

Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)

Khả quan (Duy trì)

Điện

Giá hiện tại	VND11.650
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND14.100/VND10.300
Giá mục tiêu	VND15.600
Giá mục tiêu trước đó	VND17.800
Consensus	6,8%
Tiềm năng tăng giá	33,9%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	33,9%

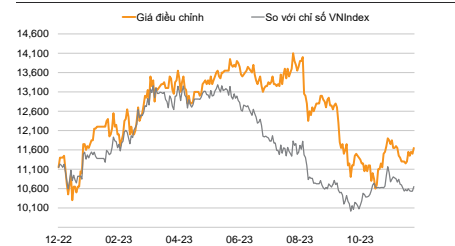
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tỷ USD)	1,11
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	2,65
Sở hữu NN (tr USD)	
Số CP lưu hành (tr)	2.342
Số CP sau pha loãng (tr)	2.342

	POW	TB ngành	VNI
P/E trượt	18,8	10,7	12,9
P/B hiện tại	1,0	1,6	1,7
ROA	2,4%	6,2%	2,0%
ROE	4,3%	10,2%	11,7%

* dữ liệu ngày 8/12/2023

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
POW	1,3	-9,3	4,0
Tương quan VNIndex	0,3	0,1	-3,0

Cơ cấu sở hữu

PVN	79,9%
Khác	20,1%

Tổng quan doanh nghiệp

PVPower là doanh nghiệp sản xuất điện niêm yết lớn thứ hai tại Việt Nam. Với tổng công suất phát điện 4.205 MW, PVPower chiếm 5,4% tổng công suất của cả nước. Điểm mạnh chính của POW nằm ở các nhà máy điện khí tiên tiến với công nghệ hiện đại.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Việt Minh Tú

Tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

Các nhà máy điện sẵn sàng vận hành trọn vẹn trong năm 2024

- Duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 33,9%. Giá mục tiêu giảm 12,4% kể từ báo cáo trước trong khi giá cổ phiếu giảm 16%.
- Giá mục tiêu thấp hơn do giảm dự phóng EPS giai đoạn 2023-25.
- P/B hiện tại của POW là 1,0 lần, thấp hơn trung bình ngành trong khu vực (1,6 lần), mức hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng của công ty.

Tiêu điểm tài chính

- LN gộp 9T23 giảm 45% do: 1) Chi phí bảo dưỡng và vận hành cao từ các nhà máy điện khí, 2) giá thị trường điện cạnh tranh thấp trong Q3/23.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng của POW sẽ giảm 40,3% svck trong năm 2023, sau đó tăng 60,0%/16,8% svck trong giai đoạn 2024-25 do các nhà máy điện quay trở lại vận hành bình thường.
- Chúng tôi giảm dự phóng EPS năm 2024 xuống 24% sv dự phóng cũ, còn 840đ/cp do 1) tiêu thụ điện yếu hơn dự kiến dẫn đến huy động thấp và 2) biên LN gộp giảm do giá thị trường điện cạnh tranh thấp hơn trong năm 2024.

Luân dòng đầu tư

Tiêu thụ điện dự kiến phục hồi trong năm 2024

EVN dự báo nhu cầu điện quốc gia sẽ tăng 8,9% svck trong năm 2024, cao hơn so với mức tăng trưởng ước tính 4,6% svck của năm 2023. Chuẩn bị cho kịch bản thủy văn tiêu cực trong năm sau, EVN dự kiến sẽ huy động nhiệt điện ngay từ đầu năm để đảm bảo nguồn hồ chứa thủy điện ở mức an toàn trước khi bước vào mùa hè. Do đó, chúng tôi cho rằng nhiệt điện sẽ được huy động ở mức cao trong năm 2024.

Các nhà máy điện quay lại hoạt động bình thường

Trong năm 2023, POW có 6 đợt bảo dưỡng trùng tu các nhà máy điện, gây ảnh hưởng đến sản lượng điện huy động. Sang năm 2024, các nhà máy của POW được kỳ vọng sẽ vận hành liên tục do không có lịch bảo dưỡng nào vào năm tới. Thêm vào đó, tổ máy số 1 - Vũng Áng 1 đã hoạt động trở lại vào T8/2023 sau gần 2 năm tạm ngừng hoạt động cũng sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng sản lượng của POW trong năm 2024. Do đó, chúng tôi dự phóng tổng sản lượng huy động sẽ tăng 23% svck và tổng doanh thu tăng 18% svck trong năm 2024.

Nhà máy điện mới đi vào hoạt động trong giai đoạn 2024-25

Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4 là dự án trọng điểm của POW với tổng vốn đầu tư 34.000 tỷ đồng (1,4 tỷ USD). Nhà máy này được coi là động lực tăng trưởng trong ngắn hạn và dài hạn của POW và dự kiến sẽ tăng tổng công suất của POW lên 36% và đóng góp 4,8%/28,3% vào doanh thu của công ty trong giai đoạn 2024-25. Đây sẽ là dự án điện đầu tiên tại Việt Nam sử dụng khí tự nhiên hóa lỏng (LNG), góp phần thực hiện cam kết giảm phát thải carbon.

Định giá hấp dẫn nhờ triển vọng lợi nhuận và vị thế dẫn đầu mảng điện khí

POW đang giao dịch ở mức P/B 1,0 lần, thấp hơn mức trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành là 1,6 lần. Mức định giá này tương đối hấp dẫn dựa trên triển vọng lợi nhuận của POW trong hai năm tới cũng như lợi thế sở hữu những nhà máy điện lớn với công nghệ hiện đại.

Financial summary	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng DT thuần	14,9%	11,0%	17,6%	42,8%
Tăng trưởng EPS	14,6%	(40,3%)	60,0%	16,8%
Biên lợi nhuận gộp	13,2%	8,1%	10,7%	10,4%
Biên LN ròng	7,3%	3,9%	5,3%	4,4%
P/E (x)	13,2	22,1	13,8	11,8
Rolling P/B (x)	0,8	0,8		
ROAE	7,0%	3,9%	5,9%	6,2%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	2,3%	22,1%	38,8%	43,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

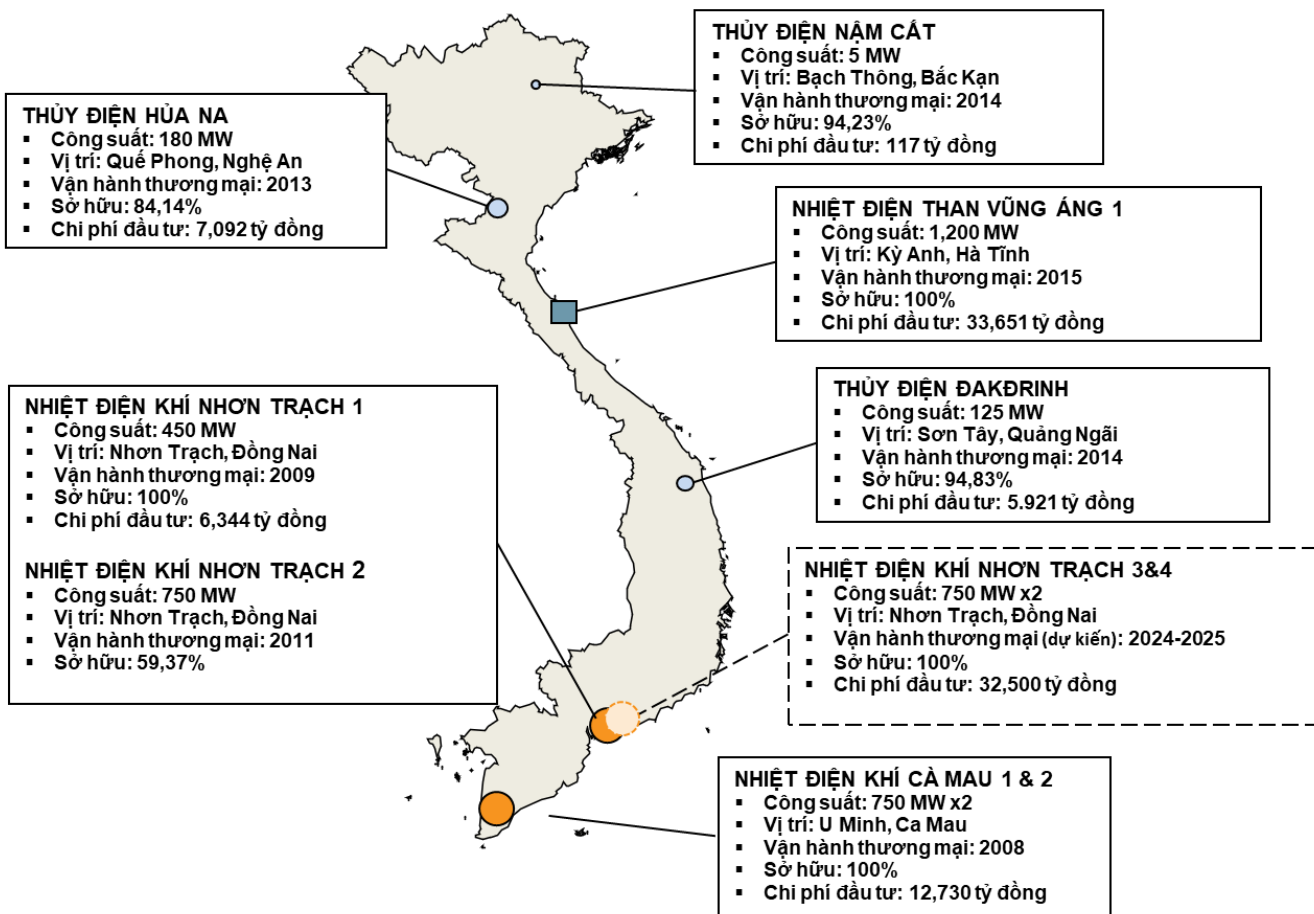
Tổng công ty Điện lực – Dầu khí Việt Nam (POW) được thành lập vào năm 2007, là một công ty con của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam). POW cổ phần hoá vào cuối năm 2017, sau đó được niêm yết trên sàn UPCOM vào năm 2018 và chuyển lên sàn HOSE vào năm 2019.

POW sở hữu 8 nhà máy điện trên khắp cả nước, với tổng công suất phát điện 4.205 MW, chiếm khoảng 5,4% tổng công suất phát điện thiết kế của Việt Nam. Công ty là đơn vị có công suất tối đa lớn thứ hai trong số các doanh nghiệp niêm yết, chỉ sau GENCO3 (PGV) với tổng công suất khoảng 7.000 MW.

POW tập trung vào nguồn điện khí, với công suất khí đốt là 2.700 MW, tương đương 64% tổng công suất của POW và 38% thị phần điện khí cả nước. Điện than và thủy điện lần lượt chiếm 29% và 7% tổng công suất của công ty. POW sử dụng tuabin khí hiện đại cho các nhà máy của mình, dẫn đến tỷ lệ công suất sử dụng cao 62,9%.

Công ty đang thực hiện hai dự án trọng điểm Nhơn Trạch 3 & 4 với tổng mức đầu tư 1,4 tỷ USD, dự kiến đi vào hoạt động trong giai đoạn 2024-25. Hai tổ máy mới sẽ có tổng công suất 1.5 GW và được trang bị tuabin khí 9HA.02 của General Electric, thuộc loại tuabin khí tiên tiến nhất thế giới. Nhơn Trạch 3 & 4 sẽ là dự án điện đầu tiên tại Việt Nam sử dụng khí tự nhiên hóa lỏng (LNG), góp phần vào cam kết giảm phát thải carbon của Việt Nam.

Hình 1: Thông tin các nhà máy của POW



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

Tóm tắt KQKD 9T23: Chi phí bảo trì và vận hành cao của các nhà máy điện khí làm giảm biên LN gộp

Hình 2: Tổng quan KQKD 9T23 và Q3/23

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/23	Q3/22	% svck	9T23	9T22	% svck	Sv dự phóng trước	Nhận xét
Tổng sản lượng (triệu kWh)	2.806	2.996	-6%	11.048	10.145	9%	69%	
Điện khí	1.454	1.686	-14%	7.070	6.547	8%	67%	Sản lượng điện khí giảm 14% svck trong Q3/23 do nhà máy Cà Mau 2 và Nhơn Trạch 2 đại tu.
Điện than	1.029	832	24%	3.136	2.478	27%	73%	Sản lượng điện than cải thiện 24% svck trong Q3/23 và 27% svck trong 9T23, do tổ máy số 1 Vũng Áng 1 chính thức đi vào hoạt động vào ngày 23/8, nâng cao sản lượng huy động.
Thủy điện	322	477	-32%	838	1.115	-25%	70%	Thủy điện ghi nhận sản lượng sụt giảm 32% svck trong Q3/23 và 25% svck trong 9T23 do điều kiện thời tiết không thuận lợi khiến mực nước ở các hồ chưa thấp.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	2.025	2.350	-13,8%	1.997	2.133	-6,4%		
Điện khí	2.285	2.411	-5%	2.080	2.184	-5%		Giá bán bình quân điện khí giảm ít hơn so với điện than và thủy điện do giá khí duy trì ở mức cao trong Q3/23 và một số nhà máy điện phải chạy bằng dầu Dielsel đắt tiền, dẫn đến giá bán bình quân cao hơn.
Điện than	1.933	2.693	-28%	2.014	2.266	-11%		Giá bán trung bình của Vũng Áng 1 giảm 28% svck trong Q3/23 do giá than nhập khẩu giảm và giá thị trường phát điện cạnh tranh giảm mạnh.
Thủy điện	1.143	1.540	-26%	1.185	1.414	-16%		Giá bán thủy điện giảm 26% do giá phát điện cạnh tranh giảm mạnh trong Q3/23.
Doanh thu	5.679	6.042	-6%	21.533	20.565	5%	67%	
LN gộp	307	703	-56%	1.455	2.659	-45,3%	38%	Lợi nhuận gộp 9T23 giảm 45,3% svck do 1) chi phí vận hành cao hơn do các nhà máy điện khí được yêu cầu chạy bằng dầu Diesel trong Q2/23, 2) Chi phí bảo trì cao hơn do Cà Mau 2 và Nhơn Trạch 2 có lịch đại tu, 3) Giá thị trường phát điện cạnh tranh giảm mạnh trong tháng 8 và tháng 9 do lượng mưa cao hơn dự kiến.
Biên LN gộp (%)	5,4%	11,6%	-6,2 điểm %	6,8%	12,9%	-6,2 điểm %		
Chi phí bán hàng & QLDN	149	387	-62%	383	705	-46%	43%	Chi phí bán hàng và QLDN giảm 62% chủ yếu do POW ghi nhận khoản dự phòng nợ xấu từ EVN là 187 tỷ đồng trong Q3/22.
Doanh thu tài chính	139	96	45%	385	224	72%	48%	
Chi phí tài chính	213	207	3%	489	541	-10%	64%	
Thu nhập khác	(2)	19	NA	129	30	327%		
Lợi ích cổ đông thiểu số	(30)	134	-123%	141	381	-63%	27%	Lợi ích cổ đông thiểu số trong Q3/23 ghi nhận số liệu âm do khoản lỗ ròng từ Nhơn Trạch 2 và Đakrinh lần lượt là 124 tỷ đồng và 40 tỷ đồng.
LN ròng	83	67	24%	743	1.210	-39%	35%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

Triển vọng 2024: Các máy điện sẵn sàng vận hành trọn vẹn trong năm 2024

Hình 3: Điều chỉnh dự phóng KQKD

Tỷ đồng	2022	2023			2024			Nhận xét
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi	
Doanh thu	27.969	32.101	31.319	-2%	40.169	36.825	-8%	Chúng tôi đã điều chỉnh giảm dự phóng sản lượng điện năm 2023 chủ yếu do nhu cầu sử dụng điện phục hồi yếu hơn trong nửa cuối năm 2023, đồng thời chúng tôi thận trọng hơn về sản lượng điện năm 2024 so với báo cáo gần đây.
Điện khí	19.048	21.501	20.797	-3%	27.159	25.091	-8%	
Thủy điện	1.875	1.278	1.227	-4%	1.486	1.413	-5%	
Điện than	7.132	9.322	9.021	-3%	11.524	10.848	-6%	
Giá vốn hàng bán	-24.498	-28.539	-28.774	1%	-35.341	-32.873	-7%	Chi phí bán hàng năm 2023 tăng nhẹ 1% mặc dù sản lượng giảm chủ yếu do 1) chi phí bảo trì và vận hành cao hơn dự kiến trong nửa cuối năm 2023; 2) giá thị trường phát điện cạnh tranh giảm mạnh trong Q3/23 do mưa nhiều hơn dự kiến.
Lợi nhuận gộp	3.726	3.855	2.545	-34%	5.195	3.952	-24%	
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>13,3%</i>	<i>12,0%</i>	<i>8,1%</i>	<i>-3,9 điểm %</i>	<i>12,9%</i>	<i>10,7%</i>	<i>-2,2 điểm %</i>	Biên LN gộp năm 2023 đã được điều chỉnh giảm do pha El Nino không khiến giá CGM tăng đến mức chúng tôi kỳ vọng. Chúng tôi cũng điều chỉnh biên LN gộp năm 2024 sẽ giảm 2,2 điểm % so với báo cáo gần đây do chúng tôi đánh giá mức giá phát điện trên thị trường cạnh tranh sẽ thấp hơn vào năm tới.
Chi phí bán hàng & QLDN	-868	-880	-850	-3%	-1.099	-998	-9%	
EBIT	2.859	2.976	1.694	-43%	4.096	2.954	-28%	
Doanh thu tài chính	445	798	494	-38%	621	890	43%	Chúng tôi đã chuyển khoản thoái vốn EVN Việt Lào trị giá 300 tỷ đồng từ năm 2023 sang năm 2024.
Chi phí tài chính	592	-763	-753	-1%	-1.020	-1.032	1%	
LN ròng	2.061	2.204	1.230	-44%	2.575	1.968	-24%	
EPS (đ/cp)	880	941	525	-44%	1.100	840	-24%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận năm 2023:

- Chúng tôi đã điều chỉnh giảm biên LN gộp của các nhà máy điện 3,9 điểm % do 1) Chi phí vận hành và bảo trì cao hơn khi một số nhà máy khí đã phải sử dụng dầu Diesel để vận hành do tình trạng thiếu khí vào giờ cao điểm, 2) Sản lượng huy động thấp ở tất cả nhà máy, 3) Giá thị trường phát điện cạnh tranh thấp hơn dự kiến do mưa lớn.
- Chúng tôi đã chuyển khoản thoái vốn 300 tỷ đồng tại EVN Việt Lào sang năm 2024.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận năm 2024:

- Nhu cầu điện thấp hơn dự kiến do hoạt động công nghiệp và xây dựng yếu khiến chúng tôi phải điều chỉnh dự phóng giảm huy động sản lượng của tất cả các nhà máy điện. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng điều chỉnh giảm tỷ lệ công suất sử dụng của Nhơn Trạch 3 cho năm 2024 từ 20% xuống 10% do Nhơn Trạch 3 đi vào hoạt động muộn hơn so với dự kiến của chúng tôi.
- Biên LN gộp giảm 2,2 điểm % do chúng tôi nhận thấy mức giá thị trường phát điện cạnh tranh trong năm 2024 thấp hơn kỳ vọng trước đó vì: 1) EVN triển khai nhiều giải pháp chủ động chuẩn bị cho mùa khô năm 2023: giữ nước tại các hồ chứa từ đầu năm và hợp tác với các nhà

cung cấp khí/than để đảm bảo nguyên liệu sản xuất điện, 2) El Nino sẽ chuyển dần sang pha trung tính từ giữa năm 2024.

- Chúng tôi đã tăng thêm 300 tỷ đồng thu nhập tài chính do điều chỉnh thời gian thoái vốn tại EVN Việt Lào.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu và LN gộp theo nhóm điện giai đoạn 2023-24

Tỷ đồng	2022	2023		2024	
Tổng sản lượng (triệu kWh)	14.136	15.489	10%	19.014	23%
Điện khí	9.213	9.921	8%	12.077	22%
Thủy điện	1.605	1.153	-28%	1.260	9%
Điện than	3.318	4.415	33%	5.676	29%
Giá bán trung bình (đ/kWh)					
Điện khí	2.068	2.096	1%	1.994	-5%
Thủy điện	1.165	1.057	-9%	1.079	2%
Điện than	2.150	2.043	-5%	1.947	-5%
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	27.969	31.035	11%	36.491	18%
Điện khí	19.048	20.797	9%	24.079	16%
Thủy điện	1.875	1.218	-35%	1.360	12%
Điện than	7.132	9.021	26%	11.053	23%
LN gộp	3.726	2.545	-32%	3.952	55%
Biến LN gộp (%)	13,3%	8,2%		10,8%	
Điện khí	1.909	1.268	-34%	2.188	73%
Thủy điện	1.175	468	-60%	594	27%
Điện than	643	803	25%	1.163	45%
Doanh thu tài chính	445	494	11%	890	80%
Chi phí tài chính	(592)	(753)	27%	(1.032)	37%
LN ròng	2.061	1.230	-40%	1.968	60%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

Tiêu thụ điện toàn quốc dự kiến phục hồi trong năm 2024

Tổng công ty Điện lực Việt Nam (EVN) dự báo nhu cầu điện quốc gia sẽ tăng 8,9% svck trong năm 2024, cao hơn mức tăng trưởng ước tính 4,6% của năm 2023. EVN chuẩn bị hai kịch bản dựa trên lưu lượng nước về các hồ chứa thủy điện. Kịch bản thứ nhất là lượng nước ở mức bình thường. Trong kịch bản thứ hai, lưu lượng nước về sẽ cực đoan như mùa khô năm 2023. Việc này dẫn tới thiếu nước trong các hồ chứa và khan hiếm công suất dự phòng ở miền Bắc.

Để đảm bảo nguồn cung điện trong năm 2024, EVN đã áp dụng các giải pháp sau: 1) EVN nỗ lực đảm bảo độ khả dụng của các nhà máy điện đồng thời hạn chế tối đa các sự cố, đặc biệt ở các tổ máy điện than miền Bắc; 2) EVN hợp tác với TKV, PVN, Tổng công ty Khí Việt Nam và Tổng công ty Đông Bắc để đảm bảo đủ nhiên liệu cho sản xuất điện (than, khí); 3) Lập lịch huy động cao các nhà máy nhiệt điện từ đầu năm 2024 để tiết kiệm nước cho mùa cao điểm.

Do đó, chúng tôi dự báo huy động các nhà máy nhiệt điện sẽ tiếp tục ở mức cao trong năm 2024. Do EVN đã chủ động chuẩn bị cho năm 2024, chúng tôi tin rằng tình trạng thiếu điện, đặc biệt là ở miền Bắc, sẽ giảm so với năm 2023, dẫn đến giá điện trên thị trường cạnh tranh ở mức thấp hơn.

Huy động tăng ở tất cả các mảng điện

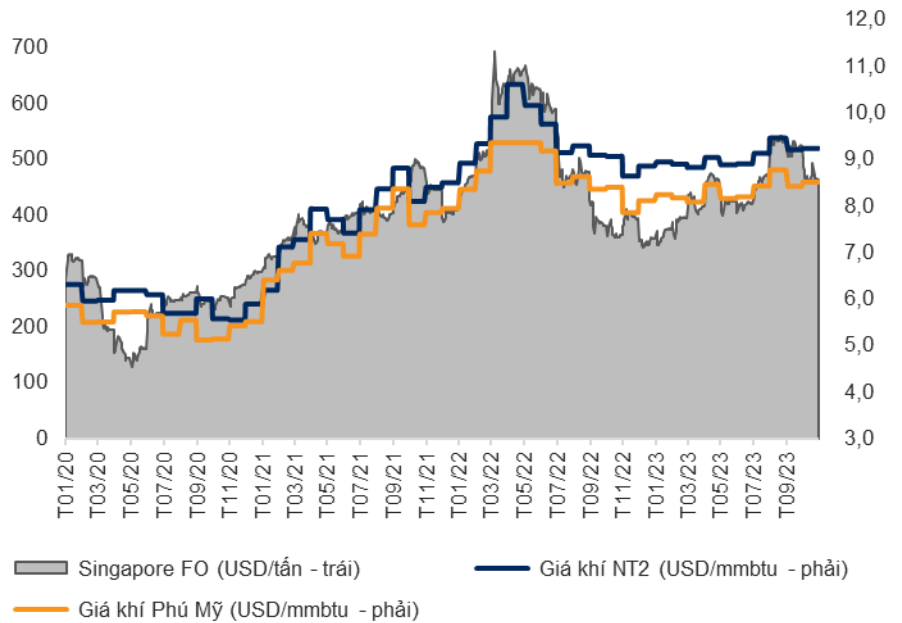
Điện khí:

Tổng quan, doanh thu điện khí của POW trong năm 2024 sẽ tăng 16% svck. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí sẽ tăng 22% svck, đạt 12.077 triệu kWh trong năm 2024 do các nhà máy điện khí quay trở lại vận hành bình thường sau khi hoàn thành đại tu trong năm 2023. Ngoài ra, Nhon Trạch 3 dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào Q4/24, đóng góp thêm 711 triệu kWh vào tổng sản lượng.

Chúng tôi dự kiến giá bán trung bình của điện khí năm 2024 sẽ giữ ở mức cao là 1.994 đồng/kWh, giảm 5% svck nhờ xu hướng giảm giá dầu FO gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi chỉ kỳ vọng giá bán trung bình giảm nhẹ trong bối cảnh giá khai thác các mỏ khí nội địa ngày càng đắt đỏ. Ngoài ra, từ Q4/24, Nhơn Trạch 3 sử dụng LNG sẽ đi vào hoạt động, khiến giá bán trung bình điện khí của POW nhỉnh hơn.

Các nhà máy điện khí vẫn có thể phải đối mặt với rủi ro thiếu khí trong năm 2024 do các mỏ khí nội địa dần cạn kiệt, đặc biệt là ở khu vực Đông Nam bộ, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến Nhơn Trạch 1&2. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm so với năm ngoái nhờ kho cảng LNG Thị Vải khánh thành trong T10/23 sẽ giúp bổ sung nguồn cung khí trong năm 2024.

Hình 5: Giá khí giảm từ đỉnh 2022 tuy nhiên đang neo ở vùng giá cao trong những tháng gần đây trong bối cảnh giá dầu FO cao trong khi giá khai thác mỏ khí nội địa ngày càng đắt đỏ.



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

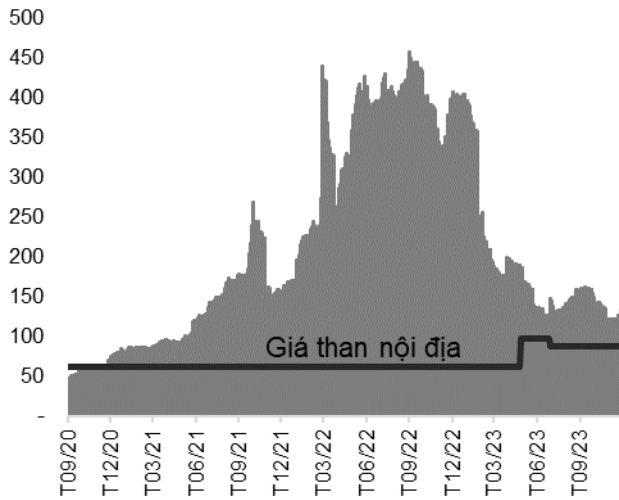
Điện than:

Tổng quan, doanh thu điện than trong năm 2024 dự kiến sẽ tăng 23% svck. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện than sẽ tăng 29% svck nhờ: 1) tổ máy 1 nhà máy Vũng Áng 1 được đưa trở lại hoạt động trong Q3/23 và dự kiến sẽ vận hành cả năm 2024; 2) miền Bắc dự báo sẽ thiếu điện trong mùa cao điểm của năm 2024. Cần lưu ý rằng nhà máy Vũng Áng 1 được hưởng lợi đáng kể từ tình trạng thiếu điện năm nay ở miền Bắc khi tổ máy 2 phải hoạt động liên tục chỉ nghỉ 15 ngày kể từ cuối T1/23 đến T10/23.

Chúng tôi nhận thấy giá bán trung bình của Vũng Áng 1 sẽ duy trì ở mức cao là 1.947 đồng/kWh (-5% svck) trong năm 2024 do giá than quốc tế gần đây đã giảm. Giá than rẻ hơn giúp tăng tính cạnh tranh của điện than so với các nguồn năng lượng khác.

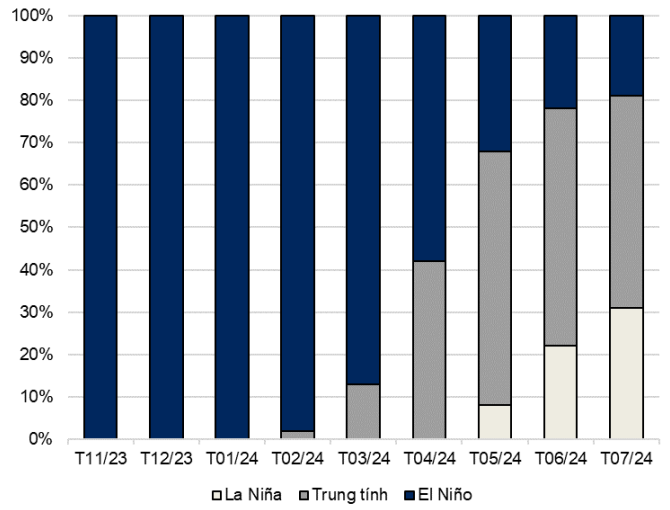
Chúng tôi tin rằng rủi ro thiếu than trong mùa cao điểm 2024 sẽ giảm do EVN đã hợp tác với các nhà cung cấp than để đảm bảo sản xuất điện trong năm tới.

Hình 6: Giá than Newcastle giảm mạnh trong năm 2023 (Đơn vị: USD/tấn).



Nguồn: GENCO3, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Hiện tượng El Nino sẽ dần suy yếu kể từ Q2/24.



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

Thủy điện:

Chúng tôi ước tính sản lượng thủy điện sẽ phục hồi 9% trong năm 2024 sau khi giảm 28% trong năm 2023 khi El Nino đạt đỉnh trong nửa đầu năm 2024. Giá bán trung bình dự kiến sẽ tăng 2% lên 1.079 đồng/kWh.

Nhìn chung, doanh thu thủy điện trong năm 2024 sẽ tăng 12% svck.

Cập nhật đàm phán PPA và thu xếp vốn cho dự án Nhơn Trạch 3&4

Cập nhật tiến độ đầu tư Nhơn Trạch 3&4

Tính đến ngày 14/11/2023, tiến độ EPC tổng thể của dự án đã đạt 65,5%, chậm hơn dự kiến 9,5%. Cụ thể, tuabin khí của Nhơn Trạch 3 đã được đặt lên bệ móng vào ngày 16/10. Ban lãnh đạo tự tin sẽ đưa Nhơn Trạch 3&4 vào vận hành thương mại lần lượt trong Q4/24 và Q2/25.

POW đã đàm phán thỏa thuận mua bán điện (PPA) cho Nhơn Trạch 3&4 trong 3 năm. Công ty đang làm việc với Công ty Mua bán điện (EPTC, thuộc EVN) và đã chính thức đệ trình hợp đồng lên EVN. Để hoàn tất PPA với EPTC, POW đang chờ Cục Điều tiết Điện lực Việt Nam (ERAV) thiết lập cơ chế giá cho điện LNG. Ban lãnh đạo tự tin sẽ đảm bảo điều khoản sản lượng hợp đồng (Qc) đạt 80% cho Nhơn Trạch 3&4.

POW đã hoàn thành khung hợp đồng mua bán khí (GSA) với PV GAS và đang tích cực hoàn thiện các bước cuối cùng. Liên quan đến chi phí LNG, POW tiết lộ rằng lô nhập khẩu LNG đầu tiên tại kho cảng LNG Thị Vải trong T7/23 có giá 11-13 USD/mmbtu, rẻ hơn giá khí tự nhiên từ mỏ Đông Nam bộ. Ban lãnh đạo POW cho biết giá LNG hiện tại sẽ đảm bảo hiệu quả của Nhơn Trạch 3&4.

Tổng vốn đầu tư của Nhơn Trạch 3&4 là 1,4 tỷ USD, được tài trợ bằng 25% vốn chủ sở hữu và 75% vốn vay. Hiện tại, POW có ba khoản vay lớn để tài trợ cho dự án, trong đó hai khoản đã được giải ngân:

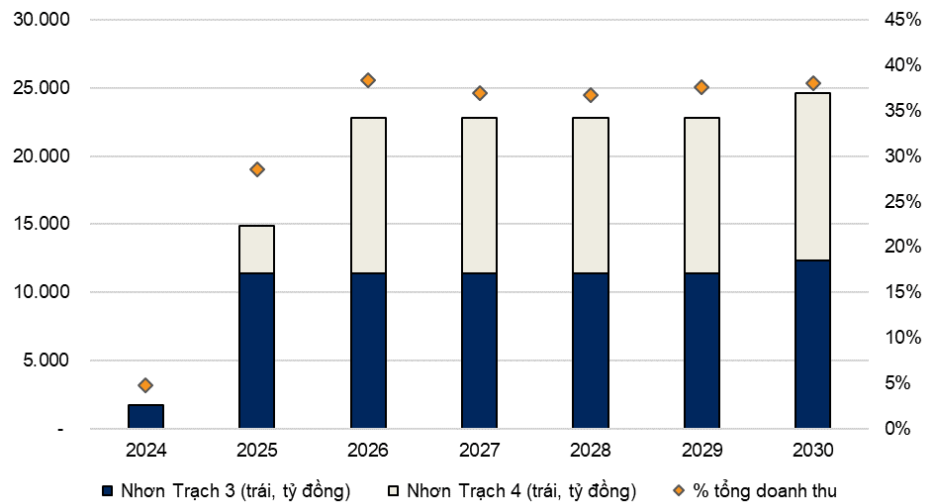
- 4.000 tỷ đồng từ VCB, ký kết vào ngày 29/8/2023, đã giải ngân 700 tỷ đồng. Lãi suất năm đầu tiên là 7%, lãi suất các năm sau dựa trên lãi suất tiền gửi của các ngân hàng quốc doanh + 2%.
- Hoàn thành đàm phán khoản vay 200 triệu USD từ SMBC chi nhánh Singapore trong T3/23.
- POW đang đàm phán khoản vay thứ ba trị giá 500 triệu USD từ Citibank và ING.

Nhơn Trạch 3&4 là động lực tăng trưởng của POW trong ngắn và dài hạn

Nhà máy Nhơn Trạch 3 đi vào hoạt động trong Q4/24 sẽ đóng góp 4,8% vào tổng doanh thu POW trong năm 2024. Sang đến 2025, nhà máy Nhơn Trạch 3 được vận hành cả năm cùng với việc hoàn thành Nhơn Trạch 4 sẽ thúc đẩy mức đóng góp doanh thu của dự án lên 28% (~14.887 tỷ đồng), với tổng sản lượng 6.047 triệu kWh và giá bán trung bình giả định là 2.462 đồng/kWh.

Trong dài hạn, Nhơn Trạch 3&4 dự kiến đóng góp khoảng 38% tổng doanh thu.

Hình 8: Đóng góp của Nhon Trạch 3&4 vào tổng doanh thu giai đoạn 2024-30

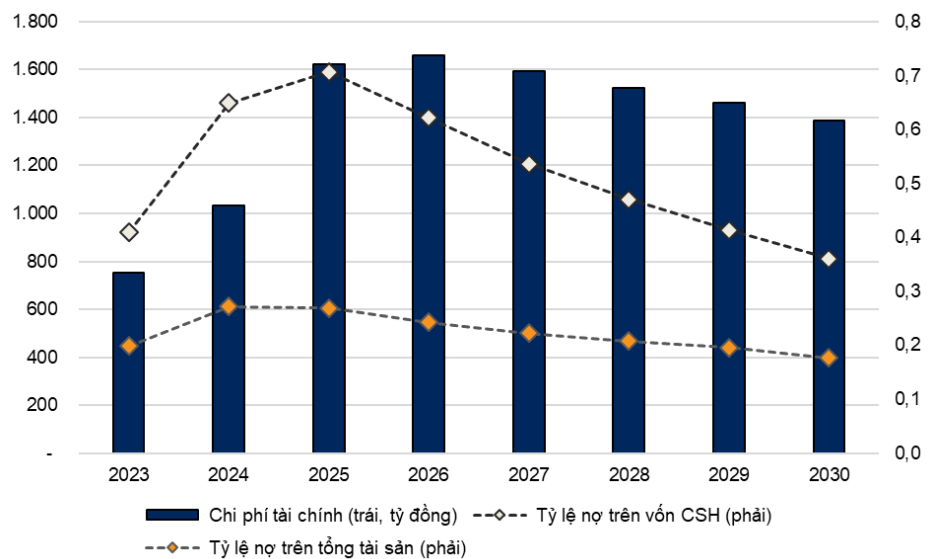


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tỷ lệ đòn bẩy sẽ tăng trong giai đoạn xây dựng Nhon Trạch 3&4

Với tổng mức đầu tư 34.000 tỷ đồng cho Nhon Trạch 3&4, hội đồng quản trị có kế hoạch cấp vốn với tỷ trọng 25% từ vốn chủ sở hữu và 75% từ vay nợ. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra các giả định về tổng vốn nợ là các khoản vay từ ngân hàng bằng ngoại tệ với lãi suất 8%, và các khoản vay dự kiến phân bổ trong vòng 10 năm. Do đó, trong giai đoạn 2022-2025, các khoản vay dài hạn sắp tới sẽ gây áp lực lên tỷ lệ đòn bẩy của POW, khiến tổng vay nợ tăng mạnh lên hơn 25.616 tỷ đồng vào năm 2025 theo dự phóng của chúng tôi. Bên cạnh đó tỷ lệ nợ trên vốn chủ và nợ trên tổng tài sản cũng đạt đỉnh tại mức 0,71 và 0,27 vào năm 2025. Tuy nhiên, áp lực sẽ giảm dần từ năm 2026 khi khoản vay sẽ được phân bổ thanh toán cùng với chi phí tài chính sẽ giảm đi. Vào năm 2030, chúng tôi ước tính tổng nợ vay sẽ giảm với tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn đáng kể (tỷ lệ nợ trên vốn chủ và nợ trên tổng tài sản lần lượt giảm còn 0,36 và 0,18). Chúng tôi cũng dự kiến chi phí tài chính sẽ đạt đỉnh ở mức 1.660 tỷ đồng năm 2026 và sẽ giảm xuống 1.390 tỷ đồng vào năm 2030.

Hình 9: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính sẽ tăng mạnh trong quá trình xây dựng Nhon Trạch 3&4



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Phân tích độ nhạy về giả định biên LN góp ảnh hưởng như thế nào đến LN góp giai đoạn 2024-25 của nhà máy Nhơn Trạch 3&4

	Thay đổi giả định biên LN góp nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4				
	10%	11%	12%	13%	14%
LN góp Nhơn Trạch 3&4 năm 2024	105	123	140	158	175
LN góp Nhơn Trạch 3&4 năm 2025	1.121	1.270	1.419	1.568	1.716

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 15.600đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 15.600đ/cp, dựa trên tỷ trọng tương đương của hai phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA mục tiêu năm 2023-24 là 8,5 lần (trung bình các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực).

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống 12,4% do: 1) điều chỉnh dự phóng EPS giai đoạn 2023-24, và 2) giảm giả định WACC từ 13,2% xuống 12,0% khi chúng tôi giảm lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tại ngày 30/9) và giảm phần bù rủi ro thị trường từ 10% xuống 9,6%. Giá mục tiêu một năm của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương hai phương pháp DCF và EV/EBITDA mục tiêu:

Hình 11: Giá mục tiêu

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
		đồng/cp	%	đồng/cp
Trung bình EV/EBITDA 2023-24	8,5x	16.174	50,00%	8.087
DCF 10 năm		15.070	50,00%	7.535
Giá hợp lý				15.622
Giá mục tiêu (làm tròn)				15.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Chi phí VCSH

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro	9,6%
Chi phí vốn	15,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: WACC và tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	40.706
Nợ	(14.034)
Chi phí nợ	7,3%
Thuế (%)	15,0%
WACC	12,0%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Định giá DCF – tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	//	2034
EBITDA	4.518	6.450	8.084	8.835		9.044
(-) Chi phí khấu hao	(2.832)	(2.824)	(2.824)	(3.496)		(3.702)
EBIT	2.386	2.844	1.694	2.954		5.133
(-) Thuế	(168)	(244)	(259)	(444)		(646)
Thuế (%)	7,0%	8,6%	15,3%	15,02%		12,6%
EBIAT	2.218	2.600	1.435	2.510		4.486
(+) Chi phí khấu hao	2.832	2.824	2.824	3.496		3.702
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(1.533)	1.774	(2.396)	(1.376)		1.274
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(286)	(2.601)	(9.467)	(14.145)		(600)
FCFF	3.231	4.596	(7.603)	(9.515)		7.482
Giá trị dòng tiền năm cuối						68.502

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (Dữ liệu ngày 06/12/2023)

Tên công ty	Mã cp	Doanh thu		LN ròng		Tỷ lệ D/E	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		USD	Nội tệ	%	tr USD	Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023		
Doanh nghiệp nước ngoài															
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	1.234,0	22,3	184	(18)	106,6	5.124,7	28,5	27,1	2,3	2,0	19,0	10,3	8,2	9,1
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN Equity	6.863,1	28,7	416	39	118,6	8.581,2	21,2	20,0	2,5	2,2	15,2	12,0	13,0	11,7
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	2.356,4	60,2	69	10	97,6	629,2	22,6	16,1	0,5	0,5	NA	3,7	2,8	4,7
Doanh nghiệp trong nước															
GENCO3	PGV VN Equity	2.020	25	108	(20)	198,0	1.182,0	12,1	12,4	1,6	1,4	6,8	6,3	12,8	14,3
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN Equity	445	22	33	32	4,8	329,7	10,1	8,8	1,3	1,2	4,2	NA	12,4	13,0
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	449	16	23	20	8,9	342,9	14,7	NA	1,3	1,2	5,3	NA	8,7	NA
Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	375	43	38	70	(15,2)	396,1	10,0	12,0	2,0	2,0	5,2	NA	20,9	17,1
Trung bình		1.963	124,3				2.369,4	17,0	16,1	1,6	1,5	9,3	7,7	11,3	11,6
PVPower	POW VN Equity	1.206	15	88	24	(2,7)	1.381,6	15,6	22,5	1,0	0,7	6,8	6,2	6,2	6,9

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá:

- Nhu cầu điện phục hồi mạnh hơn dự kiến, hỗ trợ huy động mạnh mẽ hơn từ các nhà máy điện.
- Giá thị trường điện cạnh tranh cao hơn kỳ vọng

Rủi ro giảm giá:

- Thiếu hụt nguyên liệu sản xuất (khí/than).
- Tổ máy phát điện gặp sự cố ngoài ý muốn.

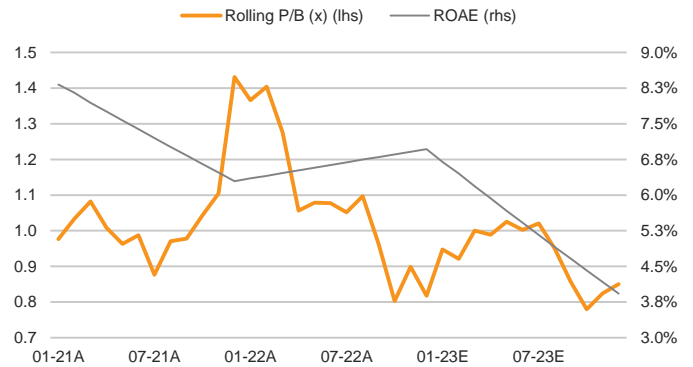
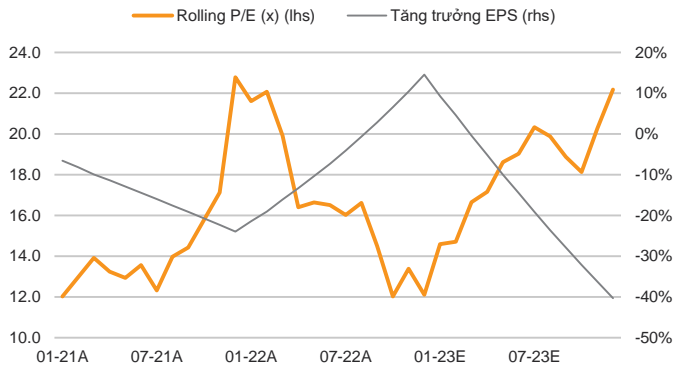
Hiện tại POW đang giao dịch ở mức P/B là 1,0 lần và EV/EBITDA là 6,8 lần, thấp hơn so với trung bình ngành. Do đó, việc đầu tư vào công ty dẫn đầu trong lĩnh vực điện khí, được hưởng lợi từ chiến lược phát triển dài hạn của chính phủ là đáng cân nhắc. POW sở hữu triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong cả ngắn hạn và dài hạn đồng thời có vị thế tài chính tương đối lành mạnh.

Hình 16: Phân tích độ nhạy WACC và tăng trưởng dài hạn trên giá mục tiêu DCF

		WACC					
		Cơ sở					
Tăng trưởng dài hạn	Cơ sở	0,6%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
		17.300	15.900	14.700	13.500	12.500	
		0,8%	17.500	16.100	14.900	13.700	12.700
		1,0%	17.800	16.400	15.100	13.900	12.800
		1,2%	18.000	16.600	15.300	14.100	13.000
		1,4%	18.300	16.800	15.500	14.300	13.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKDK

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	31.319	36.825	52.574
Giá vốn hàng bán	(28.774)	(32.873)	(47.113)
Chi phí quản lý DN	(832)	(976)	(1.419)
Chi phí bán hàng	(18)	(22)	(31)
LN hoạt động thuần	1.694	2.954	4.011
EBITDA thuần	4.518	6.450	8.084
Chi phí khấu hao	(2.824)	(3.496)	(4.073)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.694	2.954	4.011
Thu nhập lãi	437	534	722
Chi phí tài chính	(697)	(676)	(1.565)
Thu nhập ròng khác	296	(11)	(32)
TN từ các Cty LK & LD	53	53	53
LN trước thuế	1.784	2.855	3.189
Thuế	(261)	(417)	(342)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(294)	(470)	(549)
LN ròng	1.230	1.968	2.298
Thu nhập trên vốn	1.230	1.968	2.298
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	1.230	1.968	2.298

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	6.275	9.059	7.675
Đầu tư ngắn hạn	5.405	6.478	14.981
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.174	10.516	15.014
Hàng tồn kho	2.304	2.632	3.773
Các tài sản ngắn hạn khác	1.084	1.601	1.613
Tổng tài sản ngắn hạn	25.242	30.287	43.055
Tài sản cố định	36.734	47.383	49.449
Tổng đầu tư	931	984	1.037
Tài sản dài hạn khác	1.063	1.242	1.774
Tổng tài sản	63.969	79.896	95.316
Vay & nợ ngắn hạn	5.893	7.800	6.589
Phải trả người bán	7.605	9.116	13.181
Nợ ngắn hạn khác	6.019	7.072	10.090
Tổng nợ ngắn hạn	19.517	23.989	29.860
Vay & nợ dài hạn	8.142	16.118	19.942
Các khoản phải trả khác	1.158	1.539	2.420
Vốn điều lệ và	23.419	23.419	23.419
LN giữ lại	4.594	6.506	8.748
Vốn chủ sở hữu	32.093	34.723	39.016
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.059	3.529	4.077
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	63.969	79.896	95.316

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
LN trước thuế	1.784	2.855	3.189
Khấu hao	2.824	3.496	4.073
Thuế đã nộp	(261)	(417)	(342)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.356)	(442)	(481)
Thay đổi VLD	1.712	859	1.420
LC tiền thuần HKDK	4.703	6.351	7.859
Đầu tư TSCĐ	(9.467)	(14.145)	(6.139)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	437	534	722
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(3.755)	(1.073)	(8.502)
LC tiền từ HĐĐT	(12.784)	(14.684)	(13.920)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	5.017	9.883	2.614
Dòng tiền từ HĐTC khác	403	717	2.052
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	5.420	10.601	4.665
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8.252	6.275	9.059
LC tiền thuần trong năm	(2.661)	2.267	(1.396)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.591	8.542	7.663

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	3,9%	5,3%	4,4%
Vòng quay TS	0,52	0,51	0,60
ROAA	2,0%	2,7%	2,6%
Đòn bẩy tài chính	1,93	2,15	2,38
ROAE	3,9%	5,9%	6,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	118,6	104,5	104,2
Số ngày nắm giữ HTK	29,2	29,3	29,2
Số ngày phải trả tiền bán	96,5	101,5	102,1
Vòng quay TSCĐ	0,94	0,88	1,09
ROIC	2,5%	3,2%	3,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,3	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,2	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,6	0,8
Vòng quay tiền	51,3	32,3	31,3
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	11,0%	17,6%	42,8%
Tăng trưởng LN từ HKDK	(40,7%)	74,3%	35,8%
Tăng trưởng LN ròng	(40,3%)	60,0%	16,8%
Tăng trưởng EPS	(40,3%)	60,0%	16,8%

Nguồn: VND RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Việt Minh Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>