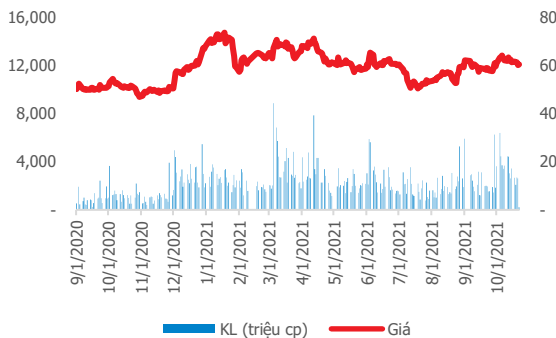


TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM – CTCP (POW)
Ngành Điện TRIỂN VỌNG DÀI HẠN SÁNG SỬA TỪ CÁC DỰ ÁN ĐIỆN KHÍ LNG
KHUYẾN NGHỊ MUA

Giá mục tiêu	14,600
Giá hiện tại	12,650
Upside	15.4%

Ngày 29/10/2021

Một số chỉ tiêu chính	2020	2021F
Doanh thu (tỷ VND)	29,732	25,788
LN gộp (tỷ VND)	4,580	4,052
EBIT (tỷ VND)	3,371	2,904
LN ròng (VND)	2,663	2,316
Tăng trưởng LNR (%)	-6.7%	-13.0%
EPS (VND)	999	879
Tăng trưởng EPS (%)	-17.2%	-12.1%
BVPS (VND)	13,351	14,226
ROE (%)	4.4%	5.0%
ROA (%)	8.8%	7.2%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	79.94%
Cổ đông khác	20.06%

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH
Vũ Thị Ngọc Lê

levtn@psi.vn

Kết quả kinh doanh quý III chịu tác động tiêu cực bởi dịch Covid-19.

Doanh thu 9 tháng đầu năm của POW đạt 20,967 tỷ đồng, giảm 3.8% so với cùng kỳ do nhu cầu phụ tải trên hệ thống giảm liên tục trong quý II và quý III dưới tác động của các chỉ thị giãn cách xã hội nhằm ngăn chặn sự lây lan của dịch Covid-19.

Sản lượng phục hồi trong quý IV. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của POW sẽ hồi phục trong quý IV, nhất là với các nhà máy điện khí khi các tỉnh phía Nam dỡ bỏ các chỉ thị giãn cách và các khu công nghiệp, nhà máy hoạt động trở lại khiến nhu cầu điện tăng lên.

Kỳ vọng lợi nhuận cao từ Nhà máy Nhiệt điện Cà Mau 1&2 sau khi hết khấu hao. NMD Cà Mau 1&2 đã hết khấu hao máy móc thiết bị trong năm 2021 và đang trong quá trình đàm phán lại PPA với EVN/EPTC. Chúng tôi kỳ vọng giá điện đàm phán được không thấp hơn nhiều so với giá hiện tại trong khi không còn chi phí khấu hao sẽ đóng góp tích cực vào lợi nhuận của POW những năm tới.

Triển vọng dài hạn sáng sủa nhờ các dự án nhà máy điện khí LNG. Dự án Nhơn Trạch 3&4 đang được POW tích cực triển khai, nhiều khả năng có thể hoàn thành chọn nhà thầu EPC và khởi công gói EPC ngay trong quý IV năm 2021. Chúng tôi cho rằng dự án này hoàn toàn có khả năng hoàn thành đúng tiến độ và đi vào vận hành từ năm 2024, đóng góp hàng năm sản lượng điện khoảng 9 tỷ kWh, tăng thêm so với sản lượng bình quân hàng năm hiện tại khoảng 40%.

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu và lợi nhuận của POW năm 2021 đạt lần lượt là 25,788 tỷ đồng và 2,316 tỷ đồng, tương đương với 90.8% và 149.6% kế hoạch năm dựa trên điều chỉnh các giả định (1) tổng sản lượng điện sản xuất năm 2021 giảm 20.2% so với cùng kỳ (2) giá bán điện bình quân các nhà máy tăng 8% so với bình quân năm 2020.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu POW với giá mục tiêu 12 tháng là 14,600đ/cp. Chúng tôi đánh giá POW là một cổ phiếu phù hợp để đầu tư dài hạn do doanh nghiệp hoạt động trong ngành ổn định, có vai trò quan trọng trong nền kinh tế và nhu cầu tăng trưởng dài hạn. Ngoài ra, POW còn có nhiều động lực cho tăng trưởng trong tương lai từ việc đầu tư hàng loạt các dự án điện khí mới, loại hình dự kiến sẽ đóng góp khoảng 20% tổng công suất nguồn điện của cả nước vào năm 2030 theo Dự thảo quy hoạch điện VIII.

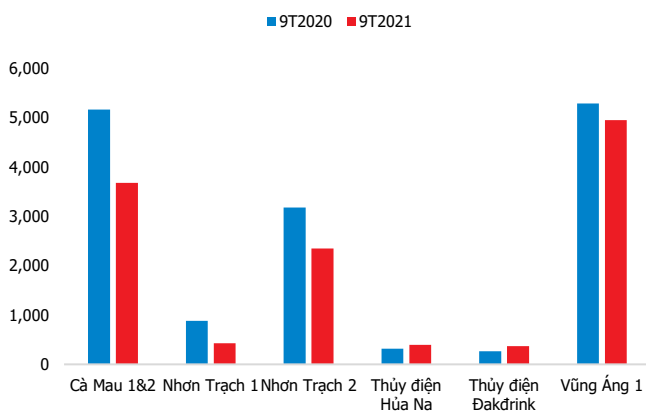
Kết quả kinh doanh quý III chịu tác động tiêu cực bởi dịch Covid. Tổng sản lượng điện quý III của POW đạt 2.7 tỷ kWh, giảm 35.7% so với cùng kỳ do ảnh hưởng của chỉ thị giãn cách xã hội kéo dài suốt nhiều tháng khiến cho nhu cầu phụ tải của hệ thống giảm

mạnh. Sản lượng tiêu thụ điện bình quân mỗi ngày tại khu vực miền Nam trong quý III đã giảm 23.4% so với quý trước và 13.6% so với cùng kỳ.

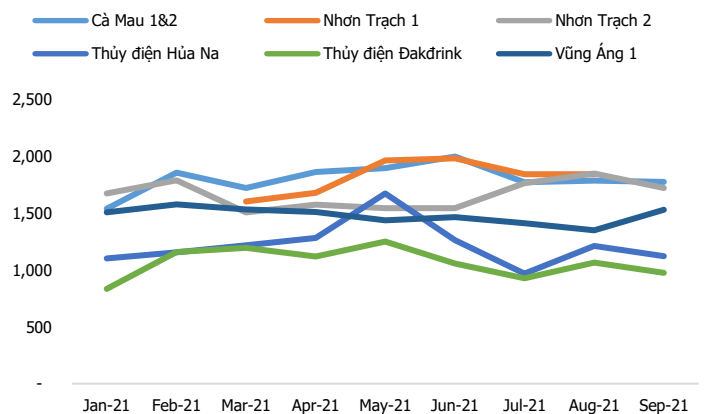
Tính chung 9 tháng đầu năm, tổng sản lượng điện các nhà máy của POW đạt 12.2 tỷ kWh, chỉ bằng 81% so với cùng kỳ. Trong đó, các nhà máy điện khí của POW gặp nhiều khó khăn do sản lượng huy động trong năm thấp. Hai nhà máy thủy điện Hòa Na và Đakdrinh có điều kiện sản xuất thuận lợi, sản lượng huy động tăng lần lượt 23% và 41% so với cùng kỳ. Nhà máy điện Vũng Áng 1 hoạt động tương đối ổn định nhờ chi phí sản xuất không tăng do sử dụng nguồn than trong nước, sản lượng điện phát 9 tháng đạt gần 5 tỷ kWh, giảm nhẹ 6% yoy.

Doanh thu 9 tháng đầu năm của Tổng công ty đạt 20,967 tỷ đồng, giảm nhẹ 3.8% so với cùng kỳ nhờ giá phát điện bình quân các nhà máy của POW cao hơn cùng kỳ 18.7%. Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đạt 2,033 tỷ đồng, tăng 36.7% nhờ ghi nhận khoản thoái vốn PV Machino lãi 306 tỷ đồng và chi phí lãi vay hợp nhất giảm mạnh so với cùng kỳ sau khi NT2 tắt toán khoản vay ngoại tệ.

SẢN LƯỢNG ĐIỆN SẢN XUẤT



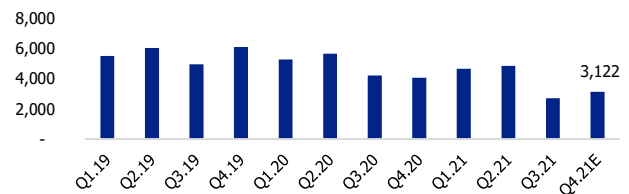
GIÁ PHÁT ĐIỆN



Nguồn: POW, PSI ước tính

Sản lượng phục hồi trong quý IV. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của POW sẽ hồi phục trong quý IV, nhất là với các nhà máy điện khí khi các tỉnh phía Nam dỡ bỏ các chỉ thị giãn cách và các khu công nghiệp, nhà máy hoạt động trở lại khiến nhu cầu điện tăng lên. Theo đánh giá của chúng tôi, các nhà máy điện khí của POW sẽ được huy động sản lượng cao hơn trong quý cuối năm do cung cấp điện cho khu vực có nhiều khu công nghiệp lớn (Đồng Nai, Bình Dương). Sản lượng điện quý IV của POW được chúng tôi ước tính là khoảng 3.12 tỷ kWh, tăng 15.4% so với quý trước.

SẢN LƯỢNG ĐIỆN SẢN XUẤT



Nguồn: POW, PSI ước tính

Kỳ vọng lợi nhuận cao từ Nhà máy Nhiệt điện Cà Mau 1&2 sau khi hết khấu hao. NMD Cà Mau 1&2 đã hết khấu hao máy móc thiết bị trong năm 2021 và đang trong quá trình đàm phán lại PPA với EVN/EPTC. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ đàm phán được giá điện tốt, không thấp nhiều so với giá hiện tại trong khi giảm được đáng kể chi phí do máy móc đã hết khấu hao. Chúng tôi cho rằng, việc Nhà máy điện Cà Mau có thể đàm phán được giá phát điện theo PPA cao sẽ là yếu tố quan trọng giúp cho POW cải thiện biên lợi nhuận trong những năm tiếp theo.

Triển vọng dài hạn sáng sủa nhờ các dự án nhà máy điện khí LNG. Mục tiêu của POW là sẽ hoàn thành lựa chọn nhà thầu EPC cho dự án Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 trong quý IV, đồng thời phấn đấu để có thể khởi công gói thầu EPC ngay trong năm nay. Về việc thu xếp nguồn vốn cho dự án, đã có hai ngân hàng là Techcombank và MBbank chịu trách nhiệm hỗ trợ PV Power xây dựng cấu trúc tài chính, điều phối công tác thu xếp vốn từng phần và toàn bộ nhằm đảm bảo dự án đúng tiến độ. Hai ngân hàng này đều từng tài trợ vốn cho PV Power thông qua các dự án Nhà máy điện Nhơn Trạch 2, CTCP Thủy điện Đakdrinh, CTCP Thủy điện Hòa Na... 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. 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.

Ngoài ra, PVPower cũng đã bắt đầu khởi động Dự án điện khí LNG Quảng Ninh công suất 1,500MW với tổng mức đầu tư khoảng 48,000 tỷ đồng. Theo kế hoạch, dự án này sẽ được vận hành thương mại vào năm 2026-2027.

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu và lợi nhuận của POW năm 2021 đạt lần lượt là 25,788 tỷ đồng và 2,316 tỷ đồng, tương đương với 90.8% và 149.6% kế hoạch năm dựa trên điều chỉnh các giả định:

(1) Tổng sản lượng điện sản xuất năm 2021 giảm 16.8% so với cùng kỳ, về mức 15.3 tỷ kWh sau 2 quý liên tiếp chịu tác động tiêu cực từ dịch Covid-19 và cạnh tranh phát điện tăng lên khi các nguồn điện tái tạo được bổ sung vào hệ thống với công suất rất lớn;

(2) Giá bán điện bình quân các nhà máy tăng 8% so với bình quân năm 2020;

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá là DCF và P/E với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VND/cp)
DCF	50%	15,508
P/E	50%	13,692
Tổng hợp kết quả định giá		14,600

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cổ phiếu POW với giá mục tiêu 12 tháng là 14,600đ/cp. Chúng tôi đánh giá POW là một cổ phiếu phù hợp để đầu tư dài hạn do doanh nghiệp hoạt động trong ngành ổn định, có vai trò quan trọng trong nền kinh tế và nhu cầu tăng trưởng dài hạn. Ngoài ra, POW còn có nhiều động lực cho tăng trưởng trong tương lai từ việc đầu tư hàng loạt các dự án điện khí mới, loại hình dự kiến sẽ đóng góp khoảng 20% tổng công suất nguồn điện của cả nước vào năm 2030 theo Dự thảo quy hoạch điện VIII.

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	Chỉ số chính	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	29,709	25,788	30,181	Định giá			
Giá vốn hàng bán	25,090	21,736	24,252	EPS	999	879	1,145
Lợi nhuận gộp	4,619	4,052	5,929	BVPS	13,351	14,226	15,458
Doanh thu hoạt động tài chính	440	559	550	Cổ tức	4.4%	5.0%	5.0%
Chi phí tài chính	999	1,126	1,614	Khả năng sinh lời			
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	44	7	7	Biên lợi nhuận gộp	15.4%	15.7%	19.6%
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	1,209	1,147	1,342	Biên EBITDA	20.8%	25.4%	27.4%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,894	2,345	3,530	Biên lợi nhuận trước thuế	9.7%	10.6%	11.8%
Lợi nhuận khác	20	380	22	ROE	8.8%	7.2%	8.7%
Lợi nhuận trước thuế	2,914	2,725	3,508	ROA	4.9%	4.3%	5.0%
Lợi nhuận sau thuế	2,663	2,316	3,019	Tăng trưởng			
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,365	2,057	2,682	Doanh thu	-16.0%	-13.3%	17.0%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	298	259	338	Lợi nhuận gộp	-10.9%	-11.5%	46.3%
				Lợi nhuận sau thuế	-6.7%	-13.0%	30.3%
				EPS	-17.2%	-12.1%	30.3%
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	Tổng tài sản	-3.0%	0.5%	20.5%
Tài sản ngắn hạn	16,897	16,752	20,966	VCSH	6.0%	6.5%	8.7%
I. Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn	7,858	8,285	11,173	Thanh khoản			
II. Các khoản phải thu ngắn hạn	7,196	6,241	7,304	Thanh toán hiện hành	1.03	1.25	1.32
III. Hàng tồn kho	1,728	2,126	2,372	Thanh toán nhanh	0.92	1.09	1.17
IV. Tài sản ngắn hạn khác	115	100	117	Nợ/tài sản	0.23	0.24	0.30
Tài sản dài hạn	37,153	37,570	44,504	Nợ/VCSH	0.40	0.38	0.54
I. Tài sản cố định	34,614	31,513	28,521	Khả năng thanh toán lãi vay	4.17	3.12	3.24
II. Đầu tư tài chính dài hạn	1,028	1,028	1,028				
III. Tài sản dài hạn khác	1,511	5,030	14,956				
Tổng tài sản	54,050	54,322	65,471				
Nợ phải trả	22,784	21,008	29,271				
I. Nợ ngắn hạn	16,480	13,364	15,851				
II. Nợ dài hạn	6,304	7,644	13,419				
1. Các khoản phải trả dài hạn	912	661	774				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,391	6,983	12,645				
Vốn chủ sở hữu	31,267	33,315	36,200				
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	6,908	9,456				
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,729	2,988	3,326				
Tổng nguồn vốn	54,050	54,322	65,471				



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

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.