



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 44%)

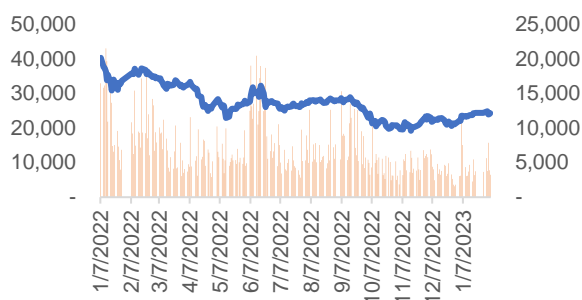
- Doanh thu năm 2022 đạt 28,235 tỷ đồng, hoàn thành 118% kế hoạch năm 2022.
- Mảng nhiệt điện sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong năm 2023 do khí hậu chuyển pha.
- Dự báo sản lượng điện năm 2023 đạt 17,385 Triệu kWh (+22.5% YoY)

POW

(HOSE)

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	17,524
Giá hiện tại (3/2/2023)	12,150
Upside	44%

Diễn biến giao dịch:



KLGD (bên trái) Giá cổ phiếu (bên phải)

Đvt: Tỷ đồng	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	28,235	30,283	33,251
Lợi nhuận gộp	3,767	4,061	4,672
EBIT	2,643	3,006	3,525
Lợi nhuận ròng	2,323	2,140	2,451
Tăng trưởng LNR	13.3%	-7.9%	14.5%
EPS (VND)	809	801	917
Tăng trưởng EPS	5.3%	-1.0%	14.5%
BVPS (VND)	14,052	14,965	16,012
ROE	2.0%	0.0%	0.0%
ROA	7.3%	6.3%	6.8%

➤ **KẾT QUẢ KINH DOANH KHẢ QUAN NHỜ ĐÓNG GÓP TỪ THỦY ĐIỆN VÀ SỰ PHỤC HỒI CỦA NHIỆT ĐIỆN KHÍ**

Tổng sản lượng điện và doanh thu của PV Power ước đạt **14,197 Tr.kWh** và **28,235 tỷ đồng**, lần lượt hoàn thành **102%** và **118%** kế hoạch năm nhờ: (1) Sản lượng điện tại các nhà máy thủy điện và một số nhà máy nhiệt điện khí tăng cao; (2) Giá bán điện tăng do giá huy động trên thị trường điện tăng mạnh.

Nhà máy	Phân loại	Công suất	Sản lượng điện 2022 (Tr.kWh)	Doanh thu 2022 (Tỷ đồng)	KH Doanh thu 2022 (Tỷ đồng)	Tỷ lệ hoàn thành KH
Vũng Áng 1	Điện than	1,200 MW	3,318	7,132.5	6,670.3	107%
Cà Mau 1	Điện khí	750 MW	3,800	7,452.7	7,472.7	69.6%
Cà Mau 2		750 MW				
Nhơn Trạch 1		450 MW	1,403	2,798.3	1,476.8	
Nhơn Trạch 2		750 MW	4,065	8,865.5	6,077.9	
Hỏa Na	Thủy điện	180 MW	829	1,093.9	631.7	173%
Đakđrinh		125 MW	776	919.7	533.6	172%
PVPower REC	NLTT	4.5 MW	6	8.9	60.4	15%
Tổng cộng		4,209.5 MW	14,197	28,527.3	24,241.7	118%

Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

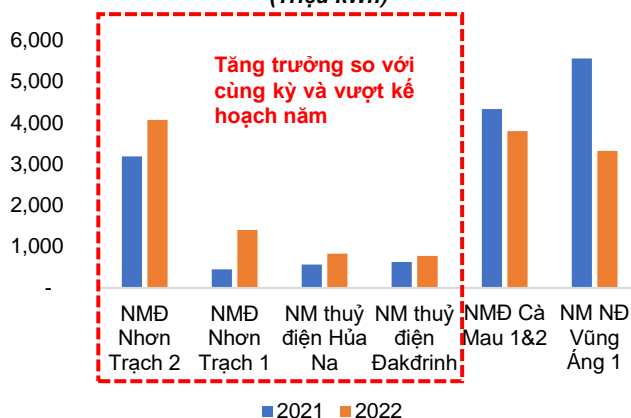
Nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2 về đích sớm nhờ nhu cầu phụ tải miền Nam tăng cao nên hai nhà máy điện khí được huy động nhiều với sản lượng điện đạt lần lượt là 1,403 và 4,065 Triệu kWh, vượt kế hoạch năm và tăng so với cùng kỳ năm 2021. Thêm vào đó, giá thị trường điện ở mức cao giúp doanh thu tại hai nhà máy cũng đạt lần lượt là 2,798 và 8,865 tỷ đồng, vượt 89% và 46% kế hoạch.

Hai nhà máy thủy điện được huy động tối đa do thời tiết diễn biến thuận lợi, lưu lượng nước về hồ thủy điện tăng so với cùng kỳ đã giúp sản lượng điện phát tại NMD Đakđrinh và NMD Hỏa Na vượt 50% và 44% kế hoạch. Đồng thời, giá bán điện tăng cao, doanh thu của các nhà máy thủy điện đều vượt 72% và 73% kế hoạch năm 2022.

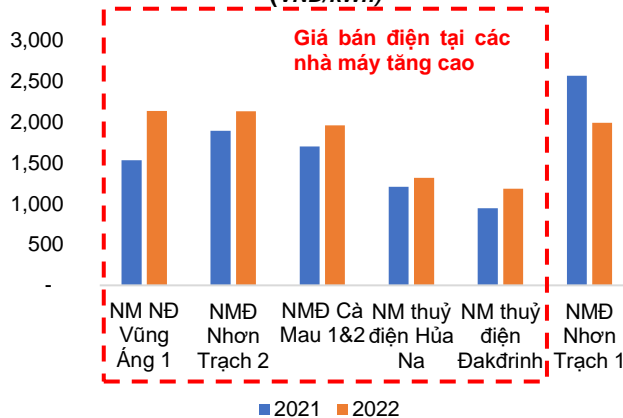
Nhà máy nhiệt điện khí Cà Mau 1&2 hoàn thành kế hoạch. Mặc dù nhu cầu phụ tải miền Nam tăng cao nhưng do thực hiện đại tu Cà Mau 1 và thiếu hụt nguồn khí nên sản lượng điện không đạt kế hoạch và thấp hơn so với cùng kỳ 2021. Tuy nhiên, nhờ giá bán điện tăng cao nên nhà máy vẫn hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm.

Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1 ghi nhận sản lượng điện giảm do tổ máy số 1 vẫn đang được sửa chữa và lượng than tồn kho ở mức thấp nên nhà máy gặp phải tình trạng thiếu than, sản lượng điện sản xuất chỉ đạt 3,318 Triệu kWh, hoàn thành 76% kế hoạch. Tuy nhiên, nhờ giá điện trên thị trường tăng cao nên doanh thu của nhà máy ghi nhận đạt khoảng 7,132 tỷ đồng, hoàn thành 107% kế hoạch.

Sản lượng điện các nhà máy của PV Power (Triệu kWh)



Giá bán điện các nhà máy của PV Power (VND/kWh)



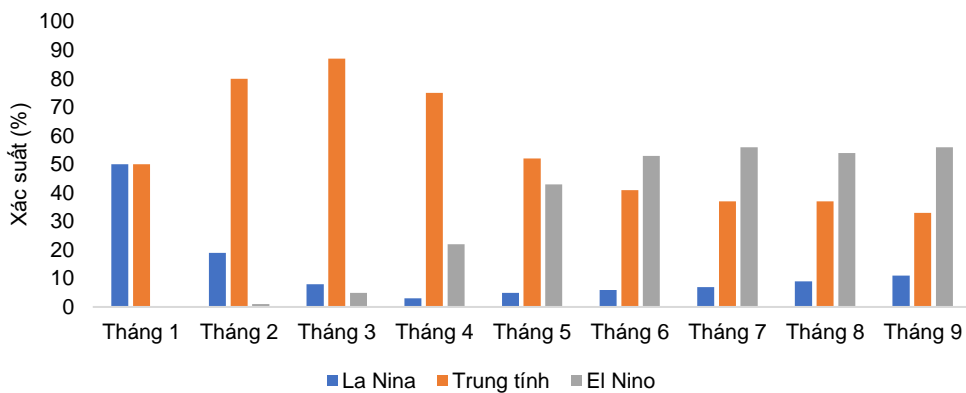
Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

➤ **SỰ PHỤC HỒI CỦA NHIỆT ĐIỆN SẼ LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN TRONG NĂM 2023**

Màng nhiệt điện sẽ phục hồi trong năm 2023. Theo dự báo của IRI, hiện tượng La Nina sẽ suy yếu dần và khả năng khí hậu xảy ra pha trung tính và pha El Nino sẽ cao hơn từ giữa năm 2023. **Vậy nên chúng tôi cho rằng tình hình thủy văn sẽ trở nên khó khăn hơn và sản lượng thủy điện sẽ bước ra khỏi mức cao trong năm 2022. Điều này sẽ giúp sản lượng huy động từ nhiệt điện phục hồi trở lại trong năm 2023 và sẽ mang lại những tác động tích cực lên sản lượng của các nhà máy nhiệt điện của PV Power.**

Đồng thời, việc tăng huy động từ nguồn nhiệt điện (nhiệt điện than, nhiệt điện khí) để bù đắp cho sản lượng thủy điện huy động giảm có thể sẽ làm cho mức giá bán điện trung bình trên thị trường điện cạnh tranh neo ở mức giá cao, qua đó, tác động tích cực lên doanh thu từ các nhà máy nhiệt điện trong năm 2023 của POW.

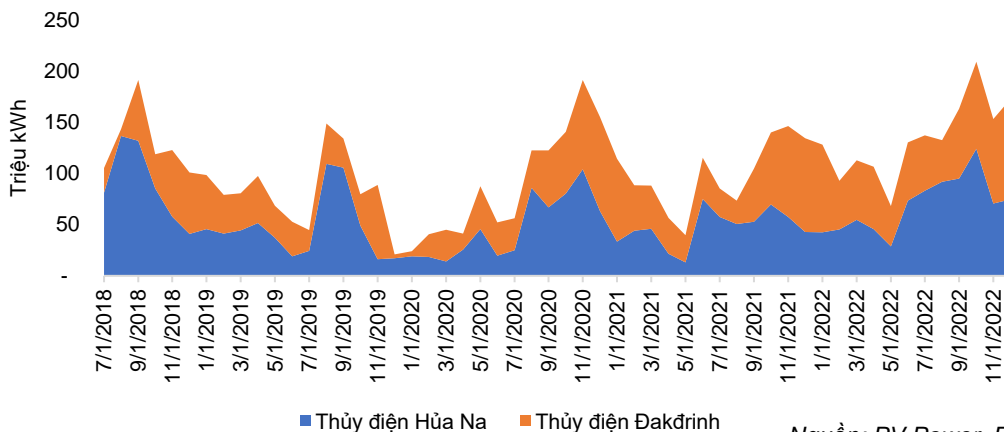
Dự báo IRI về ENSO 2023



Nguồn: IRI, PSI tổng hợp

Các nhà máy thủy điện của POW sẽ chỉ đạt hiệu quả cao hơn từ quý 3/2023. Theo dự báo của Trung tâm Khí tượng thủy văn, tổng lượng mưa tại khu vực Bắc Bộ có xu hướng thấp hơn trung bình nhiều năm (TBNN) trong giai đoạn đầu năm và tăng lên vào giữa năm. Trong khi đó, khu vực Trung Bộ và Nam Bộ có tổng lượng mưa đạt xấp xỉ và cao hơn TBNN từ giai đoạn đầu năm cho đến giữa năm. Đây là giai đoạn các nhà máy thủy điện của POW tiến hành tích trữ nước để vận hành trong giai đoạn 6 tháng cuối năm, do vậy **chúng tôi cho rằng các nhà máy thủy điện của POW sẽ khả quan hơn trong giai đoạn cuối năm 2022 và tác động tích cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp, đặc biệt trong bối cảnh giá bán điện trong năm 2023 được dự báo vẫn sẽ ở mức cao.**

Sản lượng điện các nhà máy thủy điện PV Power

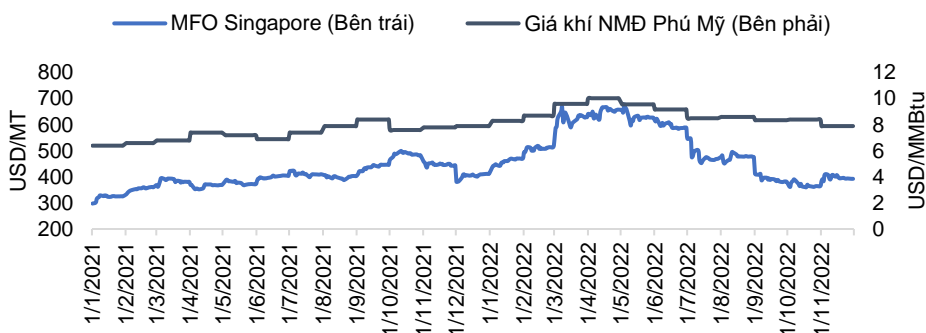


Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

Giá dầu thế giới hạ nhiệt giúp giảm áp lực lên các nhà máy nhiệt điện khí của POW. Ước tính của EIA cho thấy 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 2023 không mấy tươi sáng do lạm phát, dịch bệnh và căng thẳng địa chính trị leo thang. **Chúng tôi cho rằng vùng giá 80-90 USD (Giá dầu Brent) là điểm cân bằng cung cầu ổn định.**

Với việc giá MFO Singapore làm tham chiếu cho giá khí đầu vào tại các nhà máy điện và biến động theo giá dầu Brent, **chúng tôi cho rằng việc giá dầu ổn định ở một mức thấp hơn năm 2022 sẽ là yếu tố giúp giảm áp lực lên các nhà máy nhiệt điện khí của POW, cải thiện biên lợi nhuận gộp và tăng khả năng cạnh tranh với các nguồn điện khác.**

Biến động giá khí trong nước và MFO



Nguồn: Bloomberg, PGV, PSI tổng hợp

Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1 phục hồi sau khi hoàn thành sửa chữa tổ máy số 1. Theo chia sẻ từ PV Power, tổ máy số 1 của NMD Vũng Áng 1 có thể sẽ hoạt động trở lại trong khoảng cuối quý 1/2022, điều này sẽ khiến cho sản lượng điện được huy động của nhà máy tăng trở lại trong năm 2023, trong bối cảnh nhiệt điện than sẽ được huy động tối đa do tính ổn định cũng như mức giá rẻ hơn các nguồn điện khác.

Ngoài ra, với việc giá than thế giới đang có xu hướng giảm nhưng vẫn ở mức giá cao và giá than trong nước không có nhiều sự biến động do vẫn được trợ giá nên nhà máy điện than chủ yếu 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, bởi vậy, **chúng tôi kỳ vọng NMD Vũng Áng 1 sẽ là động lực tăng trưởng chính của PV Power trong năm 2023 và dự báo sản lượng điện của NMD Vũng Áng 1 có thể quay về mức 5 tỷ kWh.**

Biến động giá than Indonesia và Úc



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

PV Power có thể ghi nhận các khoản lợi nhuận từ hoạt động thoái vốn. PV Power đã thực hiện các thủ tục chuyển nhượng cổ phần tại CTCP Điện Việt Lào và tính đến cuối năm 2022 thì đã thoái được được 250,000 cổ phần với giá 12,930 đồng/CP. Nếu thực hiện thoái hết hơn 30 triệu cổ phiếu còn lại tại VLP thì POW có thể ghi nhận khoản lợi nhuận đến khoảng 300 tỷ đồng, gia tăng nguồn lực để phát triển dự án xây dựng NME LNG Nhơn Trạch 3&4.

➤ RỦI RO GIẢM GIÁ

- (1) Tăng trưởng kinh tế giảm tốc trong năm 2023, đặc biệt ở nhóm ngành công nghiệp dẫn đến việc cắt giảm công suất khiến cho tiêu thụ điện và bán điện trên thị trường cạnh tranh giảm.
- (2) Những thay đổi bất ngờ từ khí hậu có thể ảnh hưởng đến các dự báo của chúng tôi. Mặc dù pha La Nina đã kéo dài từ 9/2020, nhưng không ngoại trừ điều kiện thời tiết này sẽ kéo dài bất thường trong năm 2023.
- (3) Tình trạng thừa công suất tại miền Nam do sự gia tăng mạnh nguồn điện NLTT trong giai đoạn 2020-2021, và điều này có thể sẽ cản trở mức hồi phục sản lượng điện khí của POW.

➤ ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của POW với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 30,283 tỷ đồng và 2,139 tỷ đồng dựa trên các giả định:

- 1) Tổng sản lượng điện sản xuất năm 2023 của POW đạt 17,385 Triệu kWh;
- 2) Các nhà máy nhiệt điện của POW được huy động với mức cao;
- 3) Giá bán điện tại các NME của POW không giảm nhiều so với năm 2022;
- 4) Giá nguyên liệu đầu vào giảm, giúp doanh nghiệp duy trì được mức biên lợi nhuận gộp khoảng trên 13%.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và so sánh EV/EBITDA, P/E 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 9,017 tỷ đồng). 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	Kết quả định giá (đ/cp)
FCFE	16,142
EV/EBITDA	21,970
Tổng hợp kết quả định giá	17,524



Phụ lục chỉ tiêu tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	28,235	30,283	33,251
Giá vốn hàng bán	24,468	26,222	28,579
Lợi nhuận gộp	3,767	4,061	4,672
Doanh thu hoạt động tài chính	435	581	815
Chi phí tài chính	636	1,239	1,635
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	1,124	1,036	1,140
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,504	2,336	2,746
Lợi nhuận khác	61	61	62
Lợi nhuận trước thuế	2,443	2,275	2,684
Lợi nhuận sau thuế	2,323	2,074	2,429
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	1,894	1,817	2,128
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	429	256	300

Bảng cân đối kế toán	2022	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	24,685	24,415	39,287
I. Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn	9,901	15,424	29,493
II. Phải thu ngắn hạn	12,284	6,398	7,025
III. Hàng tồn kho	2,086	2,189	2,386
IV. Tài sản ngắn hạn khác	414	404	383
Tài sản dài hạn	31,956	39,395	37,975
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	2022	2023F	2024F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	13.3%	13.4%	14.1%
Biên EBITDA	19.3%	22.3%	22.0%
Biên lợi nhuận trước thuế	9.1%	8.2%	8.5%
ROE	7.3%	6.3%	6.8%
ROA	4.3%	3.6%	3.5%
Tăng trưởng			
Doanh thu	15.0%	7.3%	9.8%
Lợi nhuận gộp	48.3%	7.8%	15.0%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	13.3%	-7.9%	14.5%
EPS	5.3%	-1.0%	14.5%
Tổng tài sản	8.0%	12.7%	21.1%
VCSH	5.7%	6.5%	7.0%
Khả năng thanh toán			
Thanh toán hiện hành	1.35	1.44	1.84
Thanh toán nhanh	1.23	1.31	1.72
Nợ/tài sản	0.16	0.27	0.31
Nợ/vốn chủ sở hữu	0.27	0.49	0.63
Khả năng thanh toán lãi vay	6.04	2.90	2.47
Chỉ tiêu khác			
EPS (VND)	809	801	917
BVPS (VND)	14,052	14,965	16,012

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.