



CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ
PETROVIETNAM SECURITIES INC.

BÁO CÁO CẬP NHẬT Q1/2023

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



www.psi.vn

KHUYẾN NGHỊ: MUA
(UPSIDE 33%)

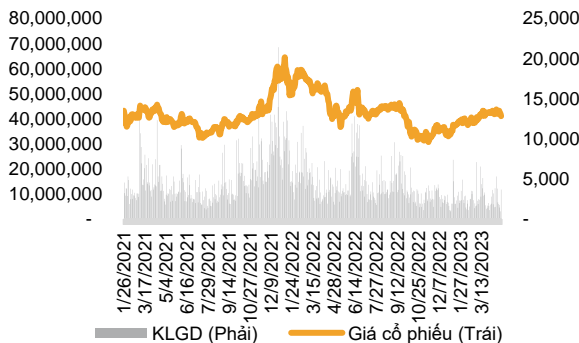
- Mạng nhiệt điện sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2023.
- Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng quay trở lại hoạt động góp phần khiến sản lượng điện tăng cao.
- Dự báo sản lượng điện năm 2023 đạt 17,385 Triệu kWh (+22.5% YoY). Doanh thu dự báo đạt 31,044 tỷ đồng (+9.9% YoY).

POW

(HOSE)

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	17,037
Giá hiện tại (21/04/2023)	12,800
Upside	33%

Diễn biến giao dịch:



Đvt: Tỷ đồng	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	28,235	31,044	33,928
Lợi nhuận gộp	3,767	4,229	4,775
EBIT	2,643	3,155	3,612
Lợi nhuận ròng	2,323	2,412	2,632
Tăng trưởng LNR	13.3%	3.8%	9.1%
EPS (VND)	809	903	985
Tăng trưởng EPS	5.3%	11.6%	9.1%
BVPS (VND)	14,052	15,082	16,206
ROE	2.0%	0.0%	0.0%
ROA	7.3%	7.1%	7.2%

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

➤ **KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1 TÍCH CỰC NHỜ SẢN LƯỢNG NHIỆT ĐIỆN KHÍ PHỤC HỒI VÀ GIÁ BÁN ĐIỆN TĂNG CAO**

Tổng sản lượng điện và tổng doanh thu của PV Power trong quý 1/2023 ước đạt 4,003.5 Tr.kWh và 7,913 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 116% và 120% kế hoạch quý nhờ: (1) Sản lượng điện huy động tại một số nhà máy điện khí lớn tăng mạnh; (2) Giá bán điện tại các nhà máy ở mức cao.

Nhà máy	Phân loại	Công suất	KH Sản lượng điện Q1.2023 (Tr.kWh)	Sản lượng điện Q1.2023 (Tr.kWh)
Vũng Áng 1	Điện than	1,200 MW	986	933
Cà Mau 1	Điện khí	750 MW	1,038	1,403
Cà Mau 2		750 MW		
Nhơn Trạch 1		450 MW	343	262.3
Nhơn Trạch 2		750 MW	840	1,075
Hỏa Na	Thủy điện	180 MW	110	126
Đakdrinh		125 MW	130	203
PVPower REC	NLTT	4.5 MW	4	1.4
Tổng cộng		4,209.5 MW	3,452	4,003.5

Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

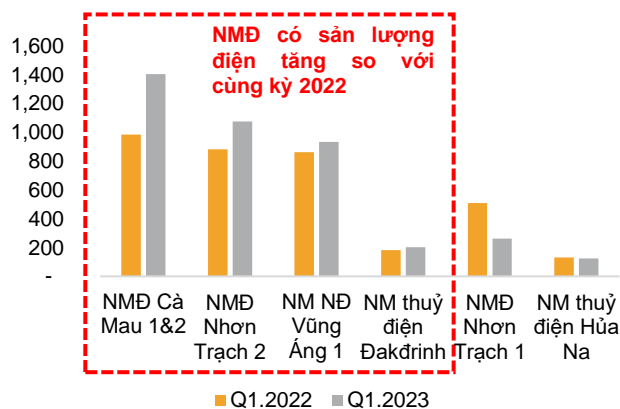
Nhà máy nhiệt điện khí Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 2 được huy động nhiều do từ đầu năm, thời tiết luôn trong tình trạng nắng nóng, mức phụ tải sử dụng điện tại khu vực miền Nam tăng cao, kết hợp với việc các nhà máy này tiến hành chào giá hiệu quả nên sản lượng điện tại các nhà máy này đạt lần lượt là 1,403 và 1,075 Triệu kWh, tăng mạnh so với kế hoạch quý. Thêm vào đó, giá thị trường điện ở mức cao giúp doanh thu tại hai nhà máy cũng đạt lần lượt là 2,541 và 2,197 tỷ đồng, vượt lần lượt 35% và 32% kế hoạch.

Hai nhà máy thủy điện tiếp tục được hưởng lợi do pha La Nina tiếp tục kéo dài trong quý 1, lượng mưa tại khu vực Bắc Trung Bộ xấp xỉ trung bình nhiều năm đã giúp sản lượng điện phát tại NMD Đakdrinh và NMD Hỏa Na vượt 56% và 14% kế hoạch. Đồng thời, nhờ giá bán điện neo cao, doanh thu của hai nhà máy đạt lần lượt 250 và 199 tỷ đồng, vượt 50% và 75% kế hoạch quý.

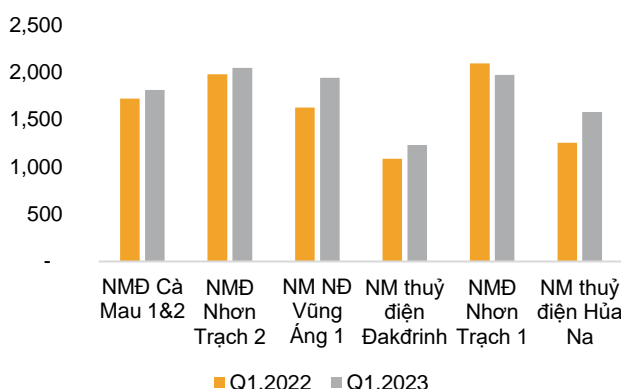
Nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 1 không hoàn thành kế hoạch do Qc được giao thấp và thiếu hụt nguồn khí nên mặc dù mức phụ tải miền Nam tăng cao nhưng sản lượng điện của nhà máy thấp hơn so với kế hoạch. Theo đó, nhà máy ghi nhận doanh thu đạt mức 517 tỷ đồng, hoàn thành 75% kế hoạch quý 1/2023.

Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1 chưa chính thức hoàn thành công tác sửa chữa tổ máy số 1 nên sản lượng điện trong kỳ chỉ đạt 933 Triệu kWh, hoàn thành 95% kế hoạch quý. Nhờ giá điện trên thị trường cao nên doanh thu của nhà máy ghi nhận đạt 1,811 tỷ đồng, hoàn thành 93% kế hoạch. Mặc dù không hoàn thành kế hoạch quý nhưng nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 có sản lượng điện cao hơn so với cùng kỳ năm trước.

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



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



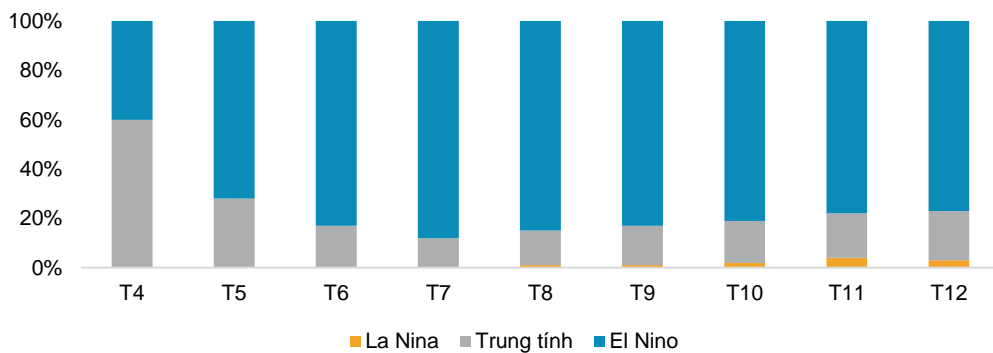
Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

➤ **SỰ PHỤC HỒI TỪ MÀNG NHIỆT ĐIỆN SẼ LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH TRONG NĂM 2023**

Màng nhiệt điện sẽ hưởng lợi trong năm 2023. Theo dự báo của IRI, hiện tượng La Nina sẽ kết thúc sau quý đầu năm 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 không còn thuận lợi và tỷ trọng của thủy điện trong cơ cấu nguồn điện huy động sẽ suy giảm trong năm 2023. Điều này đồng nghĩa với việc sản lượng huy động từ nhiệt điện sẽ phục hồi và điều này sẽ mang lại những tác động tích cực lên sản lượng của các nhà máy nhiệt điện của PV Power.**

Việc tăng huy động từ nguồn nhiệt điện giá cao 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 tăng cao, qua đó, tác động tích cực lên doanh thu từ các nhà máy nhiệt điện trong năm 2023 của POW.

Dự báo của IRI về ENSO năm 2023

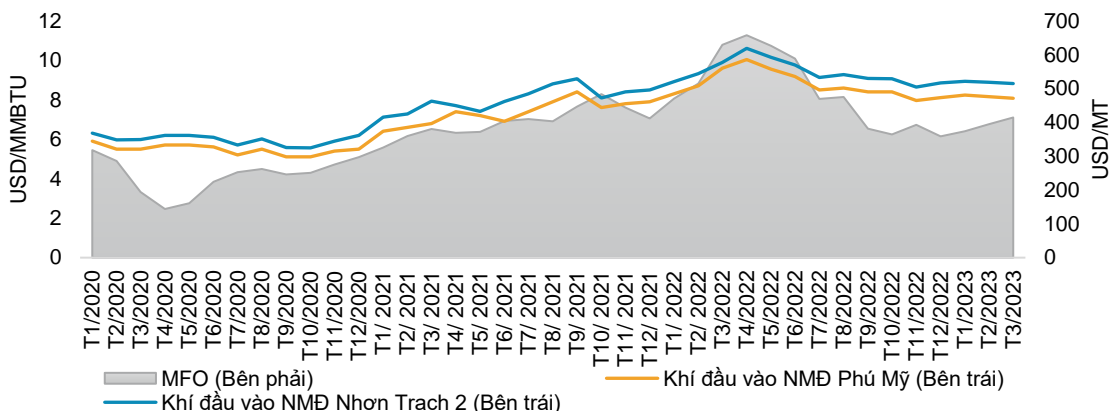


Nguồn: IRI, PSI tổng hợp

Giá dầu thế giới ổn định tạo tiền đề để các nhà máy nhiệt điện khí của POW hoạt động hiệu quả hơn. Trước những công bố của dữ liệu kinh tế toàn cầu yếu đi cùng với sự tăng lên của dự trữ xăng của Hoa Kỳ đã làm dấy lên lo ngại về suy thoái kinh tế và sự chậm lại của nhu cầu tiêu thụ dầu toàn cầu. **Vi lý do này, giá dầu thô thế giới được dự báo sẽ giao dịch ổn định quanh vùng giá \$80 – 90/thùng, kéo theo đó là việc giá dầu MFO Singapore cũng sẽ giảm về mức thấp hơn năm 2022.**

Với việc giá khí tại các nhà máy nhiệt điện trong nước tham chiếu theo giá MFO Singapore, **chúng tôi cho rằng việc giá dầu MFO giảm về mức thấp hơn năm 2022 sẽ là yếu tố giúp giúp các nhà máy nhiệt điện khí của POW cải thiện được sản lượng điện huy động, biên lợi nhuận và tăng sức cạnh tranh so với các loại hình phát điện khác.**

Giá MFO và giá khí một số nhà máy nhiệt điện khí

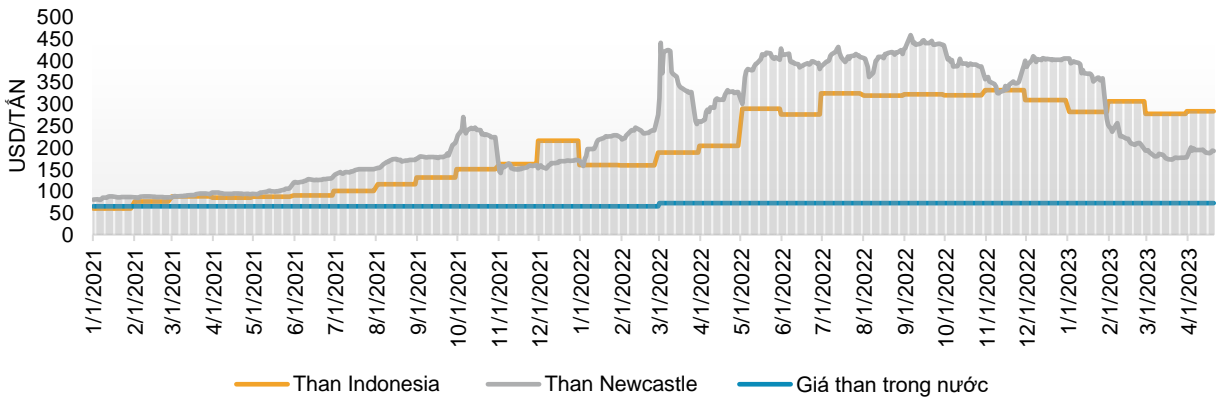


Nguồn: Bloomberg, PGV, POW, PSI tổng hợp

Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1 phục hồi sau khi kết thúc sửa chữa. Tính đến cuối quý 1/2023, tổ máy số 1 của NMD Vũng Áng 1 vẫn đang trong quá trình vận hành thử trở lại. Trong bối cảnh nhiệt điện than được huy động tối đa vì tính ổn định cũng như mức giá rẻ hơn các nguồn điện khác, **chúng tôi cho rằng việc tổ máy số 1 chính thức đi vào vận hành trở lại trong thời gian tới sẽ giúp cho sản lượng điện được huy động của nhà máy tăng trở lại trong năm 2023.**

Mặc dù giá than thế giới đã có sự suy giảm trong thời gian gần đây nhưng chúng tôi cho rằng mức giá than hiện tại vẫn ở mức cao so với trung bình quá khứ nên các nhà máy nhiệt điện sử dụng than nhập và than trộn của Việt Nam vẫn gặp nhiều áp lực cạnh tranh với các nhà máy nhiệt điện sử dụng than trong nước do than trong nước được trợ giá. **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.**

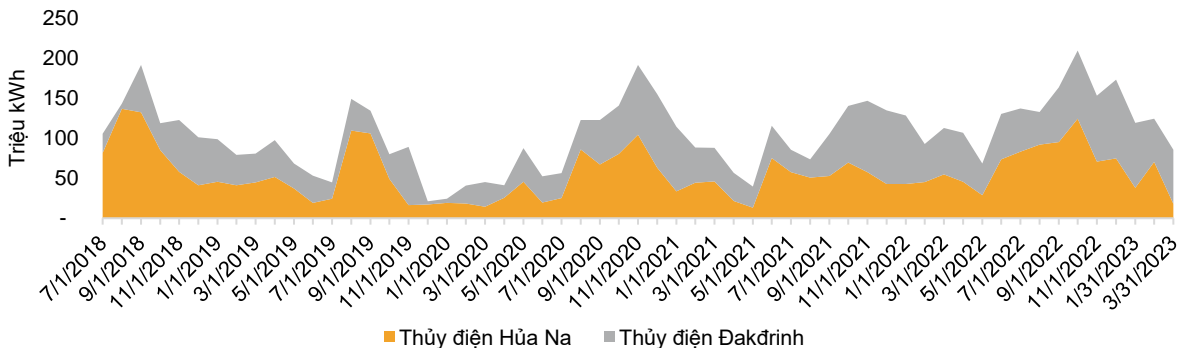
Biến động giá than thế giới và Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, PGV, PSI tổng hợp

Kỳ vọng sản lượng thủy điện trong Q3/2023 sẽ cao hơn so với giai đoạn đầu năm. Những quý đầu năm 2023 là khoảng thời gian các nhà máy thủy điện của POW tích nước cho năm vận hành nên sản lượng điện sản xuất sẽ không cao. Tuy nhiên, từ khoảng đầu quý 3/2023, lượng mưa tại khu vực Trung Bộ sẽ cao hơn trung bình nhiều năm (TBNN) và sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các nhà máy thủy điện của POW. Quan sát dữ liệu trong quá khứ của POW, chúng tôi nhận thấy trong giai đoạn khí hậu ở trạng thái Trung tính và El Nino, các nhà máy thủy điện của POW thường trở nên hiệu quả hơn ở khoảng thời gian quý 3 so với giai đoạn đầu năm, **do vậy chúng tôi cho rằng sản lượng điện của các nhà máy thủy điện của POW sẽ khả quan hơn trong giai đoạn quý 3/2023 và giúp gia tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp.**

Sản lượng điện các nhà máy thủy điện PV Power



Nguồn: POW, 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 và 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 NMD LNG Nhơn Trạch 3&4.

➤ **MỘT SỐ VẤN ĐỀ CẦN LƯU Ý**

- (1) Tăng trưởng kinh tế giảm tốc trong năm 2023, đặc biệt ở nhóm ngành công nghiệp dẫn đến nhu cầu tiêu thụ điện suy giảm.
- (2) Giá dầu có thể tăng cao trở lại do những nước xuất khẩu dầu lớn trên thế giới cắt giảm nguồn cung và nhu cầu tiêu thụ dầu tăng cao do kinh tế phục hồi.
- (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 31,044 tỷ đồng và 2,412 tỷ đồng dựa trên các giả định:

- 1) Tổng sản lượng điện sản xuất năm 2023 của POW đạt 16,738 Triệu kWh;
- 2) Các nhà máy nhiệt điện của POW được huy động với mức cao;
- 3) Giá bán điện tại các NMD của POW được duy trì ở mức cao;
- 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 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. 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	12,748
EV/EBITDA	19,347
Tổng hợp kết quả định giá	17,037



Phụ lục chỉ tiêu tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	28,224	31,044	33,928
Giá vốn hàng bán	24,498	26,815	29,152
Lợi nhuận gộp	3,726	4,229	4,775
Doanh thu hoạt động tài chính	445	581	543
Chi phí tài chính	591	1,408	1,621
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	867	1,074	1,163
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,765	2,598	2,841
Lợi nhuận khác	44	61	62
Lợi nhuận trước thuế	2,809	2,537	2,779
Lợi nhuận sau thuế	2,552	2,412	2,632
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,061	2,114	2,307
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	492	298	325

Bảng cân đối kế toán	2022	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	24,925	17,478	23,209
I. Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn	9,901	8,277	13,224
II. Phải thu ngắn hạn	12,284	6,559	7,168
III. Hàng tồn kho	2,086	2,238	2,434
IV. Tài sản ngắn hạn khác	414	404	383
Tài sản dài hạn	31,956	43,719	48,206
I. Tài sản cố định	31,869	24,871	21,067
II. Đầu tư tài chính dài hạn	809	887	887
III. Tài sản dài hạn khác	3,374	976	976
Tổng tài sản	52,332	61,197	71,415
Nợ phải trả	20,817	31,778	39,343
I. Nợ ngắn hạn	16,712	12,496	17,061
II. Nợ dài hạn	4,106	19,282	22,282
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%	13.6%	14.1%
Biên EBITDA	19.3%	24.2%	23.7%
Biên lợi nhuận trước thuế	9.1%	8.6%	8.6%
ROE	7.3%	7.1%	7.2%
ROA	4.3%	4.1%	4.0%
Tăng trưởng			
Doanh thu	15.0%	9.9%	9.3%
Lợi nhuận gộp	48.3%	12.3%	12.9%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	13.3%	3.8%	9.1%
EPS	5.3%	11.6%	9.1%
Tổng tài sản	7.9%	8.2%	17.2%
VCSH	5.7%	7.3%	7.5%
Khả năng thanh toán			
Thanh toán hiện hành	1.35	1.40	1.38
Thanh toán nhanh	1.23	1.22	1.24
Nợ/tài sản	0.16	0.33	0.33
Nợ/vốn chủ sở hữu	0.27	0.57	0.62
Khả năng thanh toán lãi vay	6.04	3.16	3.08
Chỉ tiêu khác			
EPS (VND)	809	903	985
BVPS (VND)	14,052	15,082	16,206

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.