

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

Ngành

Điện

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá mục tiêu	21,503
Giá hiện tại	15,650
Upside	35.6%
Ngày	14/04/2022

LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG VƯỢT KẾ HOẠCH QUÝ

Kết quả kinh doanh quý 1/2022 vượt kế hoạch quý bất chấp khó khăn.

Trong quý 1/2022, POW ghi nhận doanh thu ước đạt 6,221 tỷ đồng, hoàn thành 140% kế hoạch quý. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 272 tỷ đồng, hoàn thành kế hoạch quý. Nguyên nhân đến từ (1) Sản lượng điện từ các nhà máy điện đều tăng so với kế hoạch, (2) Giá thị trường điện toàn phần quý 1/2022 tăng cao.

Kinh tế, xã hội đang phục hồi khiến nhu cầu tiêu thụ điện tăng. Sản xuất công nghiệp và xây dựng đang phục hồi, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng trưởng tốt từ đầu năm 2022, góp phần khiến tăng tổng sản lượng điện tiêu thụ.

Nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng do đang bước giai đoạn cao điểm của mùa khô năm 2022. Theo EVN, các tỉnh phía Nam đang bắt đầu bước vào mùa khô nên sản lượng tiêu thụ điện sẽ tăng.

Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ dự án nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3&4. Trong quý 1/2022, PV Power đã ký kết hợp đồng EPC của dự án với liên danh nhà thầu Samsung C&T Corporation và LILAMA với giá trị là 940 triệu USD. Dự kiến khi bắt đầu vận hành trong 2024 – 2025, nhà máy sẽ đóng góp hàng năm sản lượng điện khoảng 9 tỷ kWh, đóng góp doanh thu hàng năm khoảng 3,600 tỷ đồng.

Trong ngắn hạn rủi ro sẽ đến từ việc thiếu than và giá khí đầu vào tiếp tục neo cao, ảnh hưởng đến tổng sản lượng hợp đồng (Qc) các NMD. Tình hình cung cấp than từ TKV cho nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 vẫn đang thiếu hụt so với hợp đồng đã ký. Ngoài ra, giá dầu FO vẫn đang neo ở mức cao, khoảng 630 USD/tấn, điều này ảnh hưởng đến Qc các nhà máy nhiệt điện khí của POW.

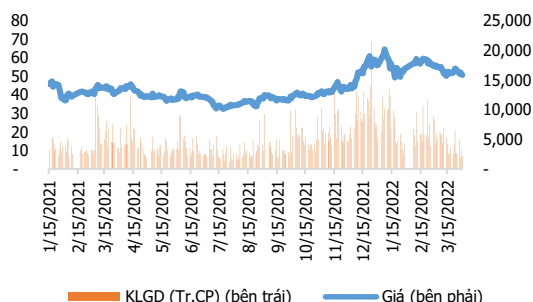
Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2022 của POW với DTT và LNST lần lượt đạt 24,431 tỷ đồng và 804.6 tỷ đồng với các giả định (1) Sản lượng huy động từ các nhà máy nhiệt điện của POW tăng tốt do nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi, (2) Giá bán điện các NMD của POW duy trì ở mức cao so với cùng kỳ 2021 do giá khí tăng theo đà tăng của giá dầu thế giới.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu POW và nâng giá mục tiêu là 21,503đ/cp. 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, sản lượng điện và doanh thu của POW sẽ có sự tăng trưởng vượt bậc. Trong ngắn hạn, sản lượng điện của POW có thể sẽ biến động do những ảnh hưởng từ giá dầu thế giới.

Một số chỉ tiêu chính

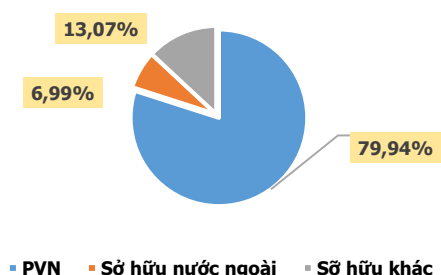
	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	24,565	24,432
LN gộp (tỷ VND)	2,543	2,307
EBIT (tỷ VND)	2,404	1,507
LN ròng (VND)	2,032	805
Tăng trưởng LNR (%)	-23.7%	-60.8%
EPS (VND)	760	301
Tăng trưởng EPS (%)	-24.0%	-60.8%
BVPS (VND)	13,592	13,944
ROE (%)	6.4%	2.5%
ROA (%)	3.8%	1.5%

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

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2022

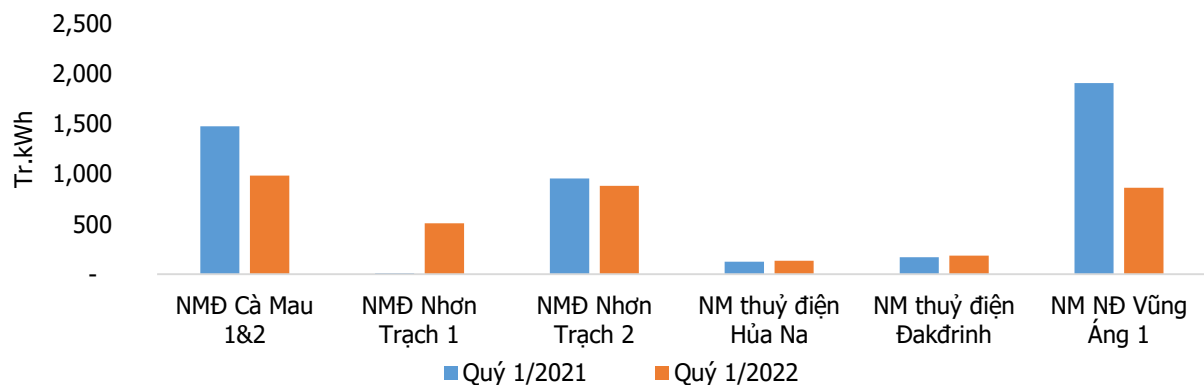
Doanh thu và lợi nhuận sau thuế quý 1/2022 của POW vượt kế hoạch quý bất chấp những khó khăn. Chúng tôi ước tính, doanh thu của POW đạt 6,221 tỷ đồng, vượt kế hoạch quý 40%. Lợi nhuận sau thuế cũng ghi nhận ước khoảng 272 tỷ đồng, so với kế hoạch quý là -374 tỷ đồng. Nguyên nhân là do:

(1) Sản lượng điện thương mại quý 1/2022 ước đạt 3,553 triệu kWh, tương đương hoàn thành 133% kế hoạch quý.

Do mức phụ tải trong kỳ chỉ tăng 8.2% và các nguồn NLTT vẫn được huy động khá nhiều nên tổng sản lượng huy động của Tổng công ty thấp hơn so với cùng kỳ 2021. Tuy nhiên, sản lượng điện tại các nhà máy nhiệt điện đều tăng so với kế hoạch đề ra do sự suy yếu của hiện tượng La Nina từ đầu năm 2022, EVN tăng mua từ các nhà máy nhiệt điện để đảm bảo nguồn cung.

- Sản lượng điện huy động từ nhà máy nhiệt điện khí của POW đều tăng vượt kế hoạch quý đã đề ra, trong đó, tăng mạnh nhất là nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 1 đạt 508 Tr.kWh (đạt 5028% kế hoạch quý).
- Lưu lượng nước về quý 1 của các nhà máy thủy điện đạt xấp xỉ bình quân nhiều năm, các nhà máy cũng chạy vào các chu kỳ có giá thị trường cao và bám sát Qc được giao, sản lượng điện ước tính của NMD Hòa Na và Đakđinh đạt lần lượt là 132 Tr.kWh (107% YoY) và 183 Tr.kWh (110%YoY).
- NMD Vũng Áng 1 được giao Qc tương đương 65% công suất tối đa. Do tổ máy số 01 vẫn ngừng máy do đang sửa chữa nên sản lượng điện của nhà máy ước đạt 861 Tr.kWh, hoàn thành 98% kế hoạch quý.

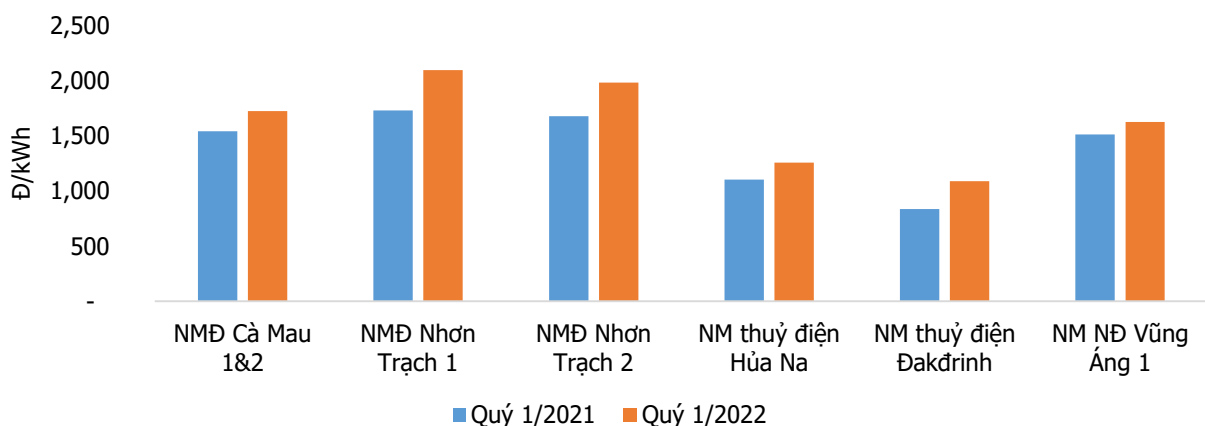
Sản lượng điện các nhà máy PV Power



Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

(2) Giá bán điện toàn phần của POW quý 1/2022 tăng cao. Giá thị trường điện toàn phần quý I/2022 trung bình ước đạt 1,402.13 đồng/kWh, cao hơn bình quân cùng kỳ năm 2021 khoảng 39%.

Giá bán điện các NMD PV Power

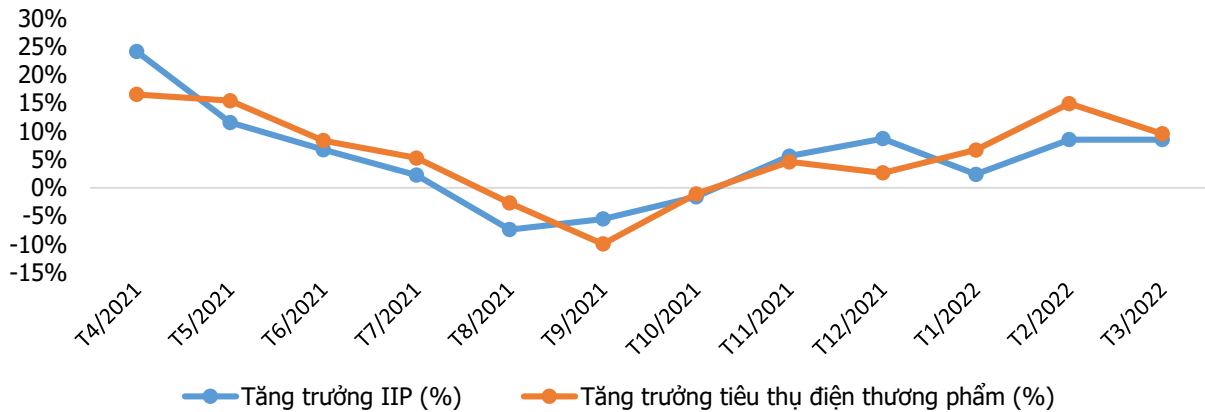


Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

Nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng trưởng do kinh tế, xã hội đang phục hồi. Trong đó, tăng trưởng tiêu thụ điện ở lĩnh vực sản xuất công nghiệp và xây dựng đang là động lực tăng trưởng chính của ngành điện, chiếm 54% sản lượng tiêu thụ điện hàng năm tại Việt Nam. Chỉ số IIP tăng trưởng 8.54% trong tháng 03/2022, kéo theo là sự tăng trưởng của sản lượng điện tiêu thụ. Với những tín hiệu tích cực từ đầu năm 2022, chúng tôi kỳ vọng hoạt động sản xuất công nghiệp sẽ tiếp tục phục hồi trong thời gian tới, thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tiêu thụ điện.

Theo EVN, nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng do đang bắt đầu bước vào mùa khô, nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao. Đặc biệt các tỉnh phía Nam nóng sớm, sản lượng tiêu thụ điện có khả năng tăng 7 - 8% so với cùng kỳ năm ngoái.

Tương quan tiêu thụ điện và chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)

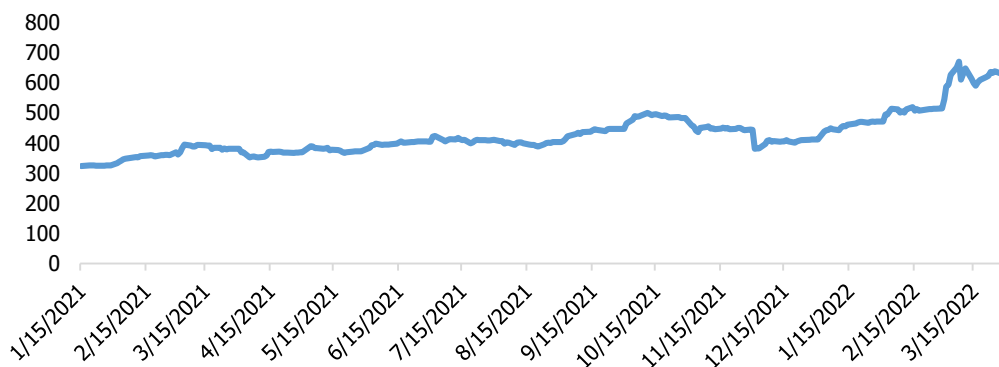


Nguồn: Bộ Công Thương, PSI tổng hợp

Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ dự án nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3&4. Nhà máy có công suất 1,500 MW, tổng mức đầu tư 1.4 tỷ USD. Nguồn vốn của dự án sẽ huy động 25% từ vốn chủ sở hữu và 75% từ các khoản vốn vay, trong đó, vốn vay sẽ từ nguồn tín dụng xuất khẩu (ECA), vay thương mại và vay trong nước. Tổ hợp ngân hàng City (Mỹ), ING (Hà Lan) sẽ chịu trách nhiệm thu xếp nguồn ECA và ngân hàng SMBC sẽ ký thư chỉ định khoản vay 200 triệu USD cho dự án. Trong quý 1/2022, PV Power đã ký kết hợp đồng EPC với liên danh nhà thầu Samsung C&T Corporation và LILAMA với giá trị là 940 triệu USD... 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.

Trong ngắn hạn, rủi ro sẽ đến từ việc thiếu than và giá khí đầu vào tiếp tục neo cao, ảnh hưởng đến Qc các NMD. Trong quý 1/2022, tổng khối lượng than TKV đã được cung cấp cho NMD Vũng Áng 1 là khoảng 175,000 tấn, tương đương gần 40% khối lượng than theo kế hoạch quý, điều này có thể khiến nhà máy thiếu than để sản xuất. Đối với các nhà máy nhiệt điện khí, giá FO vẫn đang neo ở mức giá khá cao, điều này cũng sẽ ảnh hưởng đến Qc của các nhà máy của POW.

Giá FO Singapore



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2022 của POW với DTT và LNST lần lượt đạt 24,431 tỷ đồng và 804.6 tỷ đồng dựa trên các giả định:

- (1) Tổng sản lượng điện sản xuất năm 2022 của POW đạt 14.17 tỷ kWh, vượt kế hoạch năm;
- (2) Kỳ vọng NMD Vũng Áng 1 khắc phục sự cố sớm và vận hành cả 2 tổ máy kể từ nửa sau 2022;
- (3) Giá bán điện các NMD của POW duy trì ở mức cao so với cùng kỳ 2021 do giá khí tăng theo đà tăng của giá dầu thế giới.

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 chứng khoán	EV/EBITDA
DTK	6.03
GEG	12.02
PPC	13.9
NT2	6.06
TMP	7.02
SHP	5.66
TBC	6.33
VPD	5.51
S4A	6.5
SJD	5.64
KHP	6.07
HJS	6.33
NTH	6.09
PIC	5.65
NBP	4.06
Trung bình	6.8

Chúng tôi lựa chọn trung bình ngành 6.8 là hệ số mục tiêu để định giá POW. Giá trị cổ phiếu POW là: 24,339 đồng/cổ phiếu.

- Phương pháp FCFE:

	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	1,507,277	2,745,285	3,722,434	5,113,410	5,993,071
Chi phí lãi vay	-587,146	-1,197,426	-1,624,586	-1,764,614	-1,736,051
Thuế doanh nghiệp	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
CAPEX	-14,505,000	-14,510,000	-14,515,000	-1,345,000	-3,112,500
Khấu hao	3,779,036	3,835,374	3,893,748	5,091,714	5,309,563

Thay đổi vốn lưu động	-4,378,834	183,911	-122,450	51,310	7,229
Nợ vay ròng	7,500,535	7,120,263	7,816,846	2,437,418	5,567,556
Dòng tiền tự do	1,963,121	-2,376,158	-835,851	9,079,762	11,503,567

Giá trị dòng tiền đã chiết khấu	45,928,023
SLCP đang lưu hành	2,341,871,600
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	19,612

- **Tổng hợp kết quả định giá:**

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (đ/cp)
FCFE	60%	19,612
EV/EBITDA	40%	24,339
Tổng hợp kết quả định giá		21,503

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POW và nâng giá mục tiêu là 21,503đ/cp. 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. Trong ngắn hạn, sản lượng điện của POW có thể sẽ biến động do những ảnh hưởng từ giá dầu thế giới.

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	29,732	24,566	24,432
Giá vốn hàng bán	25,741	22,023	22,124
Lợi nhuận gộp	3,991	2,543	2,307
Doanh thu hoạt động tài chính	440	697	519
Chi phí tài chính	999	671	1,106
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	44	9	23
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	1,209	138	800
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,266	2,439	944
Lợi nhuận khác	20	(120)	20
Lợi nhuận trước thuế	2,286	2,319	923
Lợi nhuận sau thuế	2,663	2,032	805
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,365	1,779	705
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	298	254	99

Balance Sheet (VND bn)	2020A	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	16,897	17,048	10,353
I. Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	7,858	8,905	2,235
II. Phải thu ngắn hạn	7,196	5,802	5,771
III. Hàng tồn kho	1,728	1,838	1,847
IV. Tài sản ngắn hạn khác	115	502	500
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	53,101	57,022
Nợ phải trả	22,784	20,817	23,914
I. Nợ ngắn hạn	16,480	16,712	13,001
II. Nợ dài hạn	6,304	4,106	10,913
1. Các khoản phải trả dài hạn	912	1,349	627
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,391	2,756	10,287
Vốn chủ sở hữu	31,267	31,830	32,655
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	5,429	6,154
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,729	2,983	3,082
Tổng nguồn vốn	54,048	53,101	57,022

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F
Định giá			
EPS	999	760	301
BVPS	13,351	13,592	13,944
Cổ tức	4.4%	2.0%	0.0%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	15.4%	10.4%	9.4%
Biên EBITDA	21.9%	21.3%	21.6%
Biên lợi nhuận trước thuế	9.7%	9.4%	3.9%
ROE	8.8%	6.4%	2.5%
ROA	4.9%	3.8%	1.5%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-16.0%	-17.4%	-0.5%
Lợi nhuận gộp	-10.9%	-44.5%	-9.1%
Lợi nhuận sau thuế	-6.7%	-23.7%	-60.8%
EPS	-17.2%	-24.0%	-60.8%
Tổng tài sản	-3.0%	-1.8%	7.3%
VCSH	6.0%	1.8%	2.5%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.03	1.02	0.80
Thanh toán nhanh	0.92	0.91	0.65
Nợ/tài sản	0.23	0.16	0.28
Nợ/VCSH	0.40	0.27	0.49
Khả năng thanh toán lãi vay	4.55	4.72	1.57

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: thanhb@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: myvhh@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.