



CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ
PETROVIETNAM SECURITIES INC.

BÁO CÁO CẬP NHẬT

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



www.psi.vn

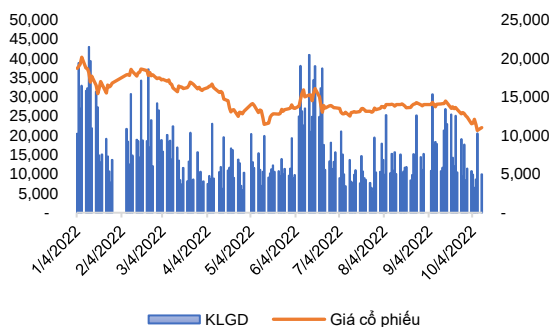
KHUYẾN NGHỊ: MUA
(UPSIDE 54.6%)

- Doanh thu PV Power 9 tháng đầu năm 2022 ước đạt 20.766 tỷ đồng, hoàn thành 85.7% kế hoạch năm.
- Giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh ở mức cao, bù đắp sản lượng điện giảm sút
- Giai đoạn cuối năm, các nhà máy thủy điện của POW sẽ được huy động nhiều, đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh.
- Mạng nhiệt điện sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong năm 2023.

POW
(HOSE)

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	17,014
Giá hiện tại (10/10/2022)	11,000
Upside	54.6%

Diễn biến giao dịch:



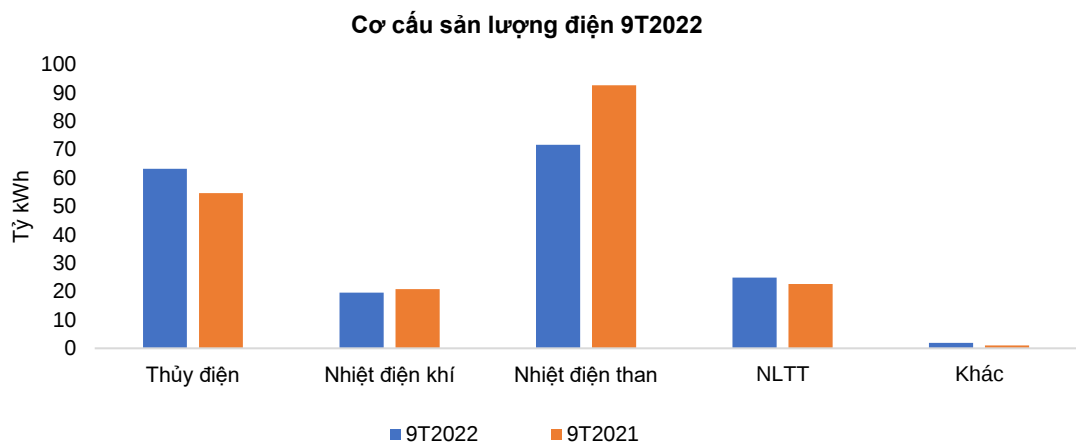
Đvt: Tỷ đồng	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	29,732	24,561	25,233
Lợi nhuận gộp	4,580	2,538	2,559
EBIT	3,684	2,400	2,402
Lợi nhuận ròng	2,663	2,053	1,524
Tăng trưởng LNR	-6.7%	-22.9%	-25.8%
EPS (VND)	999	768	570
Tăng trưởng EPS	-17.2%	-23.1%	-25.8%
BVPS (VND)	13,351	13,600	14,251
ROE	8.8%	6.5%	4.7%
ROA	4.9%	3.9%	2.8%

Nguyễn Minh Quang
Chuyên viên Phân tích
quangnm@psi.vn

Thủy điện chiếm ưu thế tuyệt đối. Theo EVN, sản lượng điện thương phẩm lũy kế 9 tháng đạt khoảng hơn 204.4 tỷ kWh (+6.3% YoY), trong khi thủy điện chiếm đến 34.8% thì chỉ có 10.8% là nhiệt điện khí. Nhờ tình hình thủy văn thuận lợi, thủy điện chiếm ưu thế tuyệt đối trên thị trường điện cạnh tranh khi chiếm đến khoảng 34.8% sản lượng huy động.

Trong khi đó, do thiếu hụt về nguồn than nhập khẩu và giá khí đầu vào neo cao dẫn đến sự sụt giảm về sản lượng nhiệt điện được huy động.

Các nguồn năng lượng tái tạo cũng không ghi nhận sự tăng trưởng mạnh về công suất huy động do công suất khả dụng tại một số thời điểm khá thấp.



Nguồn: EVN, PSI tổng hợp

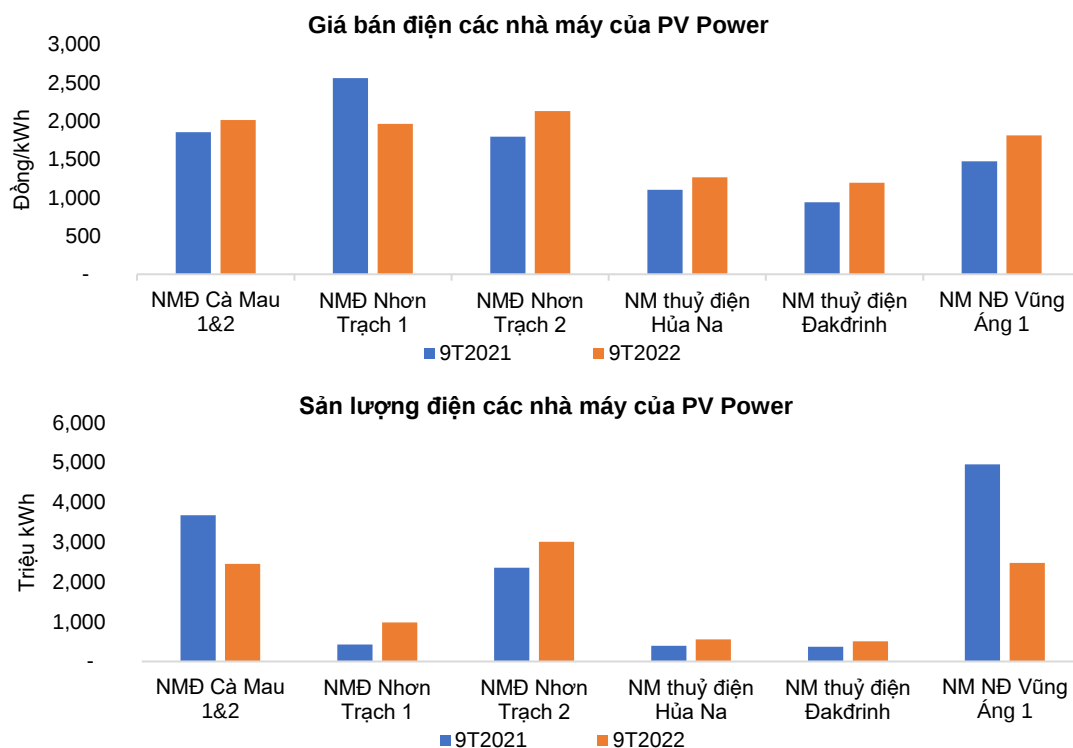
Hoạt động kinh doanh chính của POW gồm hai mảng là sản xuất điện và dịch vụ phụ trợ, trong đó, sản xuất điện là hoạt động kinh doanh cốt lõi chiếm hơn 90% doanh thu và lợi nhuận hàng năm. Các nhà máy của POW có tổng công suất 4.209.5 MW, mảng điện khí chiếm tỷ trọng cao nhất 64%, phần còn lại bao gồm mảng nhiệt điện than 28.5%, thủy điện 7.2% và năng lượng tái tạo 0.1%.

Nhà máy	Phân loại	Công suất	Sản lượng điện 9T (Tr.kWh)	Doanh thu 9T (Tỷ đồng)	KH Doanh thu 2022 (Tỷ đồng)	Tỷ lệ hoàn thành KH
Vũng Áng 1	Điện than	1,200 MW	2,478	5,204	6,670.3	78.0%
Cà Mau 1	Điện khí	750 MW	2,485	5,203	7,472.7	69.6%
Cà Mau 2		750 MW				
Nhơn Trạch 1		450 MW	989.8	2,149	1,476.8	145.5%
Nhơn Trạch 2		750 MW	3,073	6,671	6,077.9	109.8%
Hỏa Na	Thủy điện	180 MW	596	836	631.7	132.3%
Đakđrinh		125 MW	519	696	533.6	130.4%
PVPower REC	NLTT	4.5 MW	4.5	9	60.4	14.9%
Tổng cộng		4,209.5 MW	10,145	20,768	24,241.7	85.7%

Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

➤ KẾT QUẢ KINH VƯỢT KẾ HOẠCH NHỜ GIÁ BÁN ĐIỆN TĂNG CAO.

Theo đó, tổng sản lượng điện và doanh thu của POW ước đạt hơn 10.1 tỷ kWh và 20,766 tỷ đồng, lần lượt vượt 12% và 35% kế hoạch 9 tháng. Nguyên nhân là do: (1) Hầu hết các nhà máy điện đều được huy động nhiều nên sản lượng điện tăng so với kế hoạch, (2) Giá thị trường điện toàn phần tăng cao.



Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

Nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2 tiếp tục được huy động nhiều. Mặc dù giá khí đầu vào nhà máy Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 bình quân 9 tháng là khoảng 10 USD/Triệu BTU, tăng 20% so với kế hoạch là 8.31 USD/Triệu BTU, nhưng do hai nhà máy nằm ở trung tâm phụ tải và tiến hành chào giá hiệu quả nên sản lượng điện của hai nhà máy lần lượt ước đạt 990 Triệu kWh và 3,073 Triệu kWh, tăng mạnh so với kế hoạch 9 tháng và tăng so với cùng kỳ năm 2021. Thêm vào đó, nhờ việc giá bán điện tăng cao nên doanh thu tại 2 nhà máy này đều đã vượt kế hoạch năm 2022.

Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1&2 chưa thể vận hành tối đa công suất. Từ đầu tháng 8/2022, nhà máy thực hiện đại tu 1 tổ máy và do thiếu hụt về nguồn khí nên nhà máy không thể vận hành tối đa công suất và chỉ đạt khoảng 2,485 Triệu kWh, hoàn thành 82% kế hoạch sản lượng 9 tháng và giảm hơn 30% so với cùng kỳ 2021. Tính đến hết tháng 9/2022, nhà máy điện Cà Mau 1&2 hoàn thành gần 70% kế hoạch doanh thu năm.

Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1 vượt kế hoạch. Hiện tại tổ máy số 1 vẫn đang trong quá trình sửa chữa nên NMD Vũng Áng 1 chỉ hoạt động với 1 tổ máy, tuy nhiên, do Qc được giao cao và nhà máy có đủ than để vận hành nên sản lượng điện đạt 2,478 Triệu kWh, tương đương 102% kế hoạch 9 tháng. Doanh thu của nhà máy điện Vũng Áng 1 ghi nhận đạt khoảng 5,204 tỷ đồng, hoàn thành 78% kế hoạch năm.

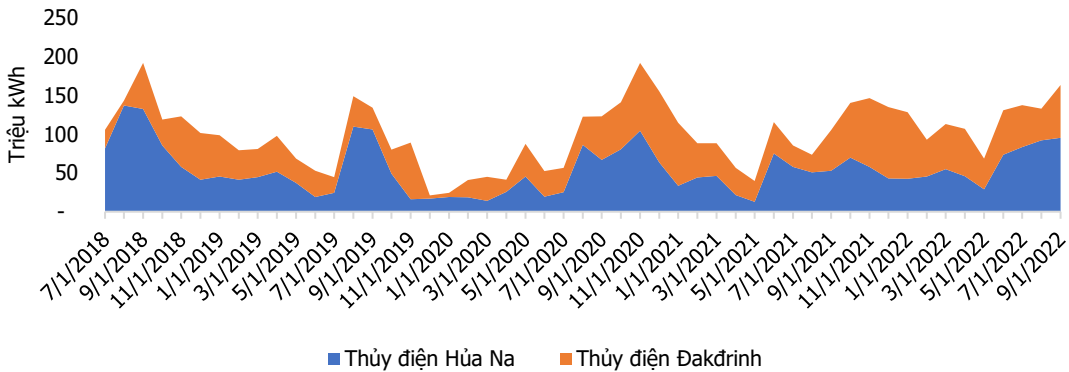
Hai nhà máy thủy điện được huy động tối đa. Nhờ tình hình thủy văn thuận lợi, lượng nước về hồ cao hơn bình quân nhiều năm nên hai nhà máy thủy điện của POW là NMD Hủa Na và Đakdrinh đều được huy động mạnh, sản lượng điện các nhà máy vượt lần lượt 42% và 38% so với kế hoạch 9 tháng. Ngoài ra, nhờ giá bán điện tăng cao, doanh thu của các nhà máy thủy điện đều vượt kế hoạch năm 2022.

➤ TRIỂN VỌNG

Thủy điện tiếp tục chiếm lợi thế trong giai đoạn cuối năm. Theo dự báo của IRI và Trung tâm khí tượng thủy văn, hiện tượng La Nina sẽ kéo dài đến hết năm 2022 nên các nhà máy thủy điện sẽ được hưởng lợi. Thêm vào đó, từ tháng 9 đến hết năm 2022, tổng lượng mưa tại các khu vực Trung Bộ, Nam Bộ sẽ cao hơn trung bình nhiều năm khoảng 20%-50% (xác suất hơn 60%) nên các nhà máy thủy điện tại khu vực này sẽ được huy động tối đa sản lượng.

Giai đoạn 2 quý cuối năm thường là thời điểm các nhà máy thủy điện của PV Power ghi nhận sản lượng điện huy động và doanh thu ở mức cao do vậy chúng tôi cho rằng các nhà máy thủy điện của POW sẽ tiếp tục được huy động nhiều trong giai đoạn cuối năm 2022.

Sản lượng điện các nhà máy thủy điện PV Power

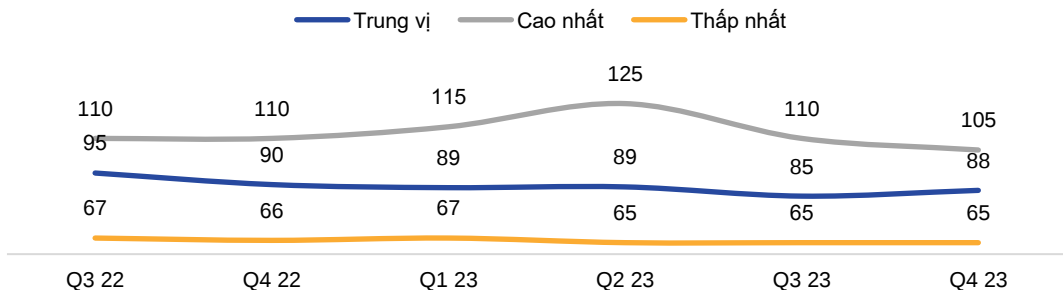


Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

Giá dầu thế duy trì trên vùng 80 USD/thùng cho cả năm 2022 - 2023. Nguồn cung dầu thô thế giới đã quay về gần mức trước dịch trong khi nhu cầu được dự báo sẽ giảm trong bối cảnh triển vọng kinh tế thế giới trong năm 2022 và 2023 không mấy tươi sáng do lạm phát, dịch bệnh và căng thẳng địa chính trị leo thang. Sự suy giảm trên của nhu cầu được bù đắp một phần bởi xu hướng chuyển dịch từ sử dụng khí sang dầu khiến cân bằng cung-cầu không mấy chênh lệch và động thái cắt giảm sản lượng từ từ của OPEC+. Vì vậy, dù lo ngại nhu cầu giảm, phần lớn các tổ chức dự báo vẫn đưa ra kịch bản giá dầu bình quân năm 2022 đạt khoảng 100 USD/thùng và giá dầu bình quân năm 2023 sẽ đạt khoảng 85-90 USD/thùng.

Giá dầu sẽ biến động khó lường do các yếu tố về kinh tế vĩ mô và địa chính trị nhưng sẽ vẫn giữ ở mức trên 80 USD. Chúng tôi cho rằng vùng giá 80 USD là điểm cân bằng cung cầu khá ổn định. Với việc giá khí đầu vào các nhà máy điện khí đối chiếu theo giá dầu thế giới, chúng tôi kỳ vọng rằng giá khí cũng sẽ giảm và giúp các nhà máy điện khí của PV Power tăng khả năng cạnh tranh với các nguồn điện khác.

Dự báo giá dầu của các tổ chức (USD/thùng)



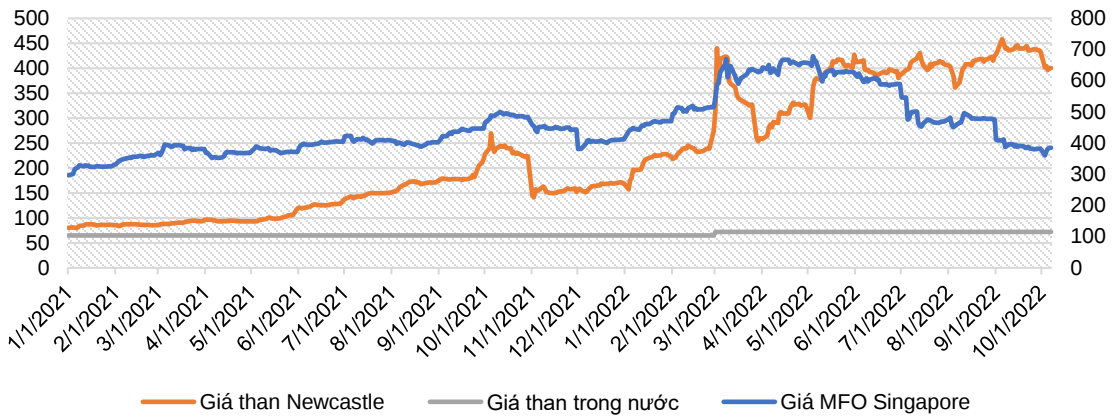
Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1 sẽ được huy động nhiều hơn. Tổng khối lượng than giao nhận ước thực hiện đến hết ngày 30/09/2022 đạt khoảng 1.2 triệu tấn, tương đương 71% KH 9 tháng đầu năm, tương đương 55% kế hoạch năm, qua đó đảm bảo đủ than cho NMD Vũng Áng 1 hoạt động 1 tổ máy.

Trong bối cảnh giá than thế giới tăng cao và giá than trong nước không có nhiều sự biến động nên 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 tiếp tục được huy động nhiều hơn trong giai đoạn cuối năm.

Thêm vào đó, dự kiến trong giai đoạn đầu năm 2023, tổ máy số 1 của NMD Vũng Áng 1 sẽ hoạt động trở lại, giúp cho sản lượng điện được huy động của nhà máy tăng trở lại. Chúng tôi dự báo trong năm 2023, sản lượng điện của nhà máy điện sẽ tăng lên hơn mức hơn 5 tỷ kWh.

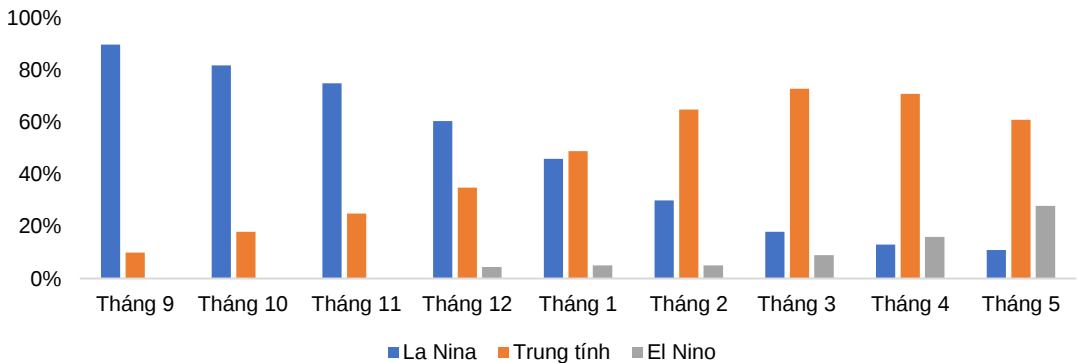
Biến động giá năng lượng cơ sở



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Màng nhiệt điện sẽ phục hồi trong năm 2023. Theo dự báo của IRI, hiện tượng La Nina sẽ suy yếu trong năm 2023, khả năng thời tiết xảy ra pha trung tính và pha El Nino sẽ cao hơn từ giữa năm 2023 và sẽ khiến cho điều kiện thủy văn bị hạn chế hơn. Thêm vào đó, Chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện sẽ bước ra khỏi mức cao trong năm 2022, và sản lượng điện huy động từ nhiệt điện được kỳ vọng sẽ được tăng lên trong năm 2023 và sẽ mang lại những tác động tích cực lên sản lượng của các nhà máy nhiệt điện của PV Power.

Dự báo của IRI về ENSO 2022-2023



Nguồn: IRI, PSI tổng hợp

Thoái vốn từ các khoản đầu tư giúp bổ sung nguồn tài chính. PV Power dự kiến sẽ ghi nhận khoản doanh thu từ hoạt động tài chính từ việc thoái vốn các khoản đầu tư vào các đơn vị khác như CTCP điện Việt Lào và CTCP EVN Quốc tế. Nguồn tiền thu được từ thoái vốn sẽ giúp bổ sung nguồn tài chính giúp PVPower có thêm ngân sách để triển khai dự án NMD Nhon Trạch 3, Nhon Trạch 4.



➤ 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 và OPEC+ có xu hướng cắt giảm sản lượng, 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.

➤ ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi duy trì 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.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và so sánh EV/EBITDA để định giá đối với POW do POW là doanh nghiệp có mô hình kinh doanh và cấu trúc tài chính ổn định với đòn bẩy tài chính không lớn (Vay nợ ngắn và dài hạn là 8,742 tỷ đồng - 15.2% Tổng nguồn vốn). Đồng thời, POW là doanh nghiệp đang trong quá trình đầu tư nhiều và EBITDA sẽ thể hiện hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp.

Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (đồng/cổ phiếu)
FCFE	50%	10,949
EV/EBITDA	50%	23,344
Tổng hợp kết quả định giá		17,014

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu là 17,014 đồng/cổ phiếu. 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 với ngành nghề kinh doanh năng lượng ổn định. 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.



Phụ lục chỉ tiêu tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	24,566	25,233	28,365
Giá vốn hàng bán	22,023	22,674	24,788
Lợi nhuận gộp	2,543	2,559	3,577
Doanh thu hoạt động tài chính	690	489	308
Chi phí tài chính	653	1,173	1,719
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	138	157	813
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,464	1,741	1,377
Lợi nhuận khác	-120	20	20
Lợi nhuận trước thuế	2,344	1,721	1,357
Lợi nhuận sau thuế	2,053	1,524	1,208
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	1,799	1,335	1,059
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	254	188	149

Bảng cân đối kế toán	2021	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	16,279	9,772	13,616
I. Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn	8,137	1,403	4,266
II. Phải thu ngắn hạn	5,802	5,961	6,701
III. Hàng tồn kho	1,838	1,893	2,069
IV. Tài sản ngắn hạn khác	502	516	580
Tài sản dài hạn	36,053	46,669	55,019
I. Tài sản cố định	31,869	28,770	25,624
II. Đầu tư tài chính dài hạn	809	809	809
III. Tài sản dài hạn khác	3,374	17,090	28,585
Tổng tài sản	52,332	56,441	68,634
Nợ phải trả	20,817	23,403	34,388
I. Nợ ngắn hạn	16,712	12,469	16,655
II. Nợ dài hạn	4,106	10,934	17,733
Vốn chủ sở hữu	31,850	33,374	34,582
1. Vốn điều lệ	23,419	23,419	23,419
2. Lợi nhuận để lại và các quỹ	5,449	6,784	7,844
3. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,983	3,171	3,320
Tổng nguồn vốn	52,332	56,441	68,634

Chỉ số chính	2021	2022F	2023F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	10.3%	10.1%	12.6%
Biên EBITDA	21.2%	24.5%	23.3%
Biên lợi nhuận trước thuế	9.5%	7.0%	4.9%
ROE	6.5%	4.7%	3.6%
ROA	3.9%	2.8%	1.9%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-17.4%	2.7%	12.4%
Lợi nhuận gộp	-44.6%	0.8%	39.8%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-22.9%	-25.8%	-20.7%
EPS	-23.1%	-25.8%	-20.7%
Tổng tài sản	-3.2%	7.9%	21.6%
VCSH	1.9%	4.8%	3.6%
Khả năng thanh toán			
Thanh toán hiện hành	0.97	0.78	0.82
Thanh toán nhanh	0.86	0.63	0.69
Nợ/tài sản	0.16	0.27	0.34
Nợ/vốn chủ sở hữu	0.27	0.46	0.67
Khả năng thanh toán lãi vay	4.71	2.34	1.76
Chỉ tiêu khác			
EPS (VND)	768	570	452
BVPS (VND)	13,600	14,251	14,767

THÔNG TIN 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: (84-511) 389 9338

Fax: (84-511) 389 9339

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng
Phong, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng

Điện thoại: (84-511) 389 9338

Fax: (84-511) 389 9339

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.