

TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM – CTCP (POW)

Ngành	Điện
KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá mục tiêu	20,271
Giá hiện tại	13,000
Upside	56%
Ngày	08/07/2022

KẾT QUẢ KINH DOANH NỬA ĐẦU NĂM VƯỢT KẾ HOẠCH

Kết quả kinh doanh nửa đầu năm vượt kế hoạch bất chấp khó khăn. Tổng sản lượng điện của POW đạt 7.1 tỷ kWh, vượt 15% so với kế hoạch 6 tháng đầu năm 2022. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 1,159 tỷ đồng, tăng so với kế hoạch là -438 tỷ đồng. Nguyên nhân đến từ (1) Sản lượng điện từ các nhà máy điện hầu hết đều tăng so với kế hoạch, (2) Giá điện trong nửa đầu năm tăng mạnh.

Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 hoạt động hiệu quả. Sản lượng điện của hai nhà máy lần lượt đạt 824 Triệu kWh và 2,176 Triệu kWh, tăng mạnh so với kế hoạch 6 tháng đầu năm 2022.

Sản lượng điện của hai nhà máy thủy điện tăng mạnh so với kế hoạch. Nhờ tình hình thủy văn thuận lợi nên hai nhà máy thủy điện của POW là NMD Hòa Na và Đakdrinh đều vận hành khá tốt, sản lượng điện các nhà máy vượt lần lượt 42% và 60% so với kế hoạch 6 tháng.

TRIỂN VỌNG

Thủy điện tiếp tục hưởng lợi. Do La Nina có khả năng kéo dài đến hết năm 2022, quý 3 và 4 sẽ là mùa phát điện cao điểm của NMD Hòa Na và Đakdrinh, vậy nên, chúng tôi cho rằng hai nhà máy thủy điện của POW sẽ được hưởng lợi khi giá bán điện cao hơn năm ngoái đồng thời được tăng huy động điện.

Giá dầu giảm về vùng cân bằng quanh 80 USD/thùng. Chúng tôi nhận định rằng giá dầu thế giới sẽ giảm về quanh mức 80 USD/thùng. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng rằng giá khí cũng sẽ giảm và sẽ có những tác động tích cực lên sản lượng của các nhà máy điện khí của PV Power.

RỦI RO

Rủi ro bên ngoài đến từ việc giá dầu tiếp tục neo cao, ảnh hưởng đến giá bán điện và Qc của các nhà máy điện khí của POW.

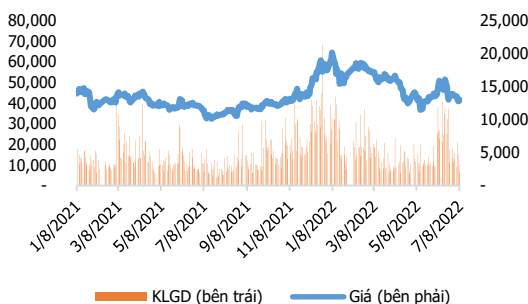
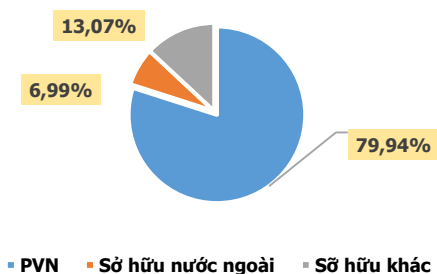
DỰ BÁO KQKD 2022

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2022 của POW với DTT và LNST lần lượt đạt 25,233 tỷ đồng và 1,523 tỷ đồng với các giả định (1) Tổng sản lượng điện năm 2022 của POW đạt 13,945 Triệu kWh; (2) Các nhà máy thủy điện của POW sẽ đóng góp tốt vào lợi nhuận của Tổng công ty; (3) Giá bán điện tại các NMD của POW sẽ bù đắp được cho việc sản lượng điện giảm sút.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu là 20,271đ/cp. Chúng tôi đánh giá POW là một cổ phiếu phù hợp để nắm giữ theo chiến lược đầu tư tăng trưởng dài hạn.

Một số chỉ tiêu chính

	2021A	2022F
Doanh thu (tỷ D)	24,565	25,233
LN gộp (tỷ D)	2,543	2,559
EBIT (tỷ D)	2,404	2,402
LN ròng (VND)	2,032	1,524
Tăng trưởng LNR (%)	-23.7%	-25.8%
EPS (VND)	760	570
Tăng trưởng EPS (%)	-24.0%	-25.8%
BVPS (VND)	13,592	14,251
ROE (%)	6.4%	4.7%
ROA (%)	3.8%	2.8%

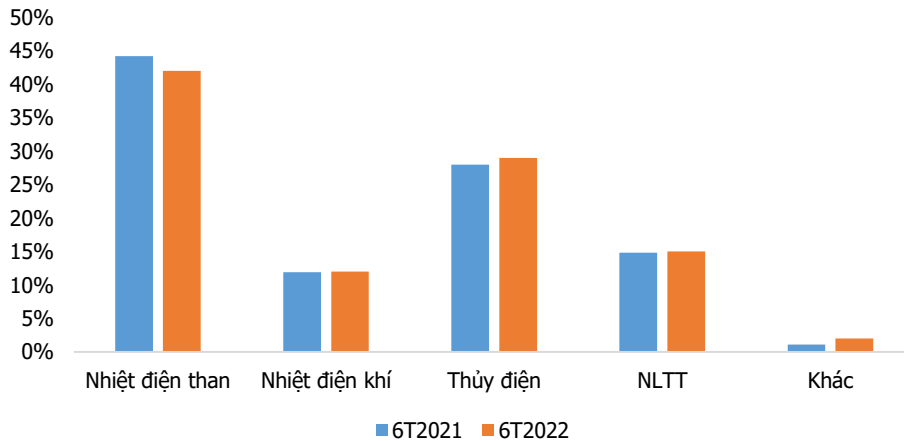
Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông
Cơ cấu cổ đông PV Power

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH

Nguyễn Minh Quang
quangnm@psi.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH NỬA ĐẦU NĂM VƯỢT KẾ HOẠCH

Kết quả kinh doanh của POW nửa đầu năm 2022 vượt kế hoạch quý bất chấp những khó khăn. Theo EVN, sản lượng điện thương phẩm nửa đầu năm 2022 đạt khoảng 134 tỷ kWh (+19% YoY), chỉ 12% trong đó là huy động từ nhiệt điện khí. Tuy nhiên, EVN phải huy động từ nhiệt điện khí để đảm bảo nguồn cung trong bối cảnh giảm huy động nhiệt điện than do gặp khó khăn về nguồn cung than nhập khẩu và năng lượng tái tạo đối mặt với sự bất ổn về công suất khả dụng tại một số thời điểm.

Cơ cấu huy động các nguồn điện

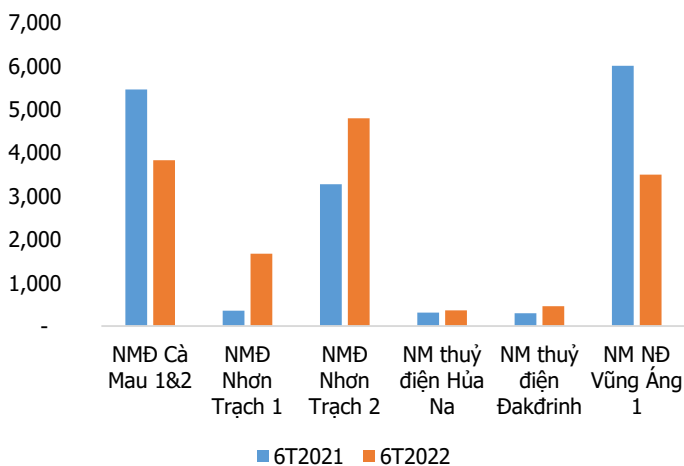


Nguồn: EVN, PSI tổng hợp

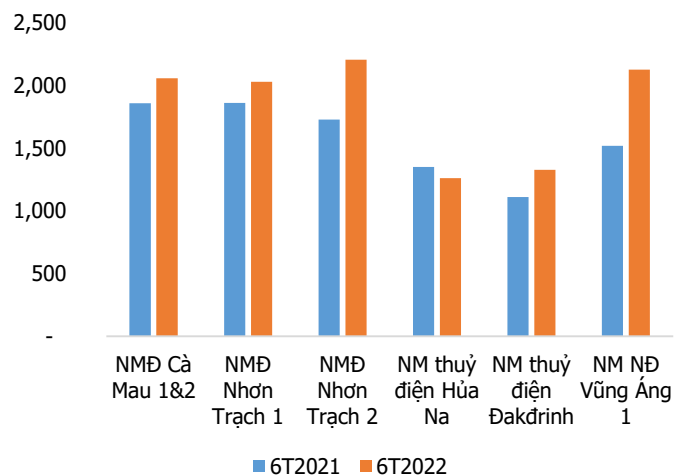
Theo đó, tổng sản lượng điện và doanh thu của POW đạt 7.1 tỷ kWh và 14,865 tỷ đồng, lần lượt vượt 15% và 42% kế hoạch 6 tháng đầu năm 2022. Lợi nhuận sau thuế cũng ghi nhận đạt khoảng 1,159 tỷ đồng, tăng so với kế hoạch là -438 tỷ đồng. Nguyên nhân là do: (1) Sản lượng điện từ các nhà máy điện hầu hết đều tăng so với kế hoạch, (2) Giá điện trong nửa đầu năm tăng mạnh.

Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 hoạt động hiệu quả. Mặc dù giá khí đầu vào nhà máy Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 bình quân 6 tháng ở mức cao là khoảng hơn 10 USD/Triệu BTU (tăng 15% so với kế hoạch) nhưng do hai nhà máy nằm ở trung tâm phụ tải, hai nhà máy có cấu hình lên xuống máy linh hoạt, kết hợp với việc các nhà máy điện khác trùng tu nên hai nhà máy chào giá hiệu quả nên sản lượng điện của hai nhà máy lần lượt đạt 824 Triệu kWh và 2,176 Triệu kWh, tăng mạnh so với kế hoạch 6 tháng đầu năm 2022.

Sản lượng điện các nhà máy PV Power



Giá bán điện các nhà máy PV Power



Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1&2 được giao Qc cao nhưng chưa thể vận hành tối đa công suất. Mặc dù giá khí bình quân của NMD Cà Mau 1&2 là khá cao, hơn 10 USD/Triệu BTU (tăng khoảng 20% so với kế hoạch) nhưng nhà máy vẫn được giao Qc cao trong 6

tháng đầu năm. Tuy nhiên, do khó khăn về nguồn khí nên nhà máy không thể vận hành tối đa công suất và chỉ đạt khoảng 1,863 Triệu kWh, hoàn thành 88% kế hoạch nửa đầu năm.

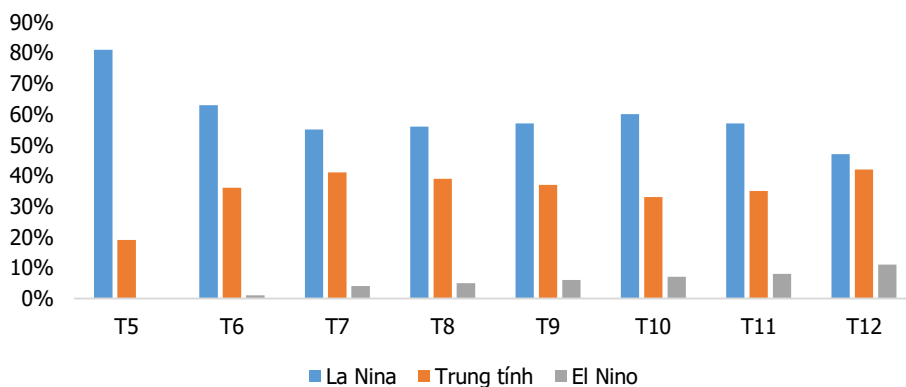
Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1 không thể vận hành tối đa tổ máy. Do tổ máy số 1 vẫn đang trong quá trình sửa chữa nên NMD Vũng Áng 1 chỉ hoạt động một tổ máy. Do thiếu nguồn than nên nhà máy không đủ để vận hành tối đa tổ máy. Tổ máy số 2 NMD Vũng Áng 1 chỉ vận hành trung bình khoảng 9,0 triệu kWh/ngày tại một số thời điểm, tổng sản lượng của nhà máy Vũng Áng 1 trong 6 tháng đạt 1,646 Triệu kWh, hoàn thành 91% kế hoạch 6 tháng đầu năm.

Sản lượng điện của hai nhà máy thủy điện tăng mạnh so với kế hoạch. Nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi, lượng nước về hồ thủy điện của hai nhà máy điện Hòa Na và Đakdrinh đủ cho hoạt động sản xuất. Sản lượng điện trong 6 tháng của hai nhà máy điện Hòa Na và Đakdrinh đạt lần lượt 290 Triệu kWh và 348 Triệu kWh, vượt kế hoạch 6 tháng 42% và 60%

TRIỂN VỌNG

Thủy điện tiếp tục hưởng lợi. Theo dự báo của IRI và Trung tâm khí tượng thủy văn, các đợt nắng nóng trong năm nay sẽ giảm bớt và hiện tượng La Nina có thể kéo dài đến hết năm 2022 nên thủy điện có thể sẽ được huy động tối đa sản lượng. Bên cạnh đó, sản lượng huy động từ nguồn điện tái tạo biến động mạnh trong ngày cùng với rủi ro về việc giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục neo cao sẽ làm giảm khả năng cạnh tranh của nguồn năng lượng tái tạo và nhiệt điện.

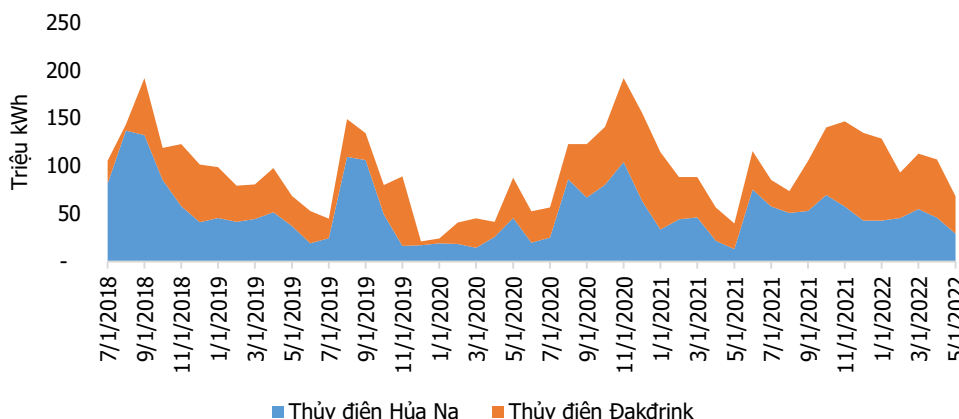
Dự báo của IRI về ENSO 2022



Nguồn: IRI, PSI tổng hợp

Khoảng thời gian 6 tháng cuối năm cũng là thời điểm các nhà máy thủy điện của PV Power được huy động nhiều, do vậy chúng tôi cho rằng các nhà máy thủy điện của POW sẽ tiếp tục duy trì triển vọng tích cực khi hưởng lợi với giá bán điện cao hơn năm ngoái đồng thời được tăng huy động.

Sản lượng điện các nhà máy thủy điện PV Power

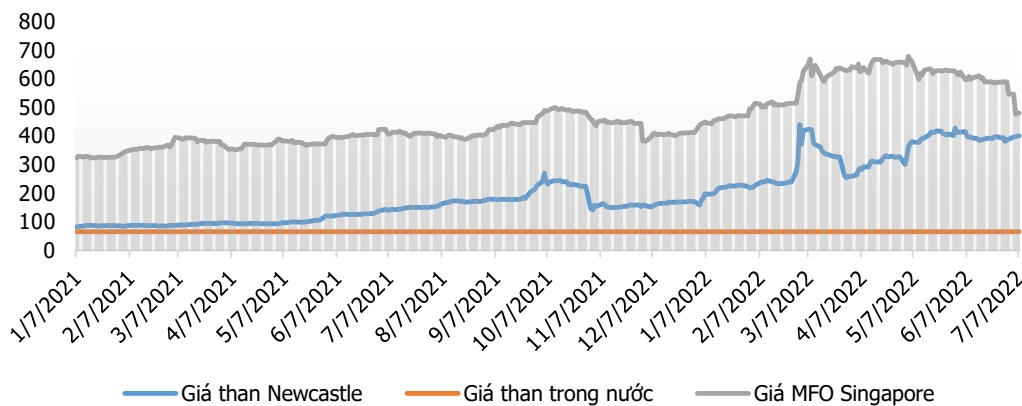


Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

Giá dầu thế giới giảm về điểm cân bằng quanh 80 USD/thùng. Chúng tôi nhận định rằng giá dầu tăng mạnh trong bối cảnh lo ngại thiếu hụt nguồn cung lớn từ Nga, tuy nhiên trong 3 tháng qua, Trung Quốc và Ấn Độ đã tích cực mua thêm hơn 550,000 thùng/mỗi ngày so với thời điểm trước đây. Vì vậy, sự hao hụt nguồn cung từ Nga trong thực tế ít hơn nhiều so với những e ngại về cán cân cung cầu thế giới. Bên cạnh đó, theo nhận định từ Citigroup, nếu xuất hiện suy thoái kinh tế, giá dầu thô có thể giảm xuống 65 USD/thùng vào cuối năm nay. Với việc giá khí dầu vào các nhà máy điện khí đối chiếu theo giá dầu thế giới, chúng tôi kỳ vọng rằng giá khí cũng sẽ giảm và sẽ có những tác động tích cực lên sản lượng Qc của các nhà máy điện khí của PV Power.

Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1 kỳ vọng sẽ được huy động nhiều hơn. PV Power đã chủ động tồn kho than cho nhà máy Vũng Áng 1 từ cuối năm 2021, nhập 650,000 tấn than từ TKV trong năm 2022 và đấu thầu thêm để đảm bảo đủ than cho NMD Vũng Áng 1 hoạt động. Trong bối cảnh giá than thế giới tăng cao, nhà máy điện than sử dụng than trong nước sẽ được hưởng lợi hơn các nhà máy sử dụng than nhập khẩu do chi phí biến đổi thấp hơn, chúng tôi kỳ vọng NMD Vũng Áng 1 sẽ được huy động nhiều hơn trong thời gian tới.

Biến động giá năng lượng cơ sở



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 3&4 sẽ hoàn thành đúng tiến độ. PV Power đã ký hợp đồng EPC vào 14/3 và khởi công trong quý 2/2022. Theo kế hoạch, NMD Nhơn Trạch 3 vận hành thương mại từ quý 4/2024 và Nhơn Trạch 4 từ quý 2/2025. Hiện tại, tiến độ san lấp mặt bằng đang được tích cực triển khai, dự kiến 11 tháng nữa sẽ bàn giao nền móng. Về hợp đồng mua bán khí, POW đang làm việc với PV GAS để hoàn thành hợp đồng mua LNG trong 15 năm để có mức giá phù hợp. Đồng thời, PV Power đang đàm phán PPA với EVN và đã trình lên Bộ Công Thương phê duyệt. Như vậy, chúng tôi cho rằng, POW có khả năng hoàn thành dự án đúng tiến độ và đưa vào vận hành hai nhà máy này trong năm 2024 - 2025. Sau khi đi vào vận hành, Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 dự kiến sẽ đạt sản lượng 9 tỷ kWh/năm, đóng góp doanh thu hàng năm khoảng 3,600 tỷ đồng.

RỦI RO

Trong ngắn hạn, rủi ro bên ngoài sẽ đến từ việc giá khí đầu vào tiếp tục neo cao, ảnh hưởng đến Qc các nhà máy nhiệt điện khí. Với việc tình hình xung đột địa chính trị giữa Nga và Ukraine vẫn tiếp tục, giá dầu tăng cao khiến cho giá dầu MFO vẫn đang neo ở mức giá cao, ảnh hưởng đến giá bán điện và Qc của các nhà máy nhiệt điện khí của POW.

DỰ BÁO KQKD 2022

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2022 của POW với DTT và LNST lần lượt đạt 25,233 tỷ đồng và 1,523 tỷ đồng dựa trên các giả định:

- (1) Tổng sản lượng điện sản xuất năm 2022 của POW đạt 13,945 Tr.Kwh;
- (2) Các nhà máy thủy điện của POW sẽ tiếp tục được hưởng lợi, đóng góp tốt vào lợi nhuận của POW;
- (3) Giá bán điện tại các NMD của POW vẫn được duy trì và sẽ bù đắp được cho việc sản lượng điện giảm sút.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và so sánh EV/EBITDA để định giá đối với POW. Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

- **Phương pháp EV/EBITDA:**

Mã cổ phiếu	EV/EBITDA
VSH	6.51
TMP	7.45
TBC	6.4
S4A	8.11
NTH	6.39
NT2	5.7
HJS	6.05
GEG	11.69
CHP	5.84
Trung bình ngành	7.13

EV/EBITDA trung bình ngành 7.13 là hệ số mục tiêu để định giá POW. Giá trị cổ phiếu POW là: 27,928 đồng/cổ phiếu.

- **Phương pháp FCFE:**

	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	3,684,332	2,399,887	2,402,018	2,763,702	3,002,504
Chi phí lãi vay	-559,507	37,058	-684,119	-1,411,008	-1,709,287
Thuế doanh nghiệp	11.97%	7.09%	9.00%	9.00%	9.00%
CAPEX	-130,354	-272,698	-14,505,000	-14,510,000	-14,515,000
Khấu hao	2,823,855	2,817,368	3,779,036	3,835,374	3,893,748
Thay đổi vốn lưu động	2,868,510	1,160,350	-4,369,458	1,973,020	710,559
Nợ vay ròng	-5,141,700	-3,952,101	6,727,979	8,031,552	6,502,993
Dòng tiền tự do	-2,565,892	-303,624	1,934,762	-3,385,142	-3,651,990

Giá trị dòng tiền đã chiết khấu	29,540,579
SLCP đang lưu hành	2,341,871,600
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	12,614

- **Tổng hợp kết quả định giá:**

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (đ/cp)
FCFE	50%	12,614
EV/EBITDA	50%	27,928
Tổng hợp kết quả định giá		20,271

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu là 20,271đ/cp. Chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu cho cổ phiếu POW do những yếu tố về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán không thuận lợi như dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá POW là một cổ phiếu phù hợp để nắm giữ theo chiến lược đầu tư tăng trưởng dài hạn. Trong tương lai, khi POW hoàn thành và bắt đầu đưa vào vận hành các nhà máy LNG, KQKD của POW sẽ có sự tăng trưởng vượt bậc.

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2020A	2021A	2022F
Doanh thu thuần	29,732	24,566	25,233
Giá vốn hàng bán	25,741	22,023	22,674
Lợi nhuận gộp	3,991	2,543	2,559
Doanh thu hoạt động tài chính	440	690	489
Chi phí tài chính	999	653	1,173
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	44	22	23
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	1,209	138	157
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,266	2,464	1,741
Lợi nhuận khác	20	(120)	20
Lợi nhuận trước thuế	2,286	2,344	1,721
Lợi nhuận sau thuế	2,663	2,053	1,524
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,365	1,799	1,335
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	298	254	188
Doanh thu thuần	29,732	24,566	25,233
Balance Sheet (VND bn)	2020A	2021A	2022F
Tài sản ngắn hạn	16,897	16,279	9,772
I. Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	7,858	8,137	1,403
II. Phải thu ngắn hạn	7,196	5,802	5,961
III. Hàng tồn kho	1,728	1,838	1,893
IV. Tài sản ngắn hạn khác	115	502	516
Tài sản dài hạn	37,151	36,053	46,669
I. Tài sản cố định	34,615	31,869	28,770
II. Đầu tư tài chính dài hạn	1,028	809	809
III. Tài sản dài hạn khác	1,509	3,374	17,090
Tổng tài sản	54,048	52,332	56,441
Nợ phải trả	22,784	20,817	23,403
I. Nợ ngắn hạn	16,480	16,712	12,469
II. Nợ dài hạn	6,304	4,106	10,934
1. Các khoản phải trả dài hạn	912	416	647
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,391	3,689	10,287
Vốn chủ sở hữu	31,267	31,850	33,374
1. Vốn điều lệ	23,419	23,419	23,419
2. Thặng dư vốn cổ phần	(0.3)	(0.3)	(0.3)
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	5,119	5,449	6,784
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,729	2,983	3,171
Tổng nguồn vốn	54,048	52,332	56,441

Chỉ số chính	2020A	2021A	2022F
Định giá			
EPS	999	768	570
BVPS	13,351	13,600	14,251
Cổ tức	4.4%	2.0%	0.0%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	15.4%	10.3%	10.1%
Biên EBITDA	21.9%	21.2%	24.5%
Biên lợi nhuận trước thuế	9.7%	9.5%	7.0%
ROE	8.8%	6.5%	4.7%
ROA	4.9%	3.9%	2.8%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-16.0%	-17.4%	2.7%
Lợi nhuận gộp	-10.9%	-44.6%	0.8%
Lợi nhuận sau thuế	-6.7%	-22.9%	-25.8%
EPS	-17.2%	-23.1%	-25.8%
Tổng tài sản	-3.0%	-3.2%	7.9%
VCSH	6.0%	1.9%	4.8%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.03	0.97	0.78
Thanh toán nhanh	0.92	0.86	0.63
Nợ/tài sản	0.23	0.16	0.27
Nợ/VCSH	0.40	0.27	0.46
Khả năng thanh toán lãi vay	4.55	4.71	2.34



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp. Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4, phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Trần Anh Tuấn, CFA

Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: tuanta@psi.vn

Bùi Đăng Thành

Trưởng Bộ phận Quan hệ Quốc tế
Email: thanhbdt@psi.vn

Nguyễn Thị Minh Trang

Phó phòng Truyền thông – Chỉ số
Email: trangntm@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: phamhoang@psi.vn

Tô Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: baotq@psi.vn

Nguyễn Đức Duy

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: duynd@psi.vn

Đồng Việt Dũng

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: dungdv@psi.vn

Vũ Thị Ngọc Lê

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: levtn@psi.vn

Nguyễn Thị Huyền Trang

Chuyên viên Quan hệ Quốc tế
Email: trangnth@psi.vn

Nguyễn Minh Quang

Chuyên viên IR – Phòng Truyền thông – Chỉ số
Email: quangnm@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Chuyên viên Truyền thông – Phòng Truyền thông và Chỉ số
Email: myvh@psi.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.