

TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW) – BÁO CÁO THAM QUAN DOANH NGHIỆP

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND13.000	VND20.400	0,39%	KHẢ QUAN	Điện

Ngày 11/07/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

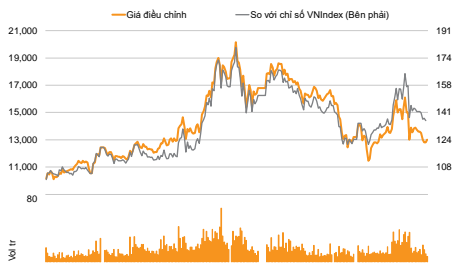
Consensus*: Mua:5 Giữ:1 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 28,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	20.150
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10.100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	212,868
Thị giá vốn (tỷ VND)	29.976
Free float (%)	65
P/E trượt (x)	17,1
P/B hiện tại (x)	1,03

Cơ cấu sở hữu

PVN	79,9%
Khác	20,1%

Source: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Tham quan Nhon Trạch 2 và gặp gỡ BLĐ

- Ngày 5/7, chúng tôi đã thực hiện chuyến thăm thực tế nhà máy Nhon Trạch 2 và có buổi gặp gỡ trao đổi với ban lãnh đạo POW về KQKD 6T22 và các kế hoạch của doanh nghiệp trong thời gian tới.
- Doanh thu và LNST 6T22 ước đạt 14.865 tỷ đồng (-8% svck) và 1.159 tỷ đồng (-18% svck), đạt 52% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Dự kiến Nhon Trạch 3 sẽ vận hành thương mại vào Q4/24 và Nhon Trạch 4 trong Q2/25, đúng tiến độ so với dự phóng của chúng tôi.

Nhon Trạch 2 ghi nhận hiệu suất cao đạt 58% nhờ công nghệ tiên tiến

Nhà máy điện khí Nhon Trạch 2 sử dụng công nghệ tuabin chu trình khí hỗn hợp của Siemen với cấu hình 2-2-1, bao gồm 2 tuabin khí thể hệ F, 2 lò thu nhiệt của Doosan và 1 tuabin hơi. Sự khác biệt cơ bản giúp cho Nhon Trạch 2 ghi nhận hiệu suất cao hơn đến từ công nghệ tuabin khí chu trình khí hỗn hợp, khác với các nhà máy điện khí chu trình đơn, Nhon Trạch 2 có thêm một tuabin hơi, giúp cải thiện hiệu suất đồng thời giảm phát thải khí oxit nito. Hiện tại Nhon Trạch 2 ghi nhận hiệu suất cao nhất trong số các nhà máy điện khí đạt 58% (mỗi 100m³ khí thì 58m³ khí có thể chuyển hóa thành điện). Nhon Trạch 2 cũng tự hào đạt được nhiều thành tựu trong quá trình xây dựng với giải thưởng dự án thi công nhanh nhất và tiết kiệm chi phí nhất với thời gian xây dựng 28 tháng rưỡi (vượt kế hoạch 1,5 tháng) và tổng mức đầu tư 706 triệu USD (19,8 tỷ VND/MW). (Hình 1,2)

Cảm nhận tổng quan khi tham quan Nhon Trạch 2, chúng tôi ghi nhận môi trường làm việc khu vực nhà máy đều rất trong lành, sạch sẽ, không gian văn phòng, nhà ăn, hội trường tiện nghi, và xung quanh có nhiều cây xanh, chúng tôi đánh giá cao các yếu tố môi trường, và quản trị của nhà máy này. Hiện tại, với những lợi thế công nghệ, Nhon Trạch 2 đang ghi nhận mức sản lượng Qc huy động rất tích cực đạt 1,8 tỷ kWh tăng 12,5% svck trong 5T22, chúng tôi cho rằng 6 tháng cuối năm Nhon Trạch 2 sẽ tiếp tục ghi nhận mức sản lượng tốt với dự phóng sản lượng cả năm đạt 3,9 tỷ kWh, tăng 20% svck. Trong năm nay Nhon Trạch 2 sẽ thực hiện tiểu tu nhà máy, chuẩn bị đại tu vào 2023.

Cập nhật tiến độ Nhon Trạch 3&4

Dự án NT3&4 bao gồm hai nhà máy với tổng công suất gần 1.600MW, tổng diện tích vào khoảng 35ha, tổng thầu EPC là liên danh nhà thầu Samsung C&T và LILAMA, sản lượng phát điện trung bình dự kiến đạt 9 tỷ kWh/năm. Nhà máy sử dụng công nghệ tuabin chu trình khí hỗn hợp thể hệ H, công nghệ hiện đại nhất của General Electric (GE), với hiệu suất cao đạt 62%, cao hơn so với Nhon Trạch 2 nhà máy có hiệu suất cao nhất hiện tại (58%). Dự án có tổng mức đầu tư 1,4 tỷ USD, nguồn nhiên liệu sử dụng LNG nhập khẩu từ kho cảng Thị Vải với nhu cầu khí dầu vào khoảng 1,2 triệu tấn/năm. (Hình 3,4)

Về tiến độ dự án, Nhon Trạch 3&4 hiện đang được triển khai đúng tiến độ, hiện tại doanh nghiệp đã hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng, tuy nhiên công tác xử lý san nền mới chỉ đạt được 50% do những khó khăn trong khâu san lấp cát (giá cát miền Nam tăng cao). Ngày 15/5 doanh nghiệp đã bàn giao mặt bằng phần nhà máy và một phần sản phẩm phân phối cho tổng thầu EPC. Dự kiến Nhon Trạch 3 sẽ vận hành thương mại vào Q4/24; Nhon Trạch 4 vận hành thương mại vào Q2/25, đúng tiến độ so với dự phóng của chúng tôi.

Hình 1: Nhơn Trạch 2 (750MW) ghi nhận hiệu suất cao nhất hiện tại so với các nhà máy điện khí (58%)



Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Nhiệt điện khí tuabin chu trình hỗn hợp thể hệ F của Siemens, có hiệu suất cao và phức tạp thấp



Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: Nhơn Trạch 3&4 có tổng diện tích khoảng 35ha, công suất 1.600MW và suất đầu tư khoảng 19 tỷ đồng/MW



Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 4: Hiện tại công tác giải phóng mặt bằng Nhơn Trạch 3&4 về cơ bản đã hoàn thành. Doanh nghiệp đã bàn giao phần diện tích nhà máy và một phần sân phân phối cho tổng thầu EPC



Nguồn: VNDIRECT Research, Google map

KQKD 6T22 và triển vọng các nhà máy của POW các năm tới

Doanh thu và LNST 6T22 ước đạt lần lượt 14.865 tỷ đồng (-8% svck) và 1.159 tỷ đồng (-18% svck), đạt 52% dự phóng cả năm của chúng tôi. Về công tác và tình hình vận hành các nhà máy :

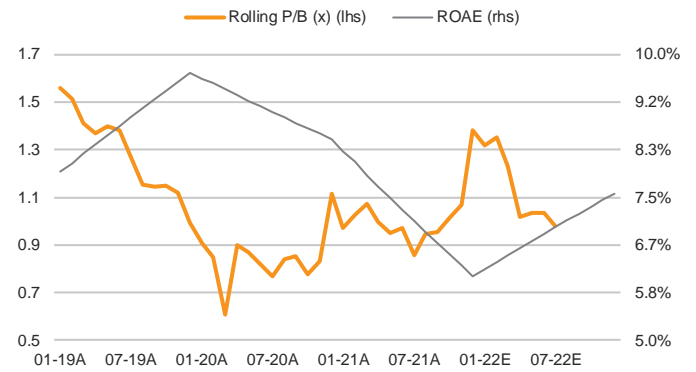
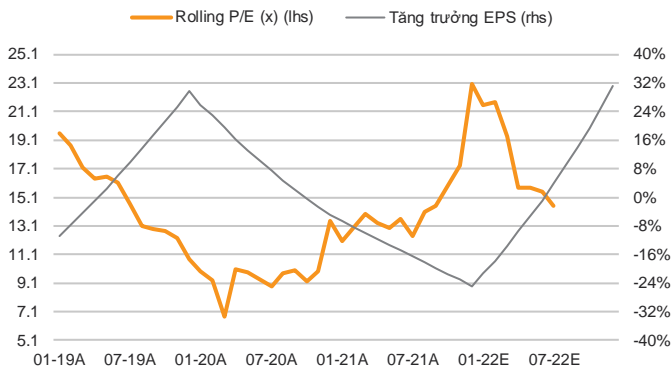
- **Đối với Vũng Áng 1:** Doanh nghiệp chia sẻ sự cố nhà máy có thể kéo dài hơn đến T2/23, lâu hơn dự kiến ban đầu là T11/22 và lâu hơn kỳ vọng của chúng tôi. Đây sẽ là một trong những rủi ro giảm giá khi trong năm nay Vũng Áng chỉ có thể hoạt động 1 tổ máy. Về tình trạng thiếu than, doanh nghiệp tự tin có thể đảm bảo đủ than cho tổ 2 Vũng Áng 1 do công tác chuẩn bị than của doanh nghiệp đầy đủ với lượng tồn kho chuẩn bị từ 2021. Đánh giá tình trạng giá than nhập tăng cao, doanh nghiệp cho rằng đây sẽ là lợi thế của Vũng Áng 1 (sử dụng than nội) so với các nhà máy sử dụng than nhập.
- **Đối với Cà Mau 1&2:** Dự kiến đại tu Cà Mau 1 có thể xong sớm hơn dự kiến khoảng 2 tuần và bắt đầu quay lại vận hành từ 15/8. Về công tác cấp khí cho Cà Mau 1&2, doanh nghiệp đánh giá hiện tại nhà máy đang phải mua thêm khí bổ sung từ Malay, hiện tại lượng khí cấp đủ đảm bảo vận hành 2 tổ máy, trong dài hạn doanh nghiệp đang đàm phán để trích xuất khí từ Lô B – Ô Môn hoặc sử dụng LNG.

- **Đối với Nhơn Trạch 1&2:** Doanh nghiệp đánh giá các nhà máy sẽ được hưởng lợi khi các dự án điện khí BOT Phú Mỹ trao trả lại cho EVN và sẽ không còn được ưu tiên hưởng giá khí thấp. Tạo ra môi trường cạnh tranh lành mạnh hơn cho các dự án điện khí, đặc biệt khi Nhơn Trạch 1 đang phải gánh vác một chi phí vận chuyển cao khi ở cuối nguồn khí. Đối với Nhơn Trạch 2, nhà máy hiện tại ghi nhận hiệu suất 58%, cao nhất trong số các nhà máy điện khí, dự kiến sẽ được huy động ở mức Qc tích cực hơn Nhơn Trạch 1.
- **Đối với các dự án thủy điện:** Doanh nghiệp dự kiến sản lượng Hòa Na và Dakdrinh sẽ đạt khoảng 670-680 triệu kWh mỗi nhà máy, tăng 16% svck. Hiện tại Dakdrinh đã hoàn thành tái cấu trúc nợ từ năm ngoái, theo đó doanh nghiệp có thể giảm nghĩa vụ của nhà máy thêm 10 năm. Chúng tôi đánh giá đây là một bước đi tích cực của Dakdrinh để có thể tự chủ tài chính và không đặt gánh nặng lên công ty mẹ, đặc biệt trong bối cảnh POW đang cần đảm bảo nguồn tài chính để phục vụ các dự án sắp tới. Doanh nghiệp dự kiến sẽ IPO Dakdrinh và thực hiện chuyển sành Hòa Na trong giai đoạn 2023-24.
- **Đối với công ty NLTT REC:** Hiện tại công ty đang vận hành 4,5MW điện mặt trời mái nhà và dự kiến sẽ tham gia đầu tư vào một dự án điện rác khoảng 15MW.
- **Đối với dự án LNG Quảng Ninh:** Hiện tại doanh nghiệp vẫn đang tích cực triển khai thành lập công ty cổ phần với các bên liên doanh, do có cấu phần nhà đầu tư nước ngoài nên các thủ tục đánh giá lâu hơn dự kiến.
- **Về tình hình thoái vốn Việt – Lào:** Doanh nghiệp dự kiến có thể hoàn thành thoái vốn và ghi nhận lợi nhuận bất thường 309 tỷ đồng trong 6 tháng cuối năm.

Về công tác triển khai các hợp đồng và thu xếp vốn cho Nhơn Trạch 3&4:

- **Đối với hợp đồng mua bán khí (GSA):** doanh nghiệp đã hoàn thành hợp đồng khung với PVGAS, đang tích cực phối hợp làm việc các bước cuối cùng liên quan đến nguyên tắc bao tiêu khí và thời hạn xác nhận kế hoạch khí. Đối với kho cảng Thị Vải, dự kiến cuối năm nay sẽ bắt đầu có thể vận hành.
- **Về hợp đồng mua bán điện (PPA):** Hiện tại doanh nghiệp đã đàm phán được điều khoản về bao tiêu giá, và đang tích cực để đàm phán các yếu tố sản lượng hợp đồng (Qc), dự kiến sẽ đàm phán với EVN đảm bảo sản lượng khoảng 80% công suất thiết kế, dự kiến trong năm nay doanh nghiệp sẽ hoàn thành được 2 hợp đồng lớn này.
- **Về công tác thu xếp vốn:** doanh nghiệp dự kiến vay khoảng 900 triệu USD cho Nhơn Trạch 3&4, nguồn còn lại đến từ vốn chủ (75% vốn vay/ 25% vốn chủ). POW dự kiến khoản vay với tính chất công ty mẹ đứng tên vay và không phải khoản vay dự án, nên tình hình vay vốn có thể sẽ được triển khai song song với các công tác khác mà không ảnh hưởng nhiều đến tiến độ. Hơn nữa, doanh nghiệp cũng đã lần thứ 2 được Fitch đánh giá xếp hạng tín dụng BB, triển vọng tích cực, ngang với xếp hạng quốc gia. Chúng tôi đánh giá, trong bối cảnh chính phủ đang hạn chế bảo lãnh cho các khoản vay trong tương lai, đây sẽ là lợi thế lớn để doanh nghiệp có thể tự chủ động tiếp cận những dòng vốn giá rẻ trong tương lai nhờ sức khỏe tài chính và sự uy tín của mình.
- **Đánh giá về giá LNG trong các năm tới,** doanh nghiệp cho rằng năm 2022 LNG sẽ tiếp tục neo ở mức cao, tuy nhiên, doanh nghiệp cho rằng giá LNG kỳ hạn có thể về mức 15 USD/triệu btu trong các năm tới và sẽ vẫn cố gắng đảm bảo tính khả thi tài chính cho Nhơn Trạch 3&4.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	24.565	30.591	34.662
Giá vốn hàng bán	(22.023)	(26.931)	(30.114)
Chi phí quản lý DN	(129)	(789)	(892)
Chi phí bán hàng	(9)	(21)	(24)
LN hoạt động thuần	2.404	2.850	3.632
EBITDA thuần	5.222	6.221	7.002
Chi phí khấu hao	(2.818)	(3.371)	(3.371)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.404	2.850	3.632
Thu nhập lãi	334	494	546
Chi phí tài chính	(308)	(191)	(474)
Thu nhập ròng khác	(120)	(14)	(18)
TN từ các Cty LK & LD	9	9	9
LN trước thuế	2.319	3.147	3.694
Thuế	(287)	(482)	(553)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(254)	(332)	(392)
LN ròng	1.779	2.333	2.749
Thu nhập trên vốn	1.779	2.333	2.749
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	1.779	2.333	2.749

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	8.224	4.422	7.341
Đầu tư ngắn hạn	531	3.544	3.544
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.802	7.760	9.076
Hàng tồn kho	1.838	2.181	2.438
Các tài sản ngắn hạn khác	502	303	388
Tổng tài sản ngắn hạn	16.897	18.209	22.788
Tài sản cố định	32.264	34.693	41.849
Tổng đầu tư	809	818	827
Tài sản dài hạn khác	2.980	3.712	4.215
Tổng tài sản	52.950	57.432	69.679
Vay & nợ ngắn hạn	5.702	6.655	8.508
Phải trả người bán	7.228	6.307	7.319
Nợ ngắn hạn khác	3.783	4.325	5.257
Tổng nợ ngắn hạn	16.712	17.288	21.084
Vay & nợ dài hạn	2.756	4.556	9.796
Các khoản phải trả khác	1.349	772	1.001
Vốn điều lệ và	23.419	23.419	23.419
LN giữ lại	4.018	5.826	8.051
Vốn chủ sở hữu	29.645	31.996	34.586
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.487	2.820	3.212
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	52.950	57.432	69.679

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	2.319	3.147	3.694
Khấu hao	2.818	3.371	3.371
Thuế đã nộp	(340)	(482)	(553)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.186)	(1.841)	(885)
Thay đổi VLĐ	1.391	(2.279)	199
LC tiền thuần HĐKD	5.002	1.916	5.826
Đầu tư TSCĐ	(274)	(5.799)	(10.527)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	339	0	0
Các khoản khác	305	494	546
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(49)	(3.013)	0
LC tiền từ HĐĐT	320	(8.319)	(9.981)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(3.845)	2.726	7.092
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	542	366
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(710)	(468)	(468)
LC tiền thuần HĐTC	(4.555)	2.800	6.990
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.070	8.224	4.422
LC tiền thuần trong năm	767	(3.603)	2.835
Tiền & tương đương tiền cuối kì	7.837	4.621	7.256

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	7,2%	7,6%	7,9%
Vòng quay TS	0,46	0,55	0,55
ROAA	3,3%	4,2%	4,3%
Đòn bẩy tài chính	1,84	1,79	1,91
ROAE	6,1%	7,6%	8,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	86,2	92,6	95,6
Số ngày nắm giữ HTK	30,5	29,6	29,6
Số ngày phải trả tiền bán	119,8	85,5	88,7
Vòng quay TSCĐ	0,73	0,91	0,91
ROIC	4,4%	5,1%	4,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,0	1,1	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,9	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,5	0,5
Vòng quay tiền	(3,1)	36,7	36,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(17,4%)	24,5%	13,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(28,7%)	18,5%	27,4%
Tăng trưởng LN ròng	(24,8%)	31,1%	17,8%
Tăng trưởng EPS	(24,8%)	31,1%	17,8%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

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.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: Tung.nguyenduc@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>