảm 9,3% trong năm 2024, xuống còn 2,6 tỷ kWh so với 2,9 tỷ kWh của năm 2023. Nguyên nhân chính là do nguồn cung khí giá rẻ từ các mỏ khí Đông Nam Bộ đang cạn kiệt và EVN đang ưu tiên điện than.

Bên cạnh đó, A0, cũng đặt kế hoạch Qc cho nhà máy trong năm 2024 ở mức thấp, chỉ 1,3 tỷ kWh, giảm 61% so với mức thực tế đạt được năm 2023. Điều này cho thấy NT2 sẽ bị hạn chế huy động điện trong năm 2024.

Tuy nhiên, dự kiến sản lượng điện của NT2 sẽ phục hồi dần trong năm 2025, đạt 3 tỷ kWh, tăng 12,5% so với năm 2024. Lý do là vì hai nhà máy điện khí BOT sẽ hết hạn đảm bảo sản lượng, dẫn đến nguồn cung khí tăng dần.

**Nhơn Trạch 3&4:** Theo dự kiến, Nhơn Trạch 3 sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào giữa năm 2025, tiếp theo là Nhơn Trạch 4 vào năm 2026, chậm hơn 6 tháng so với mục tiêu ban đầu của POW. Hai nhà máy điện này sẽ đóng góp 16,4%/44% tổng doanh thu của POW trong giai đoạn 2025-26. Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định rằng EVN và POW sẽ thống nhất ký kết hợp đồng PPA theo dự thảo nghị định gần đây của Bộ Công Thương. Thỏa thuận này sẽ đảm bảo EVN bao tiêu 70% tổng sản lượng của Nhơn Trạch 3 & 4 trong thời hạn 7 năm.

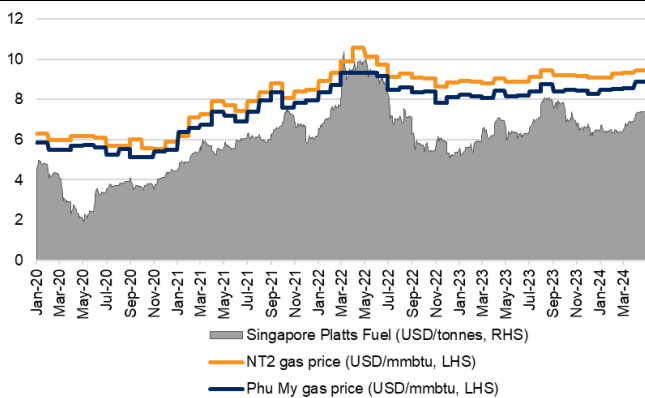
Yếu tố quan trọng đối với khả năng sinh lời của Nhơn Trạch 3 & 4 là điều khoản về giá công suất. Điều khoản này quy định mức giá mà EVN trả POW cho mỗi kilowatt giờ (kWh) điện được tạo ra. Việc chi phí nhiên liệu được chuyển trực tiếp cho EVN càng làm nổi bật tầm quan trọng của việc đàm phán giá công suất đối với khả năng sinh lời của dự án. Giá công suất cao hơn sẽ dẫn đến tỷ suất LN gộp lớn hơn cho POW, ngay cả khi giá nhiên liệu biến động. Chúng tôi đặt giả định biên LN gộp của các nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 ở mức thấp là 8%. Điều này phản ánh áp lực đối với EVN trong việc tránh tăng giá điện quá mức, đặc biệt khi xét đến chi phí điện LNG cao (2.400-2.600 đồng/kWh) so với giá bán điện bình quân hiện tại của EVN ở mức khoảng 2.000 đồng/kWh.

**Hình 8: Phân tích độ nhạy về giả định biên LN gộp của Nhơn Trạch 3&4 ảnh hưởng như thế nào đến định giá DCF của chúng tôi**

Biên LN gộp	Thay đổi giả định biên LN gộp của Nhơn Trạch 3&4				
	7%	8%	9%	10%	11%
<b>Giá mục tiêu DCF</b>	13.300	13.700	14.100	14.500	14.900

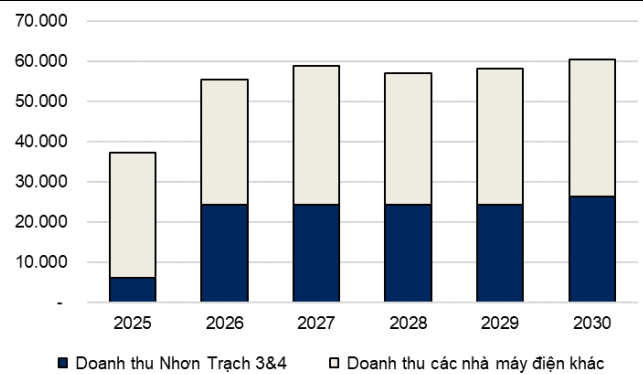
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Giá khí đã giảm so với mức đỉnh năm 2022 nhưng vẫn tiếp tục tăng trong những tháng gần đây trong bối cảnh giá dầu FO ở mức cao trong khi chi phí khai thác các mỏ khí trong nước tăng dần.**



Nguồn: GENCO3, NT2, BLOOMBERG

**Hình 10: Đóng góp của Nhơn Trạch 3&4 vào tổng doanh thu giai đoạn 2025-30**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

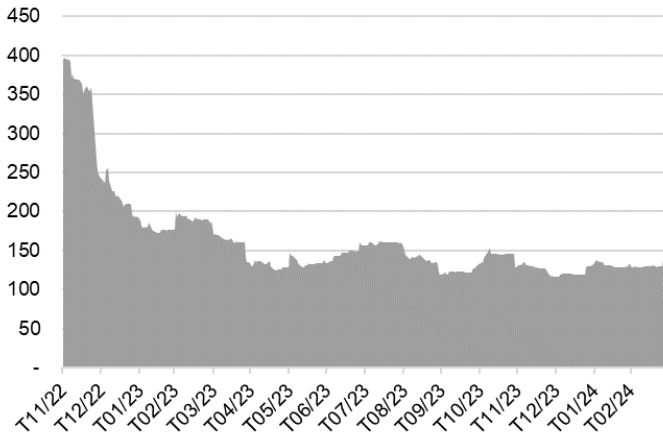
### Nhiệt điện than: Vũng Áng 1 được huy động cao

Doanh thu điện than năm 2024 sẽ tăng 25,9% svck lên 11,3 nghìn tỷ đồng với sản lượng tăng 35,6% svck nhờ: 1) Tổ máy số 1 quay trở lại vận hành sau hai năm gián đoạn do sự cố kỹ thuật; 2) Điện than được ưu tiên huy động từ đầu năm để tiết kiệm thủy điện cho mùa cao điểm; 3) nhu cầu điện mạnh hơn dự kiến. Điều này được phản ánh trong Q1/24 với sản lượng nhà máy tăng 43% svck lên 1,7 tỷ kWh.

Chúng tôi nhận thấy giá bán trung bình của Vũng Áng 1 sẽ giảm 7,2% svck còn 1.826 đồng/kWh trong năm 2024 do giá than quốc tế hạ nhiệt và EVN giảm tỷ lệ alpha thấp hơn của các nhà máy nhiệt điện. Giá than rẻ hơn giúp giá bán bình quân của điện than giảm nhanh hơn so với điện khí, góp phần hỗ trợ khả năng cạnh tranh của điện than.

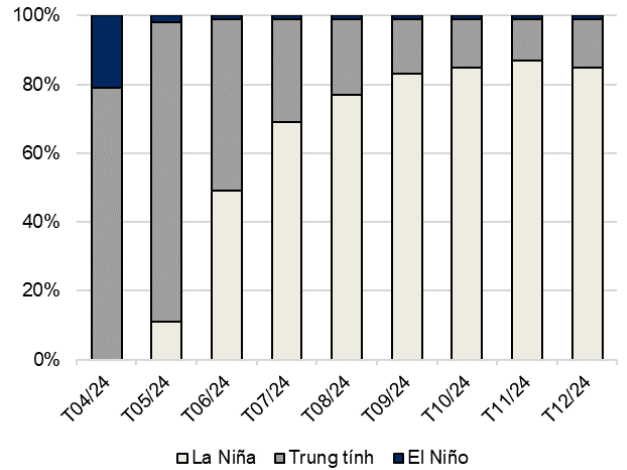
Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh thu điện than sẽ tăng 6,9% svck, do kỳ vọng nhà máy chỉ tiêu tu ngắn trong 2025 trong khi phải trung tu 2 tháng trong năm 2024.

**Hình 11: Giá than Newcastle hạ nhiệt đáng kể trong giai đoạn 2023-24 (Đơn vị: USD/tấn)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 12: La Nina có khả năng quay trở lại vào tháng 6**



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

### Thủy điện: Kỳ vọng phục hồi sau nửa đầu 2024 yếu kém

Chúng tôi ước tính sản lượng thủy điện sẽ phục hồi 4,1% svck lên 1,3 tỷ kWh trong năm 2024 sau đó tăng mạnh 8,5% svck lên 1,4 tỷ kWh trong năm 2025 khi La Nina quay trở lại sau nửa cuối năm 2024. Giá bán trung bình của thủy điện dự kiến sẽ giảm nhẹ 1,4% trong năm 2024 sau đó tăng 1,1% trong năm 2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thủy điện trong năm 2024 sẽ tăng 2,6% svck lên 1,4 nghìn tỷ đồng, sau đó tăng 9,7% lên 1,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2025.

### Giá bán điện bình quân giảm ở tất cả các loại nhà máy điện, tác động tiêu cực đến kết quả hoạt động năm 2024

Giá bán bình quân của tất cả các loại nguồn điện dự kiến sẽ giảm trong năm 2024 do Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) điều chỉnh tỷ lệ alpha cho các nhà máy điện. Cụ thể:

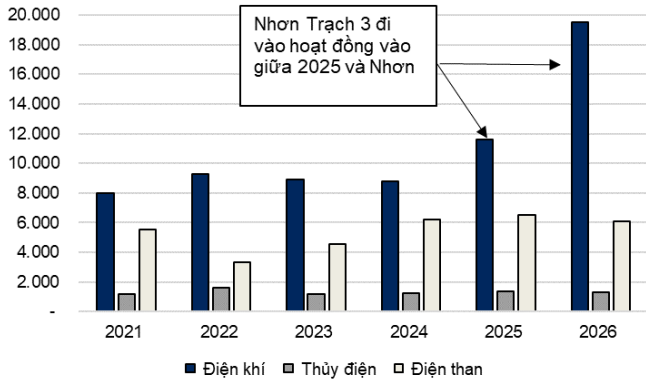
- Tăng tỷ lệ alpha cho thủy điện: EVN dự kiến tăng tỷ lệ alpha cho thủy điện từ 90% lên 98%.
- Giảm tỷ lệ alpha cho nhiệt điện: EVN dự kiến giảm tỷ lệ alpha cho nhiệt điện từ 80% xuống 70%.

Việc điều chỉnh tỷ lệ alpha này sẽ giảm giá bán bình quân của cả thủy điện và nhiệt điện, thông qua:

- Nhiệt điện: Các nhà máy nhiệt điện bán điện theo hai loại giá: giá thị trường và giá hợp đồng cố định. Giá hợp đồng thường cao hơn giá thị trường do bao gồm chi phí nhiên liệu. Khi EVN giảm tỷ lệ alpha cho nhiệt điện, lượng điện bán theo giá hợp đồng cao sẽ giảm, dẫn đến giá điện bình quân giảm.
- Thủy điện: Thủy điện không cần nhiên liệu nên giá hợp đồng thường thấp hơn giá thị trường. Khi EVN tăng tỷ lệ alpha cho thủy điện, lượng điện bán theo giá hợp đồng thấp sẽ tăng, góp phần kéo giá điện bình quân xuống.

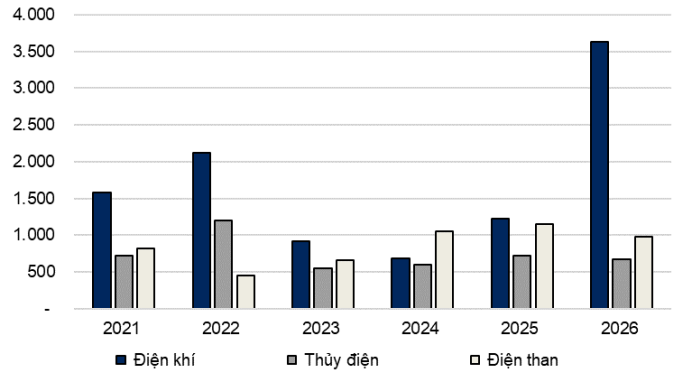


**Hình 13: Dự phóng sản lượng theo loại điện (Đơn vị: triệu kWh)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 14: Dự báo lợi nhuận gộp theo loại điện (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Cập nhật đàm phán PPA và tiến độ dự án Nhơn Trạch 3&4

### Nhơn Trạch 3&4 chậm tiến độ vì vấn đề thuê đất

Dự án Nhơn Trạch 3&4 đang phải chậm tiến độ do tranh chấp tiền thuê đất giữa POW và Tổng công ty Tín Nghĩa (TID), một doanh nghiệp nhà nước khác. Tính đến đầu tháng 5/2024, dự án đã hoàn thành 85% khối lượng công việc nhưng bị chậm tiến độ hơn 100 ngày do vướng mắc vấn đề thuê đất, phí sử dụng hạ tầng, khó khăn trong thi công tuyến kênh xả nước làm mát.

Rào cản lớn nhất của dự án nằm ở 30,7 ha đất còn lại chưa được ký hợp đồng thuê đất. POW đã ký hợp đồng thuê 11,6 ha trực tiếp từ chính quyền tỉnh Đồng Nai với mức giá hợp lý là 3,5 USD/m<sup>2</sup>. Tuy nhiên, đối với diện tích còn lại, Tín Nghĩa đề nghị mức giá cho POW thuê lại cao hơn gấp 28 lần (100 USD/m<sup>2</sup> so với 3,5 USD/m<sup>2</sup>). Chênh lệch đáng kể này sẽ làm tăng vốn đầu tư của dự án thêm 828 tỷ đồng nếu POW đồng ý thanh toán. Hơn nữa, việc chậm ký hợp đồng thuê đất đối với phần đất còn lại có thể dẫn đến việc các ngân hàng, tổ chức tín dụng nước ngoài tạm dừng giải ngân, ảnh hưởng không nhỏ đến tiến độ hoàn thành của dự án.

Tín Nghĩa đang cản trở việc xây dựng kênh làm mát do tranh chấp về phí cơ sở hạ tầng. Bất chấp sự can thiệp của chính phủ, Tín Nghĩa từ chối hợp tác, khiến việc thi công gặp nhiều khó khăn.

### Quá trình đàm phán PPA: Chờ tín hiệu tích cực từ việc công bố khung giá điện khí LNG

Việc đàm phán PPA giữa POW và EVN cho các nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 vẫn chưa được giải quyết. Trong khi POW lạc quan về tỷ lệ bao tiêu tổng sản lượng ở mức 80% thì EVN đề xuất ngưỡng thấp hơn là 65%. Sự khác biệt này có thể xuất phát từ lo ngại của EVN về giá thành điện LNG cao và giá LNG thường biến động mạnh. Các nhà máy điện sử dụng LNG thường giá bán điện cao, dao động từ 2.400-2.600 đồng/kWh, cao hơn nhiều so với giá bán điện bình quân hiện nay của EVN là 2.000 đồng/kWh.

Tuy nhiên, dự thảo nghị định gần đây của Bộ Công Thương đưa ra một giải pháp trung gian tiềm năng. Dự thảo yêu cầu đảm bảo mua tối thiểu 70% sản lượng của nhà máy điện LNG trong thời gian trả nợ, đảm bảo khả năng vay vốn của dự án. Yêu cầu này được giới hạn ở mức 7 năm để giảm thiểu tác động đến giá điện bán lẻ và duy trì sự cạnh tranh công bằng trên thị trường. Chúng tôi cho rằng dự thảo này sẽ giúp EVN và POW tiến gần hơn đến thỏa thuận chung, đảm bảo tiến độ dự án.

Tại ngày 28/5, Bộ Công Thương vừa phê duyệt khung giá điện sử dụng LNG. Chúng tôi coi đây là bước tiến tích cực cho quá trình đàm phán PPA cho Nhơn Trạch 3&4.

## Định giá

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 14.800 đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho POW với giá mục tiêu thấp hơn là 14.800đ/cp, dựa trên phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA năm 2024 với mục tiêu là 8,4x (trung bình EV/EBITDA trượt của các công ty cùng ngành).

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 5,1% do tác động từ: 1) điều chỉnh giảm dự báo EPS giai đoạn 2024-26; 2) chuyển năm cơ sở định giá DCF sang năm 2024 và 3) hạ giả định WACC từ 12,0% xuống 11,3% do chúng tôi giảm phần bù rủi ro từ 9,6% xuống 9,0%. Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi dựa trên kết hợp tỷ trọng bằng nhau của phương pháp DCF và EV/EBITDA mục tiêu:

**Hình 15: Giá mục tiêu**

Methods	Target multiple	Implied share price VND per share	Weight %	Weighted Value VND per share
FY24F EV/EBITDA	8,4x	15.950	50,00%	7.975
DCF, 10y		13.739	50,00%	6.870
Implied target price				14.845
<b>Rounded target price</b>				<b>14.800</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: Chi phí vốn chủ sở hữu**

Cost of equity	
Risk free rate	2,6%
Beta	1,3
Risk premium	9,0%
Cost of equity- ke	14,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 17: Giả định WACC và tăng trưởng dài hạn**

WACC & terminal growth	
Enterprise value	30.988
Debt	(12.679)
Cost of debt	6,8%
Tax rate	20,0%
WACC	12,5%
Perpetual growth rate	0,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: Định giá DCF – tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)**

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	//	2034
EBITDA	4.989	6.114	7.436	7.951		7.985
(-) Chi phí khấu hao	(3.459)	(4.020)	(3.649)	(3.650)		(3.559)
EBIT	1.529	2.094	3.787	4.300		4.426
(-) Thuế	(230)	(232)	(477)	(488)		(693)
Thuế (%)	15,0%	11,1%	12,6%	11,35%		15,6%
EBIAT	1.300	1.862	3.310	3.812		3.733
(+) Chi phí khấu hao	3.459	4.020	3.649	3.650		3.559
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	1.520	(845)	609	(733)		236
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(14.559)	(9.194)	(557)	(590)		(584)
<b>FCFF</b>	<b>(8.280)</b>	<b>(4.157)</b>	<b>7.011</b>	<b>6.139</b>		<b>6.945</b>
<b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b>						<b>56.182</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

**Hình 19: So sánh với các công ty cùng ngành**

Tên công ty	Mã cp	Doanh thu		LN ròng		Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
		Bloomberg	tr USD	% svck	US\$			% svck	%	tr USD	Trượt	2024	Hiện tại	2024	Trượt
<b>Doanh nghiệp nước ngoài</b>															
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	1.387,9	15,9	208,2	23,3	125,0	12.453,6	56,6	36,1	4,7	3,5	24,2	13,9	8,7	13,3
First Gen Corp	FGEN PM Equity	2.474,7	(7,2)	312	11	25,4	1.139,3	2,9	4,5	0,4	N/A	4,1	12,0	11,8	7,6
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN Equity	6.863,1	N/A	416	39	118,6	16.726,3	41,8	30,7	4,8	3,4	17,7	12,0	13,0	13,4
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	1.990,1	(12,4)	(184)	N/A	103,9	703,8	N/A	12,7	0,6	0,7	10,1	3,8	-14,4	5,5
<b>Doanh nghiệp trong nước</b>															
GENCO3	PGV VN Equity	1.924	(3)	45	(54)	206,5	924,9	N/A	N/A	1,6	N/A	7,1	N/A	-1,3	N/A
Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN Equity	506	16	26	(20)	3,0	300,6	12,5	9,9	1,4	N/A	4,9	N/A	10,7	23,0
Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	480	9	19	(10)	6,1	304,5	17,6	12,6	1,3	N/A	5,5	N/A	7,2	NA
điện khí Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	268	(27)	20	(48)	(20,8)	252,8	63,5	N/A	1,6	1,6	9,0	10,2	1,4	8,0
<b>Trung bình</b>		<b>1.962</b>	<b>(4)</b>	<b>87</b>	<b>(19)</b>	<b>56,0</b>	<b>2.673,4</b>	<b>28,5</b>	<b>15,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>3,9</b>	<b>10,2</b>
PVPower	POW VN Equity	1.189	0	44	(50)	5,4	1.035,2	32,5	21,7	0,9	0,9	8,4	7,2	2,4	3,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

**Hình 20: Bảng phân tích độ nhạy các giả định của định giá DCF**

		WACC					
		Cơ sở					
Tăng trưởng dài hạn	Cơ sở	0,6%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
		15.600	14.400	13.400	12.400	11.500	
		15.800	14.600	13.600	12.600	11.700	
		16.100	15.400	13.700	12.700	11.800	
		16.300	15.100	13.900	12.900	12.000	
		16.600	15.300	14.100	13.100	12.100	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

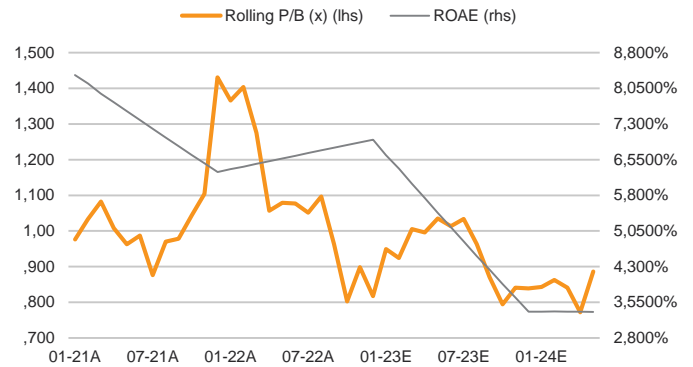
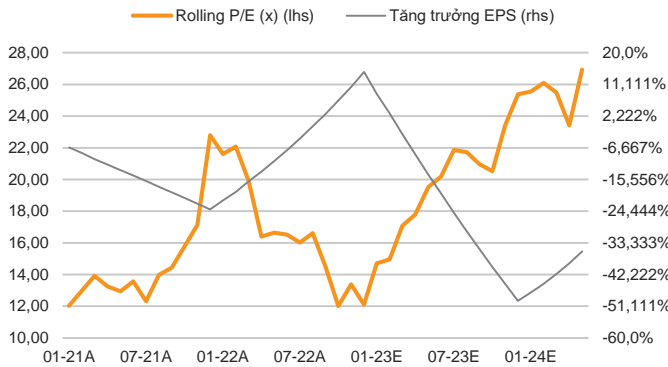
**Tiềm năng tăng giá:**

- Nhu cầu điện phục hồi mạnh và nhanh hơn dự kiến, hỗ trợ huy động mạnh mẽ hơn.
- Nhơn Trạch 2 được huy động nhiều hơn so với kế hoạch.
- Ký kết PPA cho Nhơn Trạch 3&4 với các điều khoản có lợi cho POW.

**Rủi ro giảm giá:**

- Rủi ro thiếu hụt đầu vào (đối với khí và than) trong ngắn hạn, cản trở hoạt động sản xuất.
- Sự không tương thích về than có thể dẫn đến các vấn đề về hiệu suất của Vũng Áng 1
- Sự cố kỹ thuật máy phát điện ngoài ý muốn.
- Giá LNG tăng đột biến, cản trở quá trình đàm phán PPA, dẫn đến các điều khoản kém thuận lợi hơn cho Nhơn Trạch 3&4.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	28.329	30.330	37.420
Giá vốn hàng bán	(25.625)	(27.981)	(34.316)
Chi phí quản lý DN	(1.268)	(804)	(992)
Chi phí bán hàng	0	(15)	(18)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.436</b>	<b>1.529</b>	<b>2.094</b>
EBITDA thuần	4.245	4.989	6.114
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(2.809)</b>	<b>(3.459)</b>	<b>(4.020)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.436</b>	<b>1.529</b>	<b>2.094</b>
Thu nhập lãi	513	553	590
Chi phí tài chính	(699)	(840)	(970)
Thu nhập ròng khác	152	195	26
TN từ các Cty LK & LD	40	40	40
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.442</b>	<b>1.477</b>	<b>1.781</b>
Thuế	(159)	(214)	(189)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(245)	(195)	(263)
<b>LN ròng</b>	<b>1.038</b>	<b>1.068</b>	<b>1.329</b>
Thu nhập trên vốn	1.038	1.068	1.329
Cổ tức phổ thông			
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.038</b>	<b>1.068</b>	<b>1.329</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	8.440	9.371	8.809
Đầu tư ngắn hạn	2.391	2.391	5.583
Các khoản phải thu ngắn hạn	14.560	10.122	13.110
Hàng tồn kho	2.167	2.322	2.848
Các tài sản ngắn hạn khác	1.484	1.551	1.483
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>29.042</b>	<b>25.758</b>	<b>31.833</b>
Tài sản cố định	35.434	46.534	51.707
Tổng đầu tư	960	1.000	1.040
Tài sản dài hạn khác	4.927	5.276	6.509
<b>Tổng tài sản</b>	<b>70.362</b>	<b>78.567</b>	<b>91.089</b>
Vay & nợ ngắn hạn	5.507	9.818	10.237
Phải trả người bán	15.947	9.534	12.502
Nợ ngắn hạn khác	5.331	6.009	7.332
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>26.785</b>	<b>25.362</b>	<b>30.070</b>
Vay & nợ dài hạn	7.172	16.033	20.683
Các khoản phải trả khác	2.285	1.532	2.115
Vốn điều lệ và	23.419	23.419	23.419
LN giữ lại	3.923	4.960	6.258
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>31.415</b>	<b>32.740</b>	<b>35.058</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.705	2.900	3.163
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>70.362</b>	<b>78.567</b>	<b>91.089</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.442</b>	<b>1.477</b>	<b>1.781</b>
Khấu hao	2.809	3.459	4.020
Thuế đã nộp	(220)	(214)	(189)
Các khoản điều chỉnh khác	715	(1.725)	(1.311)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(2.477)</b>	<b>(1.588)</b>	<b>913</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>2.269</b>	<b>1.410</b>	<b>5.215</b>
Đầu tư TSCĐ	(6.312)	(14.559)	(9.194)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	95	0	0
Các khoản khác	473	553	590
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(771)	0	(3.192)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(6.515)</b>	<b>(14.006)</b>	<b>(11.796)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	82	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	3.604	13.173	5.068
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	288	1.020
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(365)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>3.321</b>	<b>13.460</b>	<b>6.088</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8.252	8.440	9.371
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(926)</b>	<b>864</b>	<b>(494)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	7.326	9.304	8.878

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	3,7%	3,5%	3,6%
Vòng quay TS	0,45	0,41	0,44
ROAA	1,6%	1,4%	1,6%
Đòn bẩy tài chính	2,05	2,32	2,50
ROAE	3,4%	3,3%	3,9%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	187,6	122,2	127,9
Số ngày nắm giữ HTK	30,9	30,4	30,3
Số ngày phải trả tiền bán	227,1	124,7	133,0
Vòng quay TSCĐ	0,86	0,74	0,76
ROIC	2,2%	1,7%	1,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,0	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	0,9	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,5	0,5
Vòng quay tiền	(8,7)	27,8	25,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	0,4%	7,1%	23,4%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(49,8%)	6,5%	36,9%
Tăng trưởng LN ròng	(49,6%)	2,8%	24,4%
Tăng trưởng EPS	(49,6%)	2,8%	24,4%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng nhóm

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Việt Minh Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: [tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>