

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 12 tháng 09 năm 2023

POW – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 12/09/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	12.900
KLGD TB 10 ngày	8.934.394
Vốn hoá (tỷ đồng)	30.210
Số lượng CPLH	2.341.871.600
Giá mục tiêu	15.600
Upside	+21%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Bùi Võ Thế Vinh
bvtvinh@vcbs.com.vn
+84-2838208117 ext 641

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

POW – SẢN LƯỢNG NHIỆT ĐIỆN PHỤC HỒI MẠNH MẼ

KQKD Q2.2023: POW ghi nhận DTT đạt 8.431 tỷ đồng (+13,0% yoy) và LNST đạt 182 tỷ đồng (-69,0% yoy). Lũy kế 6T.2023, DTT đạt 15.853 tỷ đồng (+9,2% yoy, hoàn thành 52,3% KH năm) và LNST đạt 831 tỷ đồng (-40,2% yoy, hoàn thành 74,4% KH năm). KQKD được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ của nhà máy Cà Mau 1&2 với sản lượng đạt 3.098 tỷ kWh (+66,3% yoy) và nhà máy Vũng Áng 1 với sản lượng đạt 2.107 tỷ kWh (+28,0% yoy). Tuy nhiên, điều kiện thủy văn kém khả quan đã ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện của 02 nhà máy Hòa Na và Đắk Đrinh và tình trạng thiếu khí tại khu vực Đông Nam Bộ trong quý 2 đã ảnh hưởng đến sản lượng của Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2. Lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh do POW không còn ghi nhận khoản đền bù chênh lệch tỷ giá. Trong 6T.2022, chúng tôi ước tính POW đã ghi nhận khoảng 395 tỷ đồng khoản chênh lệch tỷ giá cho nhà máy Vũng Áng trong năm 2018.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

- Sản lượng các nhà máy nhiệt điện của POW sẽ tiếp tục được huy động ở mức cao do sự trở lại của El Nino.
- Tổ máy S1 của nhà máy Vũng Áng 1 đã hoàn thành khắc phục sự cố và vận hành trở lại. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của nhà máy Vũng Áng sẽ tăng trưởng cao trong nửa cuối năm.
- Kỳ vọng nguồn khí ở khu vực Đông Nam Bộ và nguồn cung than đầu vào ổn định hơn giúp các nhà máy có thể vận hành ổn định liên tục.
- POW có thể ghi nhận thêm 150 tỷ đồng đền bù từ bảo hiểm gián đoạn sản xuất kinh doanh do sự cố tại nhà máy Vũng Áng 1.
- Những tín hiệu khả quan từ diễn biến giá LNG nhập khẩu sẽ hỗ trợ cho quá trình đàm phán hợp đồng mua bán điện PPA với EVN và hợp đồng mua bán khí GSA với PV GAS. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Nhơn Trạch 3-4 sẽ bắt đầu đi vào vận hành từ năm 2025 sẽ giúp gia tăng đáng kể sản lượng điện thương phẩm và KQKD của POW.

ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi đánh giá POW là một doanh nghiệp có vị thế lớn trong cơ cấu sản xuất điện toàn quốc và là một cơ hội đầu tư hấp dẫn trong dài hạn dựa trên mức định giá hấp dẫn và tiềm năng tăng giá cao trong tương lai. Chúng tôi dự phóng doanh thu trong năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 29.868 tỷ đồng (+5,8% yoy) và 35.013 tỷ đồng (+17,2% yoy). LNST năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 2.066 tỷ đồng (-17,3% yoy) và 2.575 tỷ đồng (+24,6% yoy). EPS 2023 và 2024 lần lượt đạt 858 đồng/cổ phiếu và 1.066 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với **POW** với giá mục tiêu 15.600 đồng/cổ phiếu (upside 21% so với giá đóng cửa ngày 12.09.2023).

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	24.561	28.224	29.868	35.013
+/- yoy (%)	-17,4%	14,9%	5,8%	17,2%
LNST (tỷ đồng)	2.052	2.498	2.066	2.575
+/- yoy (%)	-22,9%	21,7%	-17,3%	24,6%
ROA (%)	3,8%	4,5%	3,3%	3,4%
ROE (%)	6,6%	7,8%	6,1%	7,3%
EPS (đồng)	855	1.033	858	1.066

KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD phân hóa trong Q2.2023 và 6T.2023 khi doanh thu có sự tăng trưởng nhưng LNST lại ghi nhận mức sụt giảm mạnh so với cùng kỳ.

KQKD Q2.2023:

POW ghi nhận DTT đạt 8.431 tỷ đồng (+13,0% yoy) nhờ (1) sản lượng điện thương phẩm đạt 4.338 tỷ kWh (+24,9% yoy); (2) giá bán điện bình quân đạt 1.936 đồng/kWh (-9,6% yoy).

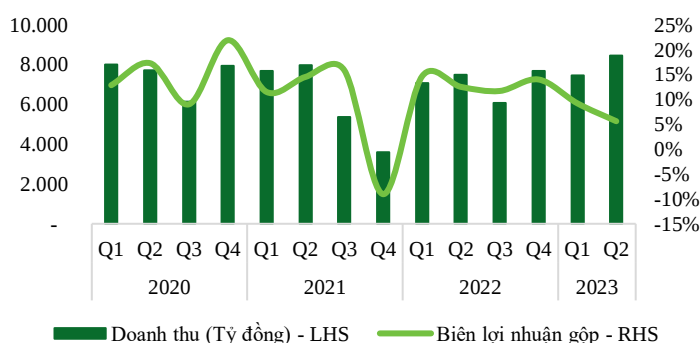
Nhà máy	Q2.2023	Q2.2022	YoY	6T.2023	6T.2022	YoY
Cà Mau 1&2	1.695	927	82,8%	3.098	1.863	66,3%
Nhon Trạch 1	227	236	-3,8%	490	804	-39,1%
Nhon Trạch 2	1.054	1.180	-10,7%	2.129	2.175	-2,1%
Hòa Na	81	148	-45,4%	206	290	-28,9%
Đăkdrinh	107	158	-32,0%	310	348	-11,0%
Vũng Áng 1	1.174	825	+42,3%	2.107	1.646	28,0%
Tổng	4.338	3.474	+24,9%	8.340	7.126	17,0%

Nguồn: POW, VCBS

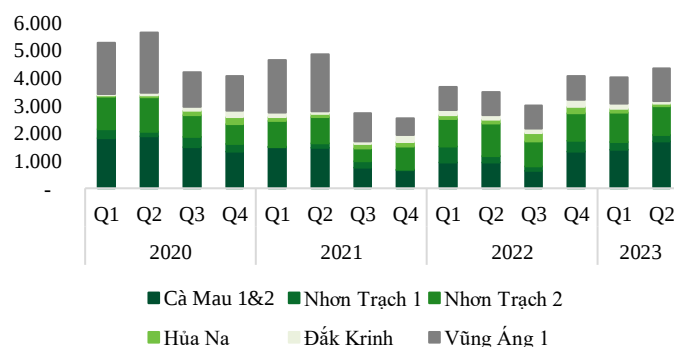
Sản lượng điện thương phẩm đạt 4.338 tỷ kWh (+24,9% yoy) do:

- (1) Nguồn cung khí đầu vào cho nhà máy Cà Mau 1&2 ổn định hơn so với năm 2022 giúp nhà máy vận hành ổn định và liên tục (Trong T4-T5.2022, nguồn khí cung cấp không ổn định và nhà máy Cà Mau 2 thực hiện tiểu tu trong T6.2022).
- (2) Giá than nhập đã có mức giảm mạnh hơn 65% so với mức đỉnh từ Q3.2022 giúp TKV có thể thu xếp đủ nguồn than đầu vào và giúp nhà máy vận hành ổn định.
- (3) Tình trạng thiếu khí xảy ra tại khu vực Đông Nam Bộ đã ảnh hưởng đến hoạt động của nhà máy Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 trong Q2.2023. Ngoài ra, Nhơn Trạch 1 là nhà máy chạy đỉnh và không được phân bổ sản lượng cao do nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng ở mức thấp trong nửa đầu năm.
- (4) Sản lượng của các nhà máy thủy điện Hòa Na và Đăkdrinh suy giảm do thủy văn kém thuận lợi và lượng nước về hồ ở mức thấp.

Kết quả kinh doanh theo quý của POW



Cơ cấu sản lượng điện theo quý (Triệu kWh)



Nguồn: POW, VCBS

Lợi nhuận gộp đạt 469 tỷ đồng (-49,5% yoy) và BLNG sụt giảm mạnh chỉ còn 5,6% so với mức 12,5% cùng kỳ do:

- (1) Trong Q2.2023, các nhà máy nhiệt điện như Cà Mau 1&2 và Nhơn Trạch 1 được phân bổ sản lượng điện hợp đồng ở mức thấp và do giá thành sản xuất của các nhà máy trên vẫn đang cao hơn giá bán trên thị trường điện cạnh tranh dẫn đến ảnh hưởng biên lợi nhuận gộp. Ngoài ra, các nhà máy thủy điện như Hòa Na và Đăkđrinh với giá thành sản xuất thấp hơn so với các nhà máy nhiệt điện vẫn không được hưởng lợi từ giá bán cao trên thị trường điện trong nửa đầu năm do sản lượng của các nhà máy trên trong Q2 hầu hết là sản lượng điện theo hợp đồng (sản lượng điện hợp đồng trên tổng sản lượng của nhà máy Hòa Na và Đăkđrinh lần lượt ở mức 100% và 97,7% trong Q2).
- (2) Tình trạng thiếu khí xảy ra ở nhà máy Nhơn Trạch 1 và 2 khiến cho các nhà máy không thể vận hành ở mức công suất cao dẫn đến ảnh hưởng biên lợi nhuận gộp.
- (3) POW không còn ghi nhận đền bù chênh lệch tỷ giá. Chúng tôi ước tính trong Q2.2022, POW đã ghi nhận khoảng 120 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá của nhà máy Vũng Áng 1 trong năm 2018 và khoảng 275 tỷ đồng trong Q1.2022. Khoản đền bù tỷ giá sẽ được hạch toán vào doanh thu bán điện nên BLNG trong Q2.2023 bị ảnh hưởng so với cùng kỳ.

Tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng của các nhà máy



Nguồn: POW, VCBS

Doanh thu hoạt động tài chính đạt 130 tỷ đồng (+106,2% yoy) chủ yếu đến từ các khoản lãi tiền gửi ngân hàng đạt 85 tỷ đồng (+84,8% yoy) với số dư tiền và tương đương tiền hơn 6.800 tỷ đồng trong môi trường lãi suất neo cao đầu năm.

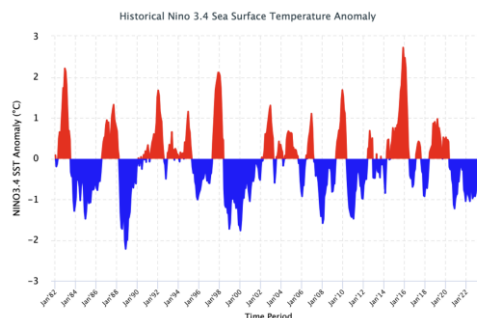
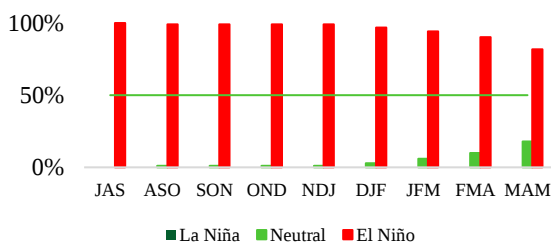
Chi phí tài chính giảm mạnh còn 144 tỷ đồng (-36,5% yoy), chi phí lãi vay giảm còn 125 tỷ đồng (-12% yoy) do dư nợ vay giảm mạnh so với cùng kỳ.

LNST Q2.2023 đạt 182 tỷ đồng (-69% yoy).

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Sản lượng các nhà máy nhiệt điện của POW sẽ tiếp tục được huy động ở mức cao do sự trở lại của El Nino.

Xác suất xảy ra các trạng thái của ENSO



Nguồn: IRI, VCBS

Chúng tôi đánh giá sản lượng nhiệt điện của POW sẽ được tiếp tục huy động ở mức cao khi El Nino đã quay trở lại và được dự báo sẽ kéo dài đến hết năm 2024. Lượng nước về các hồ thủy điện tại khu vực có các nhà máy nhiệt điện của POW như Bắc Trung Bộ và Nam Bộ đều đang ở mức thấp so với mức trung bình nhiều năm và thậm chí mực nước một số đã về dưới mực nước chết trong giai đoạn cao điểm mùa khô vừa qua.

Thay đổi mực nước các hồ thủy điện so với cùng kỳ

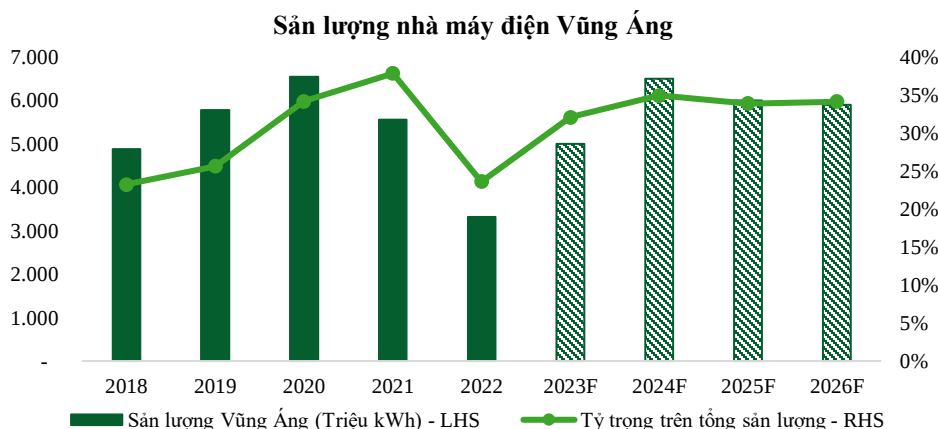
	Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8
Tây Bắc Bộ								
Bản Chát	-0,6%	-1,1%	-2,0%	-3,8%	-5,0%	-7,0%	-5,9%	-4,3%
Huội Quảng	0,0%	-0,1%	0,2%	0,0%	0,1%	-0,3%	-0,1%	0,3%
Sơn La	-1,5%	-2,4%	-3,1%	-2,7%	-10,3%	-15,1%	-7,1%	-0,7%
Hòa Bình	3,3%	6,6%	3,0%	0,8%	5,1%	1,0%	-4,2%	-3,6%
Thác Bà	2,7%	2,9%	-1,5%	-2,0%	-4,7%	-11,7%	-9,7%	-9,4%
Bắc Trung Bộ								
Trung Sơn	-0,3%	-1,6%	-7,9%	-3,5%	-2,1%	-8,9%	0,2%	1,4%
Bản Vẽ	-0,5%	-0,6%	-3,3%	-4,3%	-4,9%	-10,4%	-8,0%	-7,2%
Quảng Trị	-0,2%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,4%	-0,9%	-1,0%	-1,2%
Nam Trung Bộ								
A Vương	-0,2%	0,3%	-0,1%	-1,1%	-3,2%	-2,6%	-2,4%	-2,8%
Sông Bung 2	-0,2%	0,0%	-0,4%	-0,7%	-0,2%	-1,1%	-2,1%	-1,7%
Vĩnh Sơn A	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,4%	-0,6%
Sông Bung 4	0,0%	0,3%	-0,8%	-1,3%	-1,4%	-1,5%	1,5%	0,6%
Vĩnh Sơn B	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	-0,4%	-0,6%
Vĩnh Sơn C	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	-0,3%	-0,6%	-0,5%	-0,3%
Sông Tranh 2	0,0%	0,6%	0,3%	-0,8%	-2,7%	-6,8%	-3,0%	0,3%
Sông Ba Hạ	-0,6%	0,1%	-0,2%	-0,2%	-1,4%	-0,4%	0,0%	0,4%
Tây Nguyên								
Pleikrông	0,0%	-0,1%	-0,5%	-1,0%	-1,6%	-1,1%	-0,2%	1,3%
Ialy	-0,5%	-0,4%	-0,6%	-0,1%	-1,1%	-1,1%	-0,3%	2,4%
Srêpôk 3	-0,6%	-0,6%	-0,7%	-0,3%	-0,4%	0,0%	-0,7%	0,1%
Buôn Kuốp	-0,4%	-0,2%	0,1%	-0,3%	0,0%	-0,1%	-0,3%	0,3%
Buôn Tua Srah	-0,3%	0,1%	0,0%	-0,3%	-1,2%	-0,3%	-0,5%	1,9%
Đồng Nai 3	-0,3%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-1,1%	-1,3%	-0,7%	-0,1%
Đơn Dương	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,7%	-0,5%
Đại Ninh	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,1%	-0,5%	-0,6%	-0,1%	0,4%
Hàm Thuận	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	0,8%
Đông Nam Bộ								
Trị An	-4,4%	-4,9%	-5,9%	-9,0%	-12,9%	-4,3%	3,8%	5,9%
Thác Mơ	0,2%	-0,4%	-0,7%	-0,6%	-1,7%	-3,4%	-2,1%	-1,7%

Nguồn: EVN, VCBS

Mực nước tại các hồ thủy điện tại khu vực Bắc Trung Bộ và Nam Bộ có mức giảm tương đối mạnh so với các khu vực khác trên cả nước. Chu kỳ El Nino bình quân thường kéo dài khoảng từ 10-12 tháng, do đó chúng tôi kỳ vọng các nhà máy nhiệt điện của POW (chiếm hơn 90% tổng sản lượng) sẽ được phân bổ sản lượng cao hơn, bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng thủy điện.

Tổ máy S1 của nhà máy Vũng Áng 1 đã hoàn thành khắc phục sự cố và vận hành trở lại giúp gia tăng đáng kể sản lượng điện.

Vào ngày 12.08.2023, tổ máy S1 của nhà máy nhiệt điện Vũng Áng đã hoàn thành khắc phục sự cố và đã chính thức hòa lưới điện quốc gia trở lại. Sự hoạt động trở lại của tổ máy S1 sẽ có đóng góp đáng kể vào tăng trưởng sản lượng điện của POW khi nhà máy Vũng Áng đóng góp lần lượt 35% và 38% trong năm 2020 và 2021 (thời điểm trước khi xảy ra sự cố). Chúng tôi dự phóng sản lượng điện của nhà máy Vũng Áng trong năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 4.993 tỷ kWh (+50,5% yoy) và 6.491 tỷ kWh (+30,0% yoy).



Nguồn: POW, VCBS

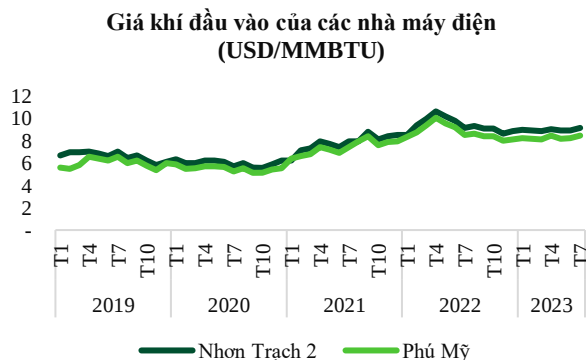
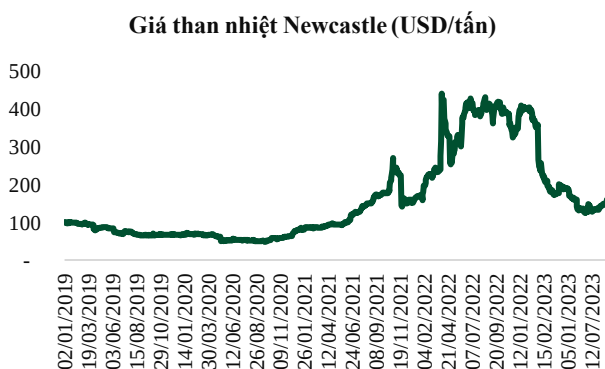
Đà giảm giá của các nguyên liệu đầu vào sẽ giúp giảm giá thành sản xuất, giúp các nhà máy nhiệt điện có thể chào giá tốt hơn và cải thiện biên lợi nhuận trên thị trường điện.

Đối với nguồn than đầu vào, 80% tổng lượng than cho nhà máy Vũng Áng sẽ do TKV chịu trách nhiệm cung cấp và POW sẽ tự thu xếp 20% nguồn than còn lại. Do cần phải sử dụng than trộn nên xu hướng hạ nhiệt của giá than toàn cầu sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của nhà máy đối với phần sản lượng trên thị trường điện. Sản lượng điện hợp đồng của nhà máy Vũng Áng thường chiếm từ 85%-90% tổng sản lượng hàng năm, do đó nếu giá than trộn duy trì ở mức cao như hiện nay, phần sản lượng chào bán trên thị trường điện sẽ bị lỗ do giá thành sản xuất cao hơn giá bán bình quân trên thị trường điện.

Theo dự báo của IEA, nguồn cung than sẽ có sự cải thiện ở một số quốc gia xuất khẩu lớn như: Australia (+2% yoy do điều kiện khai thác tốt hơn trong năm nay), Indonesia (+8% yoy) nhưng có sự sụt giảm tại một số quốc gia khác như: Nga (-2,9% do chịu ảnh hưởng từ lệnh cấm vận của EU), Nam Phi (-4,2% yoy do sự cố tại các nhà máy nhiệt điện than). Đối với nhu cầu, chúng tôi nhận thấy EU đã có mức dự trữ khí đốt khá cao và diễn biến thời tiết ấm hơn dự kiến làm giảm nhu cầu sử dụng khí đốt và cũng làm giảm nhu cầu đối với loại năng lượng thay thế là than đá. Tuy nhiên, nhu cầu than cung cấp cho sản xuất điện từ Ấn Độ và khu vực Đông Nam Á vẫn sẽ ở mức tương đối cao.

Chúng tôi cho rằng giá than vẫn chưa thể sớm quay trở lại mức nền thấp trước đây do nguồn cung vẫn chưa thực sự cải thiện mạnh mẽ và nhu cầu than trong năm 2023 và 2024 được dự báo vẫn sẽ ở mức tương đương năm 2022.

Đối với giá khí tự nhiên, chúng tôi nhận thấy mặc dù giá khí có mức giảm tương đối so với cùng kỳ năm trước nhưng có xu hướng tăng nhẹ trong các tháng gần đây theo đà tăng của giá dầu. Với mức giá khí như hiện nay, trong trường hợp các nhà máy nhiệt điện khí của POW được phân bổ sản lượng điện hợp đồng thấp có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.



Nguồn: NT2, GENCO3, VCBS

POW có thể ghi nhận thêm 150 tỷ đồng đền bù từ bảo hiểm gián đoạn sản xuất kinh doanh do sự cố tại nhà máy Vũng Áng 1.

Trong năm 2021, POW đã đạt được thỏa thuận với PVI với số tiền 15 triệu USD liên quan đến bồi thường gián đoạn hoạt động sản xuất kinh doanh (8 triệu USD) và hỗ trợ thiệt hại vật chất (7 triệu USD). Hiện tại, POW đang làm việc với PVI về các nguyên nhân và các điều kiện loại trừ của bảo hiểm, do đây là tổn thất lớn nên cần nhiều thời gian để làm việc với các bên giám định độc lập về các thỏa thuận tiếp theo. Trong Q1.2023, POW đã nhận được khoản thanh toán 149 tỷ đồng và hiện đang yêu cầu thanh toán đợt thứ 2. Hiện tại, công tác khắc phục sự cố đã hoàn tất và chúng tôi kỳ vọng POW sẽ có đủ số liệu để chốt được giá trị của khoản bảo hiểm trên.

Những tín hiệu khả quan từ diễn biến giá LNG nhập khẩu sẽ hỗ trợ cho quá trình đàm phán hợp đồng mua bán điện PPA với EVN và hợp đồng mua bán khí GSA với PV GAS.

Dự án nhiệt điện khí LNG Nhơn Trạch 3-4 là dự án nhiệt điện khí LNG đầu tiên tại Việt Nam do POW làm chủ đầu tư với tổng vốn đầu tư khoảng 1,4 tỷ USD, cơ cấu nguồn vốn bao gồm 25% vốn chủ sở hữu và 75% vốn vay (20% đến từ nguồn vốn vay trong nước và 55% vốn vay nước ngoài). Dự án có tổng công suất 1.500 MW và sản lượng điện thiết kế 9 tỷ kWh hàng năm.

Vấn đề thu xếp vốn

Hiện tại, POW đã cơ bản thu xếp đủ vốn cho dự án Nhơn Trạch 3-4 và thống nhất được ba khoản vay, cụ thể:

Ngân hàng	Giá trị khoản vay	Lãi suất	Kỳ hạn	Tiến độ
SMBC	200 triệu USD	SOFR+1,75%	12 năm	Vào T4.2023, NHNN đã chính thức phê duyệt khoản vay này. Đã giải ngân đợt đầu tiên vào T5.2023.
Vietcombank	4.000 tỷ đồng	Lãi suất năm đầu tiên là 7%. Các năm tiếp theo: Lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng của 4 ngân hàng quốc doanh + 2%	13 năm	Vietcombank và PV Power đã ký kết hợp đồng tín dụng trị giá 4.000 tỷ đồng vào cuối T8.2023.
Citi Bank và ING Bank	500 triệu USD	SOFR+ biên độ	13 năm	Đang trong quá trình đàm phán các điều khoản tín dụng.

Nguồn: POW, VCBS

Tiến độ triển khai

T3.2022, POW đã ký kết hợp đồng EPC cho dự án nhà máy Nhơn Trạch 3-4 với liên danh nhà thầu Samsung C&T Corporation và Tổng công ty Lắp máy Việt Nam (Lilama).

T4.2023, POW đã được cấp Giấy chứng nhận thẩm duyệt thiết kế PCCC cho dự án.

T6.2023, POW đã nhận được phê duyệt hồ sơ thiết kế kỹ thuật cho nhà máy Nhơn Trạch 3-4.

Đến nay, công tác thi công san lấp mặt bằng đã hoàn tất và khối lượng ép cọc cho công trình đạt khoảng 71%.

Tiến độ đàm phán hợp đồng mua bán điện PPA và hợp đồng mua bán khí GSA.

Đối với hợp đồng mua bán điện PPA:

Vào T3.2023, POW và EPTC đã thống nhất các nội dung và ký tắt Dự thảo hợp đồng mua bán điện.

Đến T7.2023, POW đã có cuộc họp với EPC về hợp đồng PPA, EPTC đề nghị POW tiếp tục rà soát các điều kiện đầu vào để thống nhất hợp đồng.

Chúng tôi cho rằng quá trình đàm phán hợp đồng mua bán điện PPA có thể sẽ kéo dài lâu hơn dự kiến do:

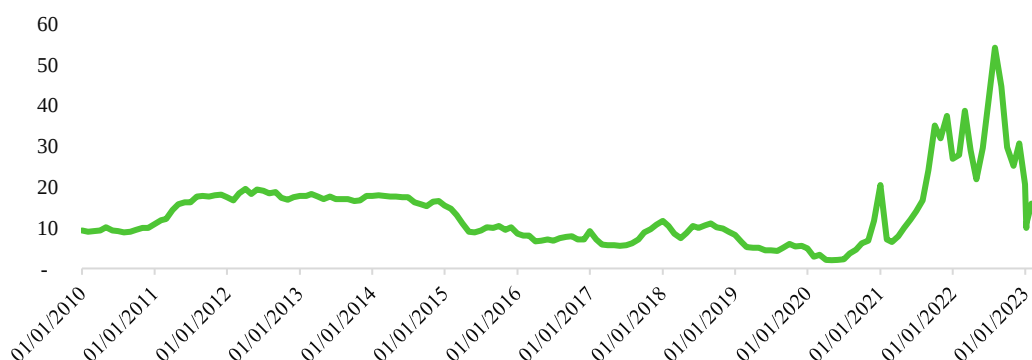
- (1) Bộ Công Thương hiện vẫn chưa ban hành khung giá phát điện áp dụng cho các nhà máy nhiệt điện khí LNG.

- (2) POW và EPTC hiện vẫn chưa thống nhất về sản lượng điện hợp đồng Qc. Mặc dù hiện nay, giá nhập khẩu LNG đã có mức giảm mạnh so với năm trước nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với trung bình nhiều năm dẫn đến giá thành sản xuất điện cao hơn gây khó khăn cho việc cam kết sản lượng hợp đồng.

Đối với hợp đồng mua bán khí GSA với PV Gas: POW và PV Gas đã thống nhất các nội dung chính của hợp đồng nhưng do POW chưa thống nhất được sản lượng điện hợp đồng Qc với EPTC do đó thiếu cơ sở để thống nhất khối lượng nhập LNG, kế hoạch giao nhận khí.

Nga hiện đang là quốc gia xuất khẩu LNG lớn thứ 4 toàn cầu và xung đột giữa Nga và Ukraine đã đẩy giá LNG có thời điểm tăng vọt lên mức trên 60 USD/MMBTU trước khi giảm mạnh và duy trì ở mức 10 USD/MMBTU như hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng với mức giá khí LNG hợp lý như hiện nay sẽ góp phần thúc đẩy quá trình đàm phán giữa POW, EVN và PV Gas. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng giá LNG sẽ tiếp tục duy trì ở mức giá hiện tại do tỷ lệ dự trữ khí đốt tại EU nhìn chung ở mức tốt hơn so với cùng kỳ năm trước.

Giá khí LNG nhập khẩu Châu Á (USD/MMBTU)



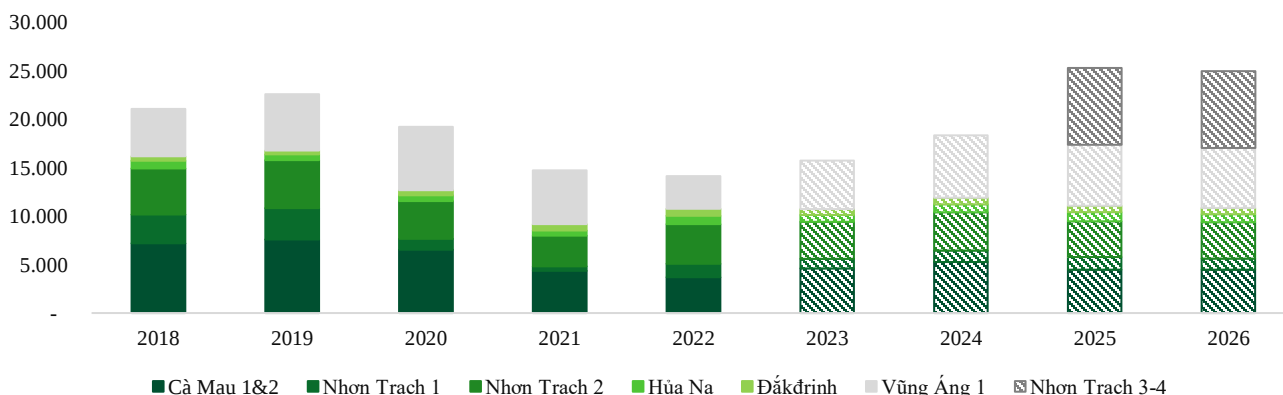
Nguồn: POW, VCBS

Với những tín hiệu khả quan gần đây từ tiến độ thu xếp vốn, triển khai dự án và giá nhập khẩu LNG, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu đi vào vận hành trong năm 2025 và năm 2026.

Dự án nhiệt điện khí LNG Quảng Ninh

Đối với dự án nhiệt điện khí LNG Quảng Ninh. Vào T7.2022, POW đã nhận được giấy chứng nhận đăng ký đầu tư dự án từ Sở KHĐT Quảng Ninh. Trong T11.2022, POW đã thành lập CTCP Điện Lực LNG Quảng Ninh để thực hiện dự án và hiện đang phối hợp với đơn vị tư vấn để lập báo cáo nghiên cứu khả thi. Do chưa có thông tin cụ thể về tiến độ triển khai nên chúng tôi vẫn chưa đưa dự án vào mô hình định giá.

Dự phóng sản lượng điện của POW (Triệu kWh)



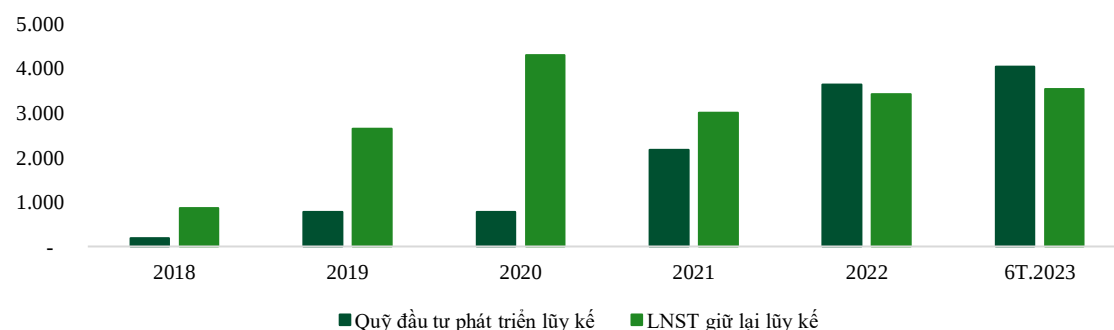
Nguồn: VCBS

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng sản lượng điện của POW tăng 3,4% so với báo cáo ngành điện 2H.2023 do sản lượng tốt hơn kỳ vọng từ nhà máy Cà Mau 1&2 và Vũng Áng 1, tổng sản lượng điện trong năm 2023 và 2024 lần lượt đạt 15.700 tỷ kWh (+11,5% yoy) và 18.298 tỷ kWh (+16,6% yoy).

POW có kế hoạch tăng vốn điều lệ

Vào ngày 24.07.2023, HĐQT của POW đã ban hành nghị quyết chấp thuận giao dịch cung cấp dịch vụ tư vấn xây dựng và triển khai thực hiện phương án tăng vốn điều lệ với CTCP Chứng khoán Dầu khí PSI. Chúng tôi đánh giá việc tăng vốn điều lệ sẽ giúp nâng cao năng lực tài chính giúp POW có thể đầu tư phát triển các dự án nguồn điện như LNG Nhơn Trạch 3-4, LNG Quảng Ninh và các dự án lớn khác trong tương lai. Tại thời điểm cuối Q2.2023, POW hiện đang có hơn 3.500 tỷ đồng LNST giữ lại và hơn 4.000 tỷ đồng ở quỹ đầu tư phát triển có thể giúp POW thực hiện tăng vốn mà không cần huy động thêm nguồn vốn mới bên ngoài.

LNST giữ lại và quỹ đầu tư phát triển (Tỷ đồng)



ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp **chiết khấu dòng tiền FCFF** để xác định giá trị hợp lý của POW.

Dự phóng sản lượng điện của các nhà máy (Triệu kWh)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cà Mau 1&2	7.211	7.556	6.498	4.333	3.687	4.599	5.256	4.468	4.468
Nhon Trạch 1	2.935	3.255	1.148	445	1.403	986	1.183	1.301	1.143
Nhon Trạch 2	4.737	4.952	3.904	3.182	4.065	3.811	3.942	3.679	3.745
Huà Na	806	560	566	563	829	710	820	946	825
Đăkđrinh	423	433	505	622	776	602	679	657	646
Vũng Áng 1	4.877	5.771	6.542	5.554	3.318	4.993	6.419	6.307	6.202
Nhon Trạch 3-4	-	-	-	-	-	-	-	7.884	7.884
Tổng	20.989	22.526	19.163	14.699	14.078	15.700	18.298	25.242	24.913

Dự phóng giá bán điện bình quân của các nhà máy điện (đồng/kWh)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cà Mau 1&2	1.498	1.481	1.431	2.355	1.940	1.654	1.577	1.591	1.607
Nhon Trạch 1	1.622	1.617	1.583	2.505	2.002	2.248	2.173	2.194	2.215
Nhon Trạch 2	1.607	1.629	1.561	1.722	2.086	1.905	1.822	1.841	1.862
Huà Na	1.060	1.218	1.080	998	1.278	778	973	983	994
Đăkđrinh	1.224	1.186	1.089	771	1.052	807	996	1.006	1.017
Vũng Áng 1	1.488	1.478	1.733	1.398	1.888	2.198	2.307	2.421	2.541
Nhon Trạch 3-4	-	-	-	-	-	-	-	2.160	2.166

Giá định về dự phóng giá nguyên vật liệu đầu vào và giá bán điện:

Giá bán trên thị trường điện CGM dự phóng bình quân ở mức 1.700 đồng/kWh (+10,5% yoy) trong năm 2023 và tăng 3% trong các năm tiếp theo.

Giá dầu MFO (cơ sở để xác định giá khí đầu vào cho nhà máy điện Nhon Trạch 1 và Nhon Trạch 2) sẽ đạt mức trung bình 550 USD/tấn trong năm 2023 và giảm về mức 500 USD/tấn trong các năm tiếp theo.

Giá than trộn đạt mức trung bình 2,4 triệu đồng/tấn và tăng 3% trong các năm tiếp theo.

Giá định về thời gian triển khai đầu tư dự án Nhon Trạch 3-4:

Giá định vốn xây dựng cơ bản đầu tư cho nhà máy Nhon Trạch 3-4 trong năm 2023 và 2024 lần lượt là 14.000 tỷ đồng và 20.000 tỷ đồng.

Giá định nợ vay dài hạn trong năm 2023 và 2024 lần lượt ở mức 10.000 tỷ đồng và 15.000 tỷ đồng.

Đánh giá:

Chúng tôi dự phóng DTT và LNST năm 2023 lần lượt đạt 29.868 tỷ đồng (+5,8% yoy) và 2.066 tỷ đồng (-17,3% yoy) do:

- (1) Sản lượng điện năm 2023 đạt 15.700 tỷ kWh (+11,5% yoy), tăng trưởng sản lượng chủ yếu được đóng góp từ nhà máy Vũng Áng (+50,5% yoy) và Cà Mau (+24,7% yoy) bù đắp cho sự sụt giảm tại các nhà máy như: thủy điện (do tình hình thủy văn kém khả quan) và Nhon Trạch 1&2 (do tình trạng thiếu khí tại khu vực Đông Nam Bộ và bảo dưỡng nhà máy định kỳ).
- (2) BLNG trong năm 2023 ở mức 10% so với 13% cùng kỳ do POW không còn ghi nhận đền bù chênh lệch tỷ giá (POW đã ghi nhận 585 tỷ đồng đền bù chênh lệch tỷ giá của nhà máy Vũng Áng và 310 tỷ đồng đền bù chênh lệch tỷ giá của nhà máy Nhon Trạch 2 vào doanh thu bán điện trong năm 2022). Ngoài ra, tình trạng thiếu khí tại khu vực Đông Nam Bộ và đợt bảo dưỡng định kỳ tại

nhà máy Nhơn Trạch 2 khiến các nhà máy này không được vận hành với hiệu suất cao. Giá thành sản xuất của các nhà máy nhiệt điện khí và điện than cao hơn giá bán trên thị trường điện ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

- (3) Khoản thu nhập bất thường khi POW nhận 300 tỷ đồng bảo hiểm gián đoạn sản xuất kinh doanh từ sự cố tại tổ máy S1 của nhà máy Vũng Áng.

Chi phí sử dụng vốn WACC:

WACC	
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	3,0%
Beta	1,09
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí sử dụng vốn (Re)	15,0%
Chi phí nợ vay (Rd)	5,6%
Tỷ trọng VCSH	77,0%
Tỷ trọng nợ vay	23,0%
WACC	12,9%
Số năm dự phóng	10,00

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
NOPAT	2.684	3.312	4.503	4.768	5.015	6.355	6.606	6.880	7.160	7.425
Điều chỉnh: Dự phòng và các khoản mục khác	256	(143)	154	65	(51)	29	16	(3)	15	10
Cộng: Khấu hao TSCĐ	2.902	2.906	2.910	2.897	2.883	2.887	2.892	2.896	2.376	952
CFO	5.842	6.075	7.567	7.730	7.847	9.271	9.513	9.772	9.551	8.388
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1.517	239	(1.260)	577	(179)	(441)	(74)	(289)	(309)	(259)
Trừ: Đầu tư vào tài sản cố định	(15.545)	(20.101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)
Dòng tiền tự do FCFF	(8.186)	(13.787)	6.206	8.206	7.567	8.729	9.338	9.382	9.141	8.028
Trừ: Lãi vay*(1-t)	(494)	(590)	(1.006)	(1.684)	(1.585)	(1.486)	(1.387)	(1.288)	(1.189)	(1.101)
Cộng: Vay nợ ròng	9.624	14.069	(1.765)	(1.765)	(1.765)	(1.765)	(1.765)	(1.765)	(1.765)	(1.389)
Dòng tiền tự do FCFE	943	(309)	3.435	4.758	4.218	5.478	6.186	6.330	6.187	5.538

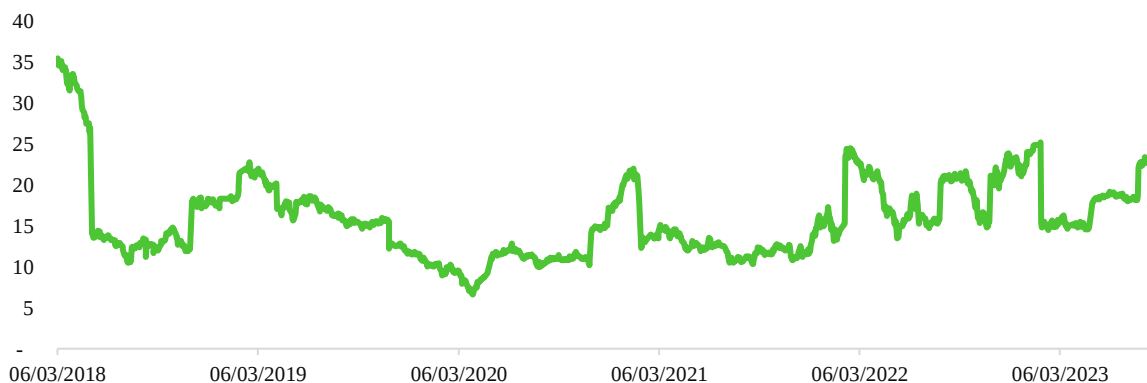
Định giá FCFF

Tăng trưởng dài hạn	2%
Giá trị dòng tiền tự do tới hạn	75.363
Giá trị hiện tại dòng tiền tự do tới hạn	24.448
Giá trị hiện tại dòng tiền từ 2023-2032	13.805
Giá trị doanh nghiệp	38.254
Cộng: Tiền và tương đương tiền	9.320
Trừ: Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn	(8.063)
Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	-
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.796)
Giá trị cổ đông	36.715
SLCP đang lưu hành	2.341.871.600
Giá trị mỗi cổ phần (VND)	15.678

Phân tích độ nhạy định giá của POW

WACC	15.678	Tốc độ tăng trưởng dài hạn g				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
13,9%		12.677	13.043	13.440	13.872	14.344
13,4%		13.643	14.055	14.503	14.992	15.529
12,9%		14.693	15.158	15.666	16.222	16.835
12,4%		15.839	16.365	16.943	17.579	18.283
11,9%		17.092	17.692	18.351	19.082	19.894

Diễn biến lịch sử định giá P/E của POW



ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi đánh giá POW sẽ tiếp tục được hưởng lợi với sản lượng nhiệt điện được huy động cao trong năm nay và năm 2024. Nguồn lực tài chính tốt là cơ sở giúp POW tiếp tục triển khai các dự án nhiệt điện khí LNG, phù hợp với xu hướng chuyển đổi năng lượng tại Việt Nam.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với POW với mức giá mục tiêu trong vòng 1 năm là **15.600 đồng/cổ phiếu** (upside 21% so với giá đóng cửa ngày 12.09.2023).

RỦI RO ĐẦU TƯ

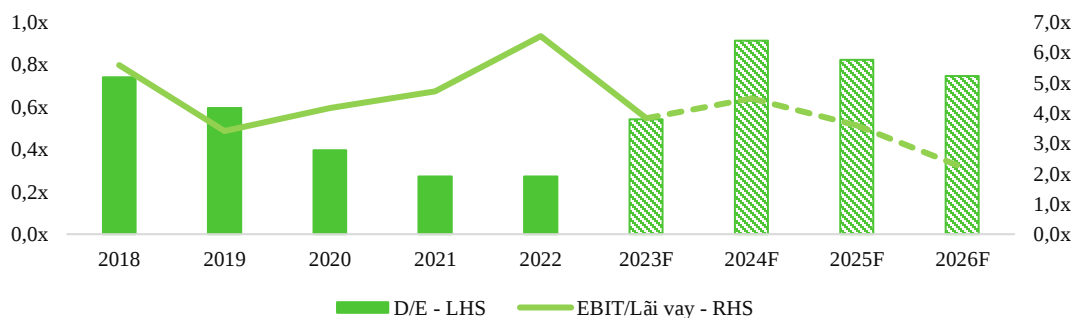
Rủi ro về sự suy giảm các hoạt động sản xuất có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ điện.

Rủi ro thời tiết. Thủy văn thuận lợi sẽ ảnh hưởng đến sản lượng huy động của các nhà máy nhiệt điện.

Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào. Giá khí tự nhiên và than đầu vào tăng cao hơn dự kiến sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận phân sản lượng trên thị trường điện cạnh tranh.

Tỷ trọng nợ vay tăng mạnh khi POW tiếp tục triển khai các dự án mới.

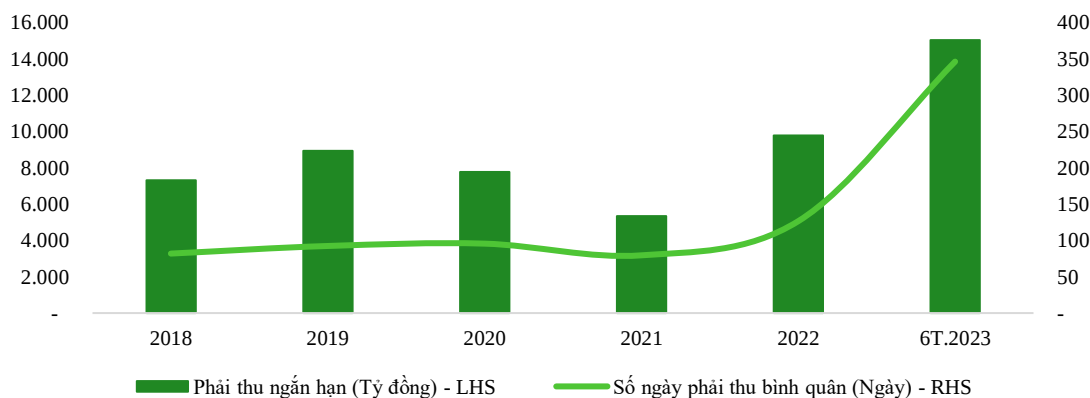
Cơ cấu nguồn vốn



Chúng tôi đánh giá mặc dù các dự án đầu tư nhà máy điện mới cần sử dụng tỷ trọng lớn nợ vay trong cơ cấu vốn nhưng tình hình tài chính và khả năng thanh toán của POW trong giai đoạn tới vẫn ở mức an toàn nhờ vào lượng tiền mặt cao và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định.

Tình hình tài chính khó khăn của EVN có thể ảnh hưởng đến các khoản phải thu doanh thu bán điện và dòng tiền của POW.

Phải thu khách hàng của POW



BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền và các khoản tương đương tiền	8.224	8.252	8.250	6.770	8.662
Các khoản đầu tư ngắn hạn	531	1.650	1.650	1.650	1.650
Các khoản phải thu	5.799	12.538	9.183	11.529	18.423
Hàng tồn kho	1.838	2.086	2.059	2.540	3.671
Tài sản ngắn hạn khác	2.028	400	1.002	1.521	1.554
Tài sản ngắn hạn	18.420	24.925	22.144	24.009	33.959
Tài sản cố định	32.274	30.091	42.734	59.929	57.120
Các khoản đầu tư dài hạn	828	878	878	878	878
Tài sản dài hạn khác	1.455	950	1.346	1.610	2.125
Tài sản dài hạn	34.557	31.918	44.957	62.417	60.123
TỔNG TÀI SẢN	52.977	56.843	67.101	86.426	94.082
Các khoản phải trả	7.240	7.346	7.083	9.246	12.979
Vay nợ ngắn hạn	4.769	5.635	6.191	7.024	7.024
Nợ ngắn hạn khác	4.803	5.344	5.443	6.619	9.555
Nợ ngắn hạn	16.811	18.326	18.717	22.889	29.558
Vay nợ dài hạn	3.689	3.382	12.451	25.686	23.921
Nợ dài hạn khác	1.351	1.854	1.507	1.998	2.952
Nợ dài hạn	5.040	5.236	13.958	27.684	26.873
NỢ PHẢI TRẢ	21.852	23.562	32.675	50.573	56.431
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	23.418	23.418	23.418	23.418	23.418
Lợi nhuận chưa phân phối	5.219	7.098	8.243	9.670	11.468
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Vốn khác	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU	28.638	30.516	31.661	33.088	34.886
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.488	2.765	2.765	2.765	2.765
TỔNG NGUỒN VỐN	52.977	56.843	67.101	86.426	94.082

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	24.561	28.224	29.868	35.013	51.130
GVHB	(22.021)	(24.498)	(26.737)	(30.984)	(45.301)
Lợi nhuận gộp	2.540	3.726	3.131	4.029	5.829
Chi phí bán hàng	(9)	0	(16)	(11)	(14)
Chi phí QLDN	(131)	(868)	(752)	(715)	(1.301)
EBIT	2.400	2.859	2.363	3.304	4.514
Doanh thu tài chính	690	435	399	354	358
Chi phí tài chính	(653)	(636)	(651)	(788)	(1.315)
Lợi nhuận khác	(120)	44	124	(49)	(12)
LN liên kết liên doanh	22	53	53	53	53
LNTT	2.339	2.754	2.287	2.874	3.597
Chi phí thuế TNDN	(287)	(256)	(221)	(299)	(352)
LNST	2.052	2.498	2.066	2.575	3.245
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(254)	(492)	(407)	(507)	(639)
LNST cổ đông công ty mẹ	1.799	2.006	1.659	2.068	2.606
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	855	1.033	858	1.066	1.335

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	5.147	3.156	6.334	5.069	4.410
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	563	(3.374)	(15.545)	(20.101)	(101)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(4.555)	245	9.209	13.552	(2.416)
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	1.154	28	(2)	(1.480)	1.893
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	7.070	8.224	8.252	8.250	6.770
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	8.224	8.252	8.250	6.770	8.662
ROE	7%	8%	6%	7%	9%
ROA	4%	5%	3%	3%	4%

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng
Giám đốc Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi
Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Bùi Võ Thế Vinh
Chuyên viên phân tích
bvtvinh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>