

TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW)

Nhơn Trạch 2 là điểm sáng đóng góp tăng trưởng

15/09/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Doanh thu và LNST Quý 2/2025 duy trì đà hồi phục

Trong Quý 2/2025, POW ghi nhận Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ đạt lần lượt 9,399 tỷ VNĐ (+0.2% YoY / +15% QoQ) và 602 tỷ VNĐ (+54% YoY / +35% QoQ). Mảng thủy điện và điện than ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực, đạt doanh thu 301/3,527 tỷ VNĐ (+85%/2.8% YoY), bù đắp biến động trái chiều của nhiệt điện khí với doanh thu đạt 5,385 tỷ VNĐ (-5.1% YoY).

Môi trường vận hành thuận lợi của Nhơn Trạch 2 dự kiến duy trì và khoản chênh lệch tỷ giá được đẩy nhanh ghi nhận

Môi trường huy động thuận lợi hơn của Nhơn Trạch 2 dự kiến tiếp tục duy trì và sẽ đóng góp tích cực vào lợi nhuận gộp toàn công ty lên 3,016 tỷ VNĐ trong 2025. Ngoài ra, những cơ chế mới cho phép EVN tăng giá ngay trong 2025 nếu được thông qua sẽ là động lực giúp POW nhận về khoản thu nhập bất thường trong năm 2025/2026 với giá trị lần lượt 120/148 tỷ VNĐ.

Kế hoạch tăng vốn điều lệ sẽ giảm áp lực nợ vay trong dài hạn

POW trình phương án tăng vốn chủ sở hữu tại ĐHCĐ bất thường, nâng 31% vốn điều lệ từ 23,418 tỷ VNĐ lên 30,678 tỷ VNĐ nhằm tài trợ dự án Nhơn Trạch 3&4. Phương án tài chính dự kiến sẽ củng cố sức khỏe tài chính của tập đoàn và giảm áp lực lãi vay.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 17,200 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 17,200 VNĐ/cổ phiếu.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	VND 17,200
Tăng/giảm (%)	13.3%
Giá hiện tại (12/09/2025)	VND 15,450
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 15,300
Vốn hóa thị trường	35.4/1.3
(nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	20.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	214.9/8.2
Sở hữu nước ngoài (%)	2.7%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Dầu khí (79.9%)

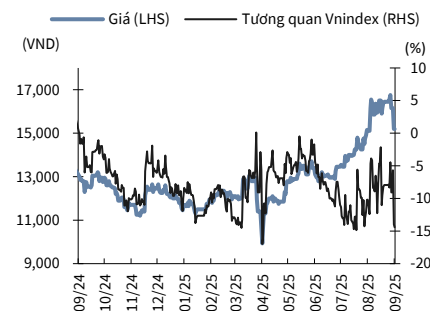
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.3	16.5	26.1	16.9
Tương đối	-3.0	-7.9	3.1	-13.5

Dự phóng KQKD & định giá

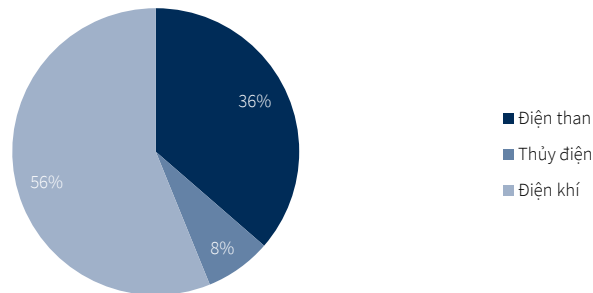
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	28,329	30,180	37,351	51,543
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,436	1,074	1,988	2,328
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,038	1,252	1,252	1,383
EPS (VNĐ)	443	535	463	451
Tăng trưởng EPS (%)	-49.0	0.0	-14.0	-3.0
P/E (x)	38.8	32.2	28.4	29.1
P/B (x)	1.2	1.2	1.0	1.0
ROE (%)	3.8	3.9	3.7	3.9
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	2.3	0.8

Nguồn: Fiiipro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2024



Hoạt động kinh doanh

POW là nhà sản xuất điện lớn thứ 4 Việt Nam, tạo ra tổng công suất 4.2GW, tương đương 10% công suất cả nước. Các nhà máy điện khí (nhà máy Cà Mau 1,500MW, Nhơn Trạch 1 450MW và NT2 750MW) chiếm 64% công suất của quốc gia do POW cung cấp. Lượng công suất còn lại được tạo ra bởi các nhà máy điện than như Nhà máy Vũng Áng 1,200 MW và các nhà máy thủy điện như Hủa Na 180MW và Đăknhinh 125MW.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

NT2 được ưu tiên dùng khí nội địa giá thấp nhờ các nhà máy BOT hết hợp đồng, dự kiến mang về 7,018 tỷ VND năm 2025 (+19% YoY), chiếm 19% doanh thu.

NT3&4 tiên phong ký hợp đồng dài hạn, được ưu tiên huy động, dự kiến đóng góp 4,702/19,457 tỷ VND năm 2025/2026, tương ứng 13%/38% doanh thu.

Cơ chế điều chỉnh giá điện sẽ đẩy nhanh việc ghi nhận các khoản phải thu chênh lệch tỷ giá, qua đó mang lại khoản lợi nhuận bất thường 120 tỷ đồng trong năm 2025F và 148 tỷ VND trong năm 2026F.

Chú thích

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	37,351	51,543	0%	0%	40,182	49,489	-7%	4%
EBIT	2,148	2,516	26%	15%	2,697	3,640	-20%	-31%
LNST công ty mẹ	1,252	1,383	78%	62%	1,199	1,626	4%	-15%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá

Kịch bản tích cực	VND 22,100 (dự án NT3&4 có giá bán và bao tiêu cao hơn)	Kịch bản cơ sở: 1) Giá PPA 3,000 VND 2) Qc = 70%
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	VND 17,200	
Giá hiện tại	VND 15,450	Kịch bản tích cực: 1) Giá PPA 3,180 VND 2) Qc = 75%
Kịch bản tiêu cực	VND 14,400 (dự án NT3&4 có giá bán và bao tiêu ít hơn)	Kịch bản tiêu cực: 1) Giá PPA 2,820 VND 2) Qc = 65%

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu đi ngang trong khi lợi nhuận Quý 2/2025 hồi phục mạnh so với cùng kỳ +54% YoY

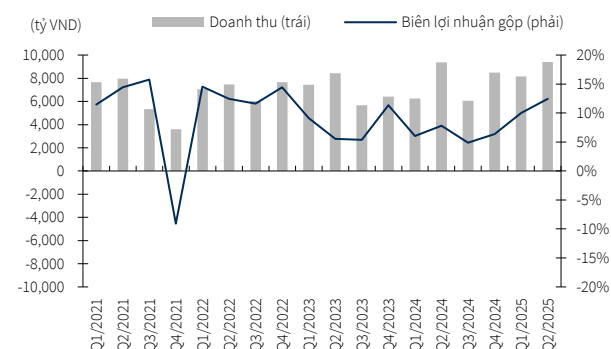
Trong Quý 2/2025, POW ghi nhận Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ đạt lần lượt 9,399 tỷ VNĐ (0% YoY/15% QoQ) và 602 tỷ VNĐ (54% YoY /35% QoQ). Thủy điện tăng mạnh nhờ thời tiết mưa nhiều thuận lợi cho việc phát điện, đóng góp đáng kể vào tổng sản lượng. Trong khi đó, nhiệt điện ghi nhận sản lượng biến động trái chiều: điện than tăng nhẹ 4.2% YoY, đạt 1,936 triệu kWh, còn điện khí giảm 10.7% YoY, đạt 2,528 triệu kWh; qua đó mang về doanh thu lần lượt 3,527 tỷ VNĐ và 5,385 tỷ VNĐ. Biên lợi nhuận gộp cải thiện rõ rệt nhờ môi trường vận hành thị trường điện thuận lợi, giúp POW ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế cao nhất kể từ đầu năm.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Q2/2025

(tỷ VNĐ)	Q2/2024	Q2/2025	+/-%YoY	6T/2024	6T/2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	9,382	9,399	0.2%	15,625	17,549	12.3%	
Nhiệt điện khí	5,677	5,385	-5.1%	8,628	9,835	14.0%	
Nhiệt điện than	3,430	3,527	2.8%	6,362	6,671	4.9%	
Thủy điện	163	301	84.7%	419	624	48.9%	
Sản lượng điện (triệu kWh)	4,893	4,771	-2.5%	8,374	9,016	7.7%	
Nhiệt điện khí	2,832	2,528	-10.7%	4,395	4,703	7.0%	
Nhiệt điện than	1,858	1,936	4.2%	3,566	3,696	3.6%	
Thủy điện	203	307	51.2%	413	617	49.4%	
Giá bán điện trung bình (VNĐ/kWh)	1,917	1,970	2.8%	1,866	1,946	4.3%	
Nhiệt điện khí	2,005	2,130	6.2%	1,963	2,091	6.5%	Giá bán điện cao hơn cùng kỳ nhờ môi trường vận hành thuận lợi giúp giữ tỷ lệ Qc ở mức cao.
Nhiệt điện than	1,846	1,822	-1.3%	1,784	1,805	1.2%	
Thủy điện	803	980	22.0%	1,015	1,011	-0.4%	
Lợi nhuận gộp	735	1,168	58.9%	1,112	1,984	78.4%	Tỷ lệ Qc của NT2 ở mức cao giúp nhà máy ghi nhận LNG 366 tỷ VNĐ (+183% YoY).
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	7.8%	12.4%	4.6 ppts	7.1%	11.3%	4.2 ppts	
Thu nhập tài chính	104	206	98.1%	205	414	102.0%	
Chi phí tài chính	-206	-399	93.7%	-360	-575	59.7%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	1	0	-100%	1	1	0%	
SG&A	-195	-166	-14.9%	-311	-504	62.1%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	439	809	84.3%	646	1,320	104.3%	
Thu nhập khác	3	-1	-133%	74	-4	-105%	
Lợi nhuận trước thuế	442	810	83.3%	720	1,320	83.3%	
Lợi nhuận sau thuế	441	761	72.6%	657	1,233	87.7%	
LNST công ty mẹ	392	602	53.6%	670	1,047	56.3%	
<i>Biên LNST</i>	4.7%	8.1%	3.4 ppts	4.2%	7.0%	2.8 ppts	

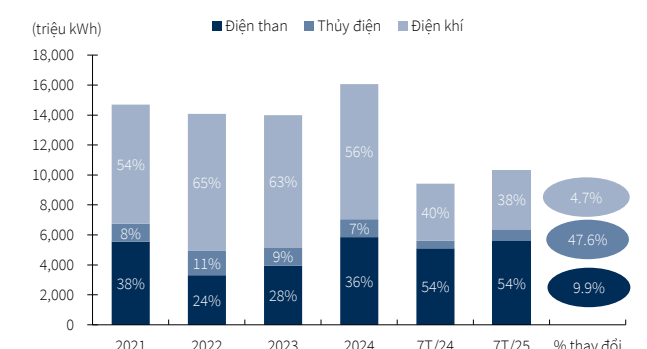
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh POW, 2021-2025



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 3. Sản lượng điện thương phẩm của POW, 2021-2025



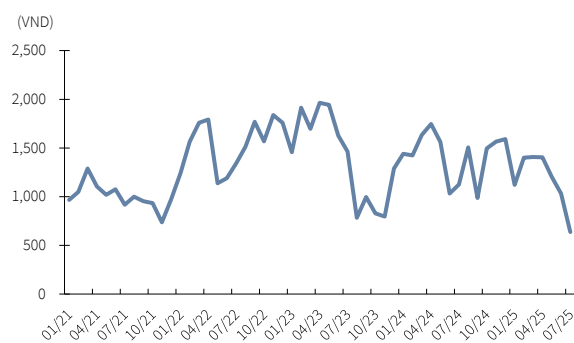
Nguồn: POW, KBSV

Thủy điện: Sản lượng phát điện khả quan nhờ thời tiết ủng hộ

Sản lượng các nhà máy thủy điện hồi phục mạnh mẽ nhờ lượng mưa về nhiều tại các tỉnh Nghệ An và Quảng Ngãi. Tại Nghệ An, lượng mưa bước vào giai đoạn hồi phục từ tháng 3/2025, ghi nhận tổng lượng mưa trong Q2/2025 gấp đôi so với cùng kỳ là 129 mm. Tại Quảng Ngãi, lượng mưa trong quý 2 đạt 481 mm, tăng nhẹ so với cùng kỳ cho thấy khu vực ít chịu tác động của diễn biến mưa trái mùa. Diễn biến lượng mưa ghi nhận 2 tháng Quý 3 cho thấy sự phân hóa với mưa tại Nghệ An đạt 736 mm, trong khi mưa Quảng Ngãi giảm còn 215 mm. Nhờ lượng mưa nhiều hơn tại Nghệ An, KBSV điều chỉnh tăng nhẹ dự báo doanh thu và sản lượng mảng thủy điện của POW trong năm 2025 đạt 1,484 tỷ VND và 1,500 triệu kWh.

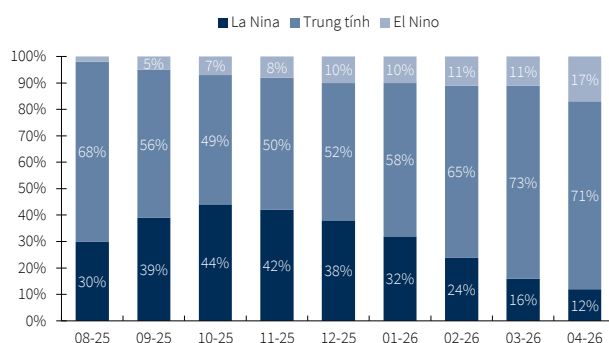
Sang 2026, KBSV dự báo sản lượng các tháng đầu năm được cải thiện nhờ hình thái thời tiết Trung tính giữ chủ đạo sẽ bù đắp cho suy giảm sản lượng vào mùa mưa các tháng cuối năm, qua đó giúp sản lượng chỉ giảm nhẹ -7%, đạt 1,393 triệu kWh. Giá bán trung bình dự kiến tăng nhẹ so với cùng kỳ nhờ dự kiến nhiệt điện chiếm tỷ trọng cao trong nửa cuối năm giúp ước tính doanh thu đạt 1,392 tỷ VND (-6% YoY).

Biểu đồ 4. Giá bán điện thị trường điện cạnh tranh (FMP)



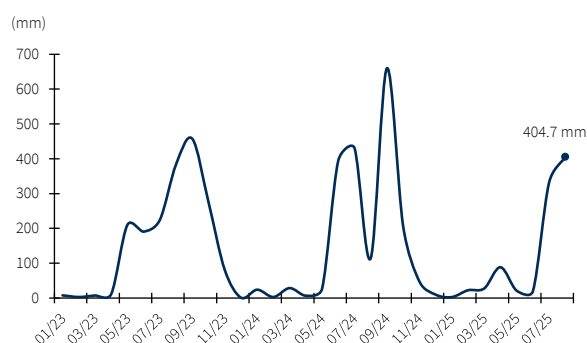
Nguồn: Genco 3, KBSV

Biểu đồ 5. Xác suất các pha thời tiết trong 2025-2026



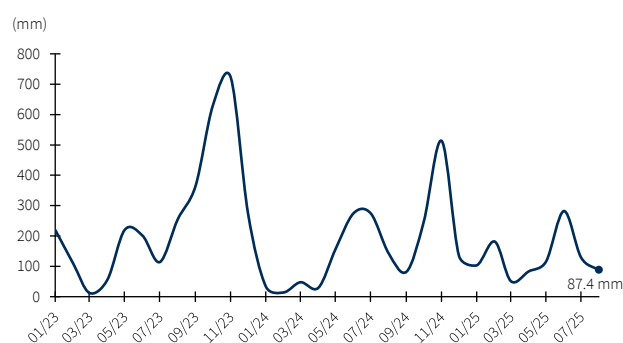
Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 6. Quan trắc lượng mưa tại Nghệ An



Nguồn: Vrain, KBSV

Biểu đồ 7. Quan trắc lượng mưa tại Quảng Ngãi



Nguồn: Vrain, KBSV

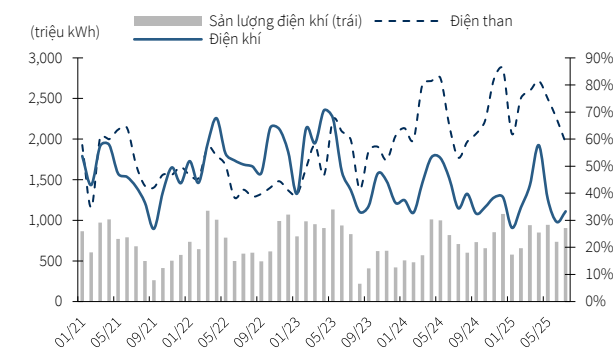
Điện khí: Môi trường vận hành thuận lợi và nguồn cung khí ổn định giúp Nhơn Trạch 2 hồi phục sản lượng bền vững

7 tháng đầu năm 2025, sản lượng điện của nhà máy Nhơn Trạch 2 đạt 1,675 triệu kWh (+24% YoY). Đáng chú ý, sau khi hợp đồng cung cấp khí cho Phú Mỹ 2.2 và 3 hết hiệu lực, việc tỷ lệ Qc trong 7 tháng đầu năm đạt 105%, cao hơn đáng kể so với mức trung bình toàn ngành là 80% cho thấy A0 tập trung ưu tiên huy động những nguồn điện ổn định với giá thành thấp. Trong nửa cuối năm 2025, Qc dự kiến được giao cho NT2 đạt 1.9 tỷ kWh, cao hơn 19% so với Qc nửa đầu năm, qua đó triển vọng tăng trưởng doanh thu và sản lượng điện được duy trì. Cho năm 2025/2026, chúng tôi tăng dự báo sản lượng phát điện của NT2 đạt lần lượt 3,435/3,533 triệu kWh (+25%/3% YoY), đạt doanh thu 7,003/7,292 tỷ VND (+24%/4% YoY).

Đề xuất phân bổ lỗ lũy kế tỷ giá vào giá bán điện của Bộ Công thương sẽ cải thiện dòng tiền thanh toán của EVN với NT2

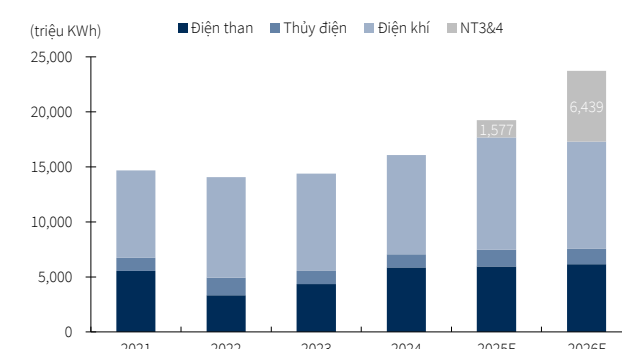
Tại dự thảo tờ trình sửa Nghị định 72 về cơ chế điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân. Bộ Công thương đang đề xuất phân bổ giá điện vào chi phí sản xuất. Một mặt, điều này sẽ mang lại cho EVN thêm dòng tiền tài chính, giúp xóa bỏ các khoản lỗ lũy kế trước đây. Mặt khác, các chủ đầu tư nhà máy điện phát sinh khoản phải thu về chênh lệch tỷ giá với EVN như NT2 sẽ được sớm thanh toán. Chúng tôi cho rằng Nghị định sẽ sớm được phê duyệt và cho phép EVN tăng giá ngay trong 2025, nhờ đó NT2 sẽ nhận về khoản thu nhập bất thường trong năm 2025/2026 với giá trị lần lượt 120/148 tỷ VND.

Biểu đồ 8. Sản lượng điện khí của POW (trái) và Pmax/P lắp đặt 1/2021-8/2025 (phải)



Nguồn: NSMO, KBSV

Biểu đồ 9. Sản lượng điện của POW khi NT3&4 vận hành



Nguồn: POW, KBSV

Kế hoạch tăng vốn điều lệ sẽ giảm áp lực nợ vay trong dài hạn

Phương án tăng vốn chủ sở hữu dự kiến sẽ được PVPOWER thông qua tại ĐHCĐ bất thường diễn ra vào ngày 25/09/2025 tới đây. Theo đó, doanh nghiệp kế hoạch tăng thêm 31% vốn điều lệ từ 23,418 tỷ VND lên 30,678 tỷ VND với nguồn vốn lần lượt như sau: i) 2,810 tỷ VND đến từ chào bán cho cổ đông hiện hữu giá 10,000 VND/cp, ii) 3,512 tỷ VND đến từ nguồn quỹ đầu tư phát triển và iii) 936 tỷ VND đến từ nguồn lợi nhuận sau thuế chưa phân phối. Nguồn vốn huy động dự kiến sẽ được sử dụng với mục đích tài trợ vốn chủ sở hữu, phục vụ đầu tư dự án Nhơn Trạch 3&4 và góp phần giảm áp lực nợ vay cho doanh nghiệp trong dài hạn. Dự kiến thời gian chào bán diễn ra vào Q3/2025.

DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

Bảng 10. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	30,180	37,351	24%	51,543	38%	
Nhiệt điện khí	17,983	25,458	42%	39,346	55%	
Nhiệt điện than	10,794	10,409	-4%	10,804	4%	
Thủy điện	1,185	1,484	25%	1,392	-6%	
Sản lượng điện (triệu kWh)	16,072	19,247	20%	23,735	23%	
Nhiệt điện khí	9,024	11,785	31%	16,182	37%	Sản lượng tăng mạnh nhờ tổ máy NT3&4 dự kiến hoạt động với 70%/75% công suất trong 2025/2026.
Nhiệt điện than	5,846	5,962	2%	6,160	3%	
Thủy điện	1,202	1,500	25%	1,393	-7%	
Giá bán điện trung bình (VNĐ/kWh)	1,878	1,941	3%	2,172	12%	
Nhiệt điện khí	1,993	2,160	8%	2,431	13%	
Nhiệt điện than	1,846	1,746	-5%	1,754	0%	
Thủy điện	986	989	0%	999	1%	
Lợi nhuận gộp	1,948	3,071	58%	3,823	24%	So với dự báo trước, lợi nhuận gộp của POW 2025/2026 tăng 448/319 tỷ VNĐ nhờ điều chỉnh tăng tỷ lệ Qc của NT2 tương ứng mức của 1H/2025.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	6.5%	8.2%	1.7 ppts	7.4%	-0.8 ppts	
Thu nhập tài chính	616	737	20%	722	-2%	
Chi phí tài chính	667	1,254	88%	1,436	15%	Chi phí tài chính giảm lần lượt 244/369 tỷ VNĐ so với dự báo trước nhờ giảm nợ vay sau khi tăng vốn chủ sở hữu
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	40	40	0%	40	0%	
SG&A	874	1,083	24%	1,495	38%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,074	1,988	85%	2,328	17%	
Thu nhập khác	493	120	-76%	148	23%	Ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ công ty con NT2, lần lượt 120/148 tỷ VNĐ trong 2025/2026.
Lợi nhuận trước thuế	1,517	1,631	8%	1,802	10%	
Lợi nhuận sau thuế	1,346	1,452	8%	1,604	10%	
LNST công ty mẹ	1,252	1,252	0%	1,383	10%	
<i>Biên LNST</i>	4.1%	3.4%	-0.7 ppts	2.7%	-0.7 ppts	2025 & 2026: Cải thiện biên lợi nhuận lần lượt 1.5/1.0 ppts so với dự phóng trước nhờ NT2 vận hành hiệu quả hơn và chi phí tài chính giảm

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 17,200 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền đối với từng nhà máy của POW và phương pháp EV/EBITDA với tỷ lệ 50/50 để định giá cổ phiếu POW và đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** với mức giá mục tiêu 17,200 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 13.3% so với giá đóng cửa ngày 12/09/2025. Với phương pháp sử dụng bội số, chúng tôi sử dụng mức EBITDA trung bình 2025F-2029F để phản ánh chính xác mức sinh lợi của dự án sau khi vận hành ổn định và áp dụng hệ số mục tiêu EV/EBITDA ở mức 8.5 lần (gần bằng +1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm nhưng vẫn thấp hơn 10x trung bình ngành điện trên thế giới) để phản ánh triển vọng ngành trở nên thuận lợi sau khi EVN cải thiện tài chính và tăng khả năng huy động từ Nợ Trạch 3&4.

Bảng 11. Định giá EV/EBITDA

(tỷ VND)	Giá trị
Trung bình EBITDA 2025F-2029F	6,088
EV/EBITDA mục tiêu	8.5
Tổng giá trị	51,748
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn	16,442
(-) Vay nợ ròng	-22,659
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-2,696
Giá trị VCSH	42,835
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2,342
Giá trị cổ phiếu (VND)	18,290

Nguồn: KBSV

Bảng 12. Định giá SOTP

(tỷ VND)	Phương pháp	Giá trị của POW
Cà Mau 1&2	DCF	5,141
Nhơn Trạch 1	DCF	792
Nhơn Trạch 2	DCF	5,988
Hòa Na	DCF	3,841
Đakdrinh	DCF	3,383
Vũng Áng 1	DCF	11,251
Nhơn Trạch 3	DCF	7,928
Nhơn Trạch 4	DCF	8,126
Tổng giá trị		46,450
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn		16,442
(-) Vay nợ ròng		-22,659
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		-2,696
Giá trị VCSH		37,537
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)		2,341.90
Giá trị cổ phiếu (VND)		16,028

Nguồn: KBSV

Bảng 13. Tổng hợp định giá POW

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
SOTP	16,028	50%	8,014
EV/EBITDA (8.5x)	18,290	50%	9,145
Giá mục tiêu (làm tròn)			17,200
Giá hiện tại (12/09/2025)			15,450
Upside			13.3%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 14. Diễn biến EV/EBITDA của POW

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 15. Phân tích độ nhạy theo giá bán điện và tỷ lệ bao tiêu

		Tỷ lệ bao tiêu				
		60%	65%	70%	75%	80%
% thay đổi giá bán điện (Giá cơ sở: 3,000 VND)	-20%	-26.9%	-26.2%	-26.2%	-26.2%	-25.6%
	-15%	-8.7%	-8.1%	-6.2%	-5.5%	-4.2%
	-10%	8.7%	10.7%	13.3%	15.2%	17.2%
	-5%	26.2%	29.5%	33.3%	35.9%	39.2%
	0%	44.3%	48.2%	52.8%	56.6%	60.5%

Nguồn: KBSV ước tính

Báo cáo Kết quả HKDD (Tỷ VNĐ)				
	2023	2024	2025F	2026F
(Bảo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	28,329	30,180	37,351	51,543
Giá vốn hàng bán	-25,625	-28,232	-34,280	-47,720
Lãi gộp	2,704	1,948	3,071	3,823
Thu nhập tài chính	544	616	737	722
Chi phí tài chính	-730	-667	-1,254	-1,436
Trong đó: Chi phí lãi vay	-565	-382	-953	-1,091
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	53	40	40	40
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,268	-874	-1,083	-1,495
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,303	1,063	1,511	1,654
Thu nhập khác	162	1,191	120	148
Chi phí khác	-10	-698	0	0
Thu nhập khác, ròng	152	493	120	148
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,455	1,556	1,631	1,802
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-159	-171	-179	-198
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,283	1,346	1,452	1,604
Lợi ích của cổ đông thiểu số	245	94	200	221
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,038	1,252	1,252	1,383
Chỉ số hoạt động	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.5%	6.5%	8.2%	7.4%
Tỷ suất EBITDA	15.0%	12.9%	12.3%	15.3%
Tỷ suất EBIT	5.1%	3.6%	5.3%	4.5%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	5.1%	5.0%	4.4%	3.5%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	4.6%	3.5%	4.0%	3.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	4.5%	3.9%	3.1%
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Lãi trước thuế	1,442	1,517	1,631	1,802
Khấu hao TSCĐ	2,809	2,818	2,596	5,554
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-678	-863	-777	-762
Chi phí lãi vay	565	382	953	1,091
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	5,488	4,231	4,403	7,685
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-3,491	2,328	-6,124	-7,023
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-21	392	-1,039	-973
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	6,225	-276	-2,641	7,364
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-3,962	-1,401	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuê và khác	-888	-877	-1,132	-1,289
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,352	4,398	-6,533	5,764
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-6,312	-9,819	-14,000	-1,022
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	125	3	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-3,071	-6,334	-6,334	-6,334
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	2,330	4,738	6,490	6,334
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-30	0	0	0
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khá	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	473	547	777	762
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-6,485	-10,867	-13,067	-260
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	82	21	2,810	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	13,107	27,050	31,137	12,628
Tiến trả các khoản đi vay	-9,503	-17,185	-17,185	-17,185
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-365	-137	-137	-444
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	3,321	9,749	16,625	-5,001
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	188	3,281	-2,975	503
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	8,252	8,440	12,505	9,530
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	8,440	11,721	9,530	10,033

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
	2023	2024	2025F	2026F
(Bảo cáo chuẩn)				
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	70,362	81,281	97,509	101,476
TÀI SẢN NGẮN HẠN	29,042	30,171	35,020	43,519
Tiền và tương đương tiền	8,440	11,720	9,530	10,033
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,391	3,956	3,800	3,800
Các khoản phải thu	14,560	11,941	18,113	25,136
Hàng tồn kho, ròng	2,167	1,795	2,818	3,791
TÀI SẢN DÀI HẠN	41,320	51,110	62,489	57,957
Phải thu dài hạn	0	0	0	0
Tài sản cố định	26,402	24,321	52,366	47,834
Tài sản dở dang dài hạn	9,032	19,743	3,077	3,077
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	36,243	46,675	57,992	60,799
Nợ ngắn hạn	26,785	35,134	42,294	49,974
Phải trả người bán	15,947	17,159	14,487	21,851
Người mua trả tiền trước	1	3	3	3
Vay ngắn hạn	5,507	13,508	23,342	23,658
Nợ dài hạn	9,458	11,540	15,698	10,825
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	7,172	9,151	13,307	8,434
VỐN CHỦ SỞ HỮU	34,166	34,607	39,517	40,677
Vốn góp	23,419	23,419	30,679	30,679
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	3,959	4,032	3,724	4,174
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	4,074	4,460	2,411	3,053
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,714	2,696	2,703	2,771
Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
Chỉ số định giá				
P/E	38.8	32.2	28.4	29.1
P/E pha loãng	38.8	32.2	28.4	29.1
P/B	1.2	1.2	1.0	1.0
P/S	1.4	1.3	1.1	0.8
P/Tangible Book	1.2	1.2	1.0	1.0
P/Cash Flow	12.0	9.2	-6.2	7.0
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	11.1	13.7	15.3	8.3
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	32.9	49.5	35.3	28.0
Hiệu quả quản lý				
ROE%	4	4	4	4
ROA%	2	2	2	2
ROIC%	4	2	3	4
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.5	0.3	0.3
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.0	0.8	0.7	0.8
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.1	0.9	0.8	0.9
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.2	0.3	0.3	0.2
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.4	0.6	0.6
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.2	0.2	0.2
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.8	1.0	1.1	1.2
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.4	0.4	0.4	0.5
Tổng công nợ/Vốn CSH	1.1	1.3	1.5	1.5
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.5	0.6	0.6	0.6
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.1	2.3	2.5	2.4
Hệ số quay vòng HTK	12.1	14.3	12.2	12.6
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	1.5	1.3	1.7	2.1

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.