

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

“Động lực tăng trưởng từ Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4”

MUA

Lê Thị Kim Huê

Email: hue.lethikim@abs.vn

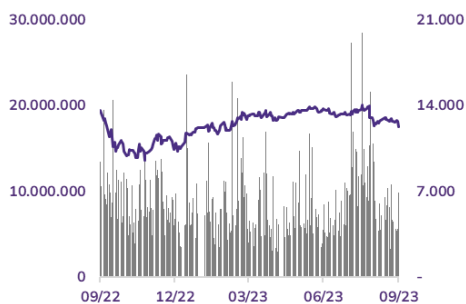
THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Điện
Ngày báo cáo	: 13/10/2023
Giá hiện tại (VND/CP)	: 11.450
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 13.750
Tỷ lệ tăng (%)	: +20,1%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 26.814
SLCPĐLH (CP)	: 2.341.871.600

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

PVN	: 79,97%
Cổ đông khác	: 20,03%

DIỄN BIẾN GIÁ



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q22	2Q23
Tăng trưởng DTT (%)	-6,3%	13,0%
Tăng trưởng LNST (%)	-50,4%	-70,1%
Biên LNG (%)	12,5%	5,6%
Biên LNST (%)	5,7%	1,5%
ROA (%)	0,7%	0,2%
ROE (%)	1,4%	0,4%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,30	0,26
EPS (VND/CP)	180	54
BVPS (VND/CP)	12.639	13.252

Luận điểm đầu tư

- POW hiện đang đứng thứ 2 về cung ứng điện tại nước ta sau Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). Theo đó, hiện POW đang quản lý và vận hành 7 nhà máy điện (NMD) với tổng công suất lắp đặt là 4.205 MW, gồm điện khí, than và thủy điện.
- Lũy kế 6 tháng năm 2023, doanh thu thuần của POW đạt trên 15.854 tỷ đồng (+9% svck) & LNST đạt 660,3 tỷ đồng (-42% svck). KQKD có sự đi lùi do: 1) Các nhà máy thủy điện của POW đều sụt giảm sản lượng do lưu lượng nước về hồ thấp; 2) Giá vốn trong kỳ tăng cao do giá nhiên liệu tăng; 3) Trong Q2/2022, POW có ghi nhận doanh thu chênh lệch tỷ giá của Hợp đồng mua bán điện Nhà máy điện Vũng Áng 6 tháng cuối năm 2018 trong khi Q2/2023 không có khoản tương tự.
- Năm 2023, POW đề ra kế hoạch sản lượng điện là 15.590 triệu kWh (+9,8% svck), tổng doanh thu là 30.332 tỷ đồng (+5,4% svck), LNST dự kiến đạt 1.118 tỷ đồng (-56,2% svck). **Như vậy, kết thúc nửa đầu năm, POW đã hoàn thành 52,3% kế hoạch doanh thu và 59,1% kế hoạch LNST năm 2023.**
- Cơ cấu tài chính an toàn với lượng tiền nhiều và đòn bẩy tài chính thấp.
- Nhiệt điện sẽ là “bệ đỡ” trong ngắn hạn trong khi thủy điện gặp khó khăn do El Nino gây ra. Bên cạnh đó, giá đầu vào (than, khí) hạ nhiệt cũng là một yếu tố tích cực. Tuy nhiên, kế hoạch thực hiện sửa chữa định kỳ các NMD của POW năm 2023 có thể ảnh hưởng tới sản lượng điện cung ứng.
- Triển vọng dài hạn lạc quan – động lực đến từ NMD khí Nhơn Trạch 3 & 4:
 - ✓ **Hưởng lợi từ Quy hoạch điện VIII:** Theo QH điện VIII, điện khí sẽ được nâng tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu nguồn điện quốc gia. Đến năm 2030, tỷ trọng điện khí sẽ được nâng lên 26% so với mức 9% của năm 2022.
 - ✓ **Động lực tăng trưởng đến từ Dự án NMD khí Nhơn Trạch 3 & 4.** Ngoài 4 NMD khí đang vận hành với tổng công suất 2.700 MW, POW đang tiếp tục đầu tư thêm 02 NMD khí là NT3&4 với tổng công suất 1.500MW với tổng vốn đầu tư là gần 32.487 tỷ đồng (trong đó VCSH/vốn vay là 25%/75%). Theo dự kiến, NT3 sẽ vận hành thương mại vào 11/2024 và NT4 vận hành vào 05/2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiến độ dự án có thể chậm hơn so với kế hoạch do ảnh hưởng của thị trường nguyên, nhiên vật liệu đầu vào. Bên cạnh đó, POW còn tham gia Dự án NMD khí LNG Quảng Ninh với tỷ lệ 30%. Dự án này có công suất đạt 1.500 MW và tổng vốn đầu tư là 47.480 tỷ đồng, trong đó VCSH/vốn vay là 15%/85%. Theo kế hoạch, dự án sẽ hoàn thành vào Q3/2027.

- Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023F và 2024F của POW dự kiến đạt 29.780 tỷ đồng (+5,5% svck) & 32.096 tỷ đồng (+7,8% svck). LNST của cổ đông Công ty mẹ 2023F và 2024F dự kiến đạt 1.051 tỷ đồng (-49% svck) & 1.668 tỷ đồng (+58,7% svck).
- EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 344 đồng/cp & 607 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 13.470 đồng/cp & 14.172 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 33,5 lần & 0,85 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 18,9 lần & 0,81 lần.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 13.750 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +20,1% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **MUA** đối với cổ phiếu POW.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Giá đầu vào (than, khí tự nhiên, LNG...) có thể biến động tăng mạnh hơn so với dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm tính cạnh tranh và ảnh hưởng tới HĐ SXKD của các NMD.
 - ✓ Sản lượng điện có thể thấp hơn dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
- **Cơ hội:**
 - ✓ Sản lượng điện có thể cải thiện hơn & giá đầu vào cũng giảm mạnh hơn mức dự báo của chúng tôi, điều này sẽ làm tăng doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng chúng tôi đưa ra.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của POW

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	24.561	28.224	29.780	32.096
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-17,4%	14,9%	5,5%	7,8%
Lợi nhuận gộp	2.540	3.726	2.639	3.722
Biên lợi nhuận gộp (%)	10,3%	13,2%	8,9%	11,6%
Doanh thu tài chính	690	445	564	517
Chi phí tài chính	-653	-592	-833	-1.072
Chi phí bán hàng	-9	0	0	0
Chi phí QLDN	-131	-868	-915	-987
Lợi nhuận từ HĐKD	2.459	2.765	1.508	2.234
Lãi/Lỗ khác	-120	44	19	19
Lợi nhuận trước thuế	2.339	2.809	1.527	2.253
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.799	2.061	1.051	1.668
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)	7,3%	7,3%	3,5%	5,2%
EPS (đồng/cp)	757	871	344	607

Nguồn: BCTC POW, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

- POW hiện đang đứng thứ 2 về cung ứng điện tại nước ta sau Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). Theo đó, hiện POW đang quản lý và vận hành 7 nhà máy điện (NMD) với tổng công suất lắp đặt là 4.205 MW, gồm điện khí, than và thủy điện.

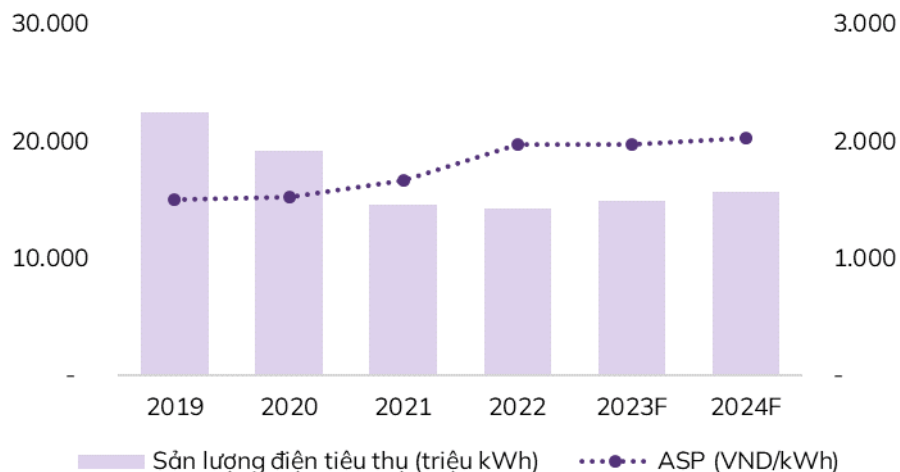
STT	NMD	Vị trí	Sở hữu	Loại hình	Công suất (MW)	Vận hành (COD)	VĐT (tỷ đồng)
1	Cà Mau 1	Cà Mau	100,0%	Điện Khí	750	Mar-08	6.571
2	Cà Mau 2	Cà Mau	100,0%	Điện Khí	750	Dec-08	6.153
3	Nhơn Trạch 1	Đồng Nai	100,0%	Điện Khí	450	Aug-09	6.344
4	Nhơn Trạch 2	Đồng Nai	59,4%	Điện Khí	750	Oct-11	11.355
5	Vũng Áng 1	Hà Tĩnh	100,0%	Nhiệt điện than	1.200	2015	33.651
6	Hỏa Na	Nghệ An	80,7%	Thủy điện	180	2013	7.092
7	ĐăkĐrinh	Quảng Ngãi	95,3%	Thủy điện	125	2014	5.921
	Tổng				4.205		

- Tổng sản lượng điện thương mại toàn Tổng Công ty năm 2022 đạt 14.191 triệu Kwh, bằng 97% svck năm 2021. Trong đó, NMD Cà Mau 1&2 giảm sản lượng do đại tu và bị thiếu khí, còn NMD Vũng Áng thiếu than trong 6 tháng đầu năm & trong tháng 09 tổ máy số 1 phải dừng để xử lý sự cố. Đóng góp ấn tượng trong năm 2022 là NMD Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2, Đăkđrinh & Hỏa Na.
- Lũy kế 8 tháng đầu năm 2023, sản lượng điện của POW đạt 10.216 triệu kWh, hoàn thành 66% kế hoạch năm 2023. Năm 2023, POW dự kiến lên kế hoạch thực hiện sửa chữa định kỳ các NMD: đại tu NMD Cà Mau 2 & NMD Nhơn Trạch 2, trung tu NMD Nhơn Trạch 1, NMD Hỏa Na & Đăkđrinh, tiểu tu NMD Cà Mau 1.

Tình hình sản xuất điện 8 tháng đầu năm 2023 của POW

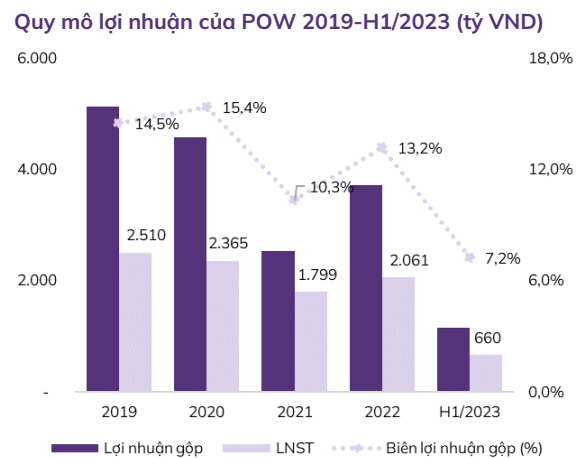
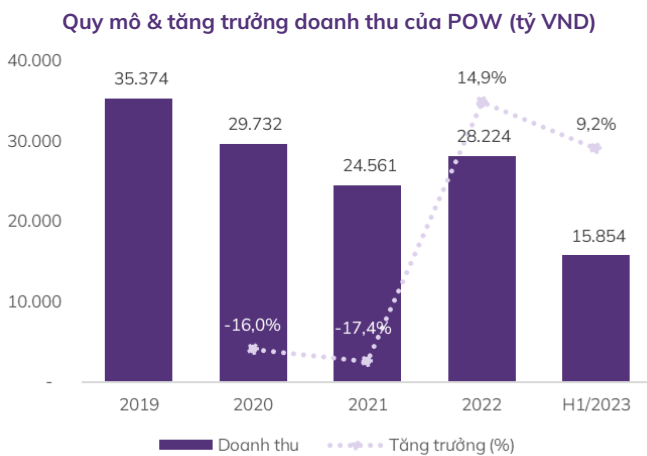
STT	NMD (triệu kWh)	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Lũy kế
1	Cà Mau 1 & 2	438	443	522	513	606	577	463	178	3.740
2	Nhơn Trạch 1	60	188	14	36	191	-	25	20	534
3	Nhơn Trạch 2	305	355	415	358	337	359	341	19	2.489
4	Vũng Áng 1	188	353	393	393	403	377	358	295	2.760
5	Hỏa Na	38	70	18	29	29	23	39	58	303
6	ĐăkĐrinh	81	54	68	39	31	38	39	41	390
	Tổng	1.109	1.463	1.429	1.368	1.597	1.374	1.265	611	10.216

Sản lượng tiêu thụ và giá bán điện của POW



Nguồn: BCTN của POW, ABS Research

- KQKD Q2/2023 của POW tiếp tục có sự sụt giảm.** Theo đó, doanh thu thuần Q2/2023 đạt 8.429 tỷ đồng (+13% svck & tăng 13,6% QoQ). LNST cổ đông Công ty mẹ đạt trên 126 tỷ đồng (-70% svck và giảm 76,4% QoQ). Biên lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh về 5,6% so với mức 12,5% của cùng kỳ năm trước. Chi phí QLDN tăng nhẹ 3% svck lên 207,5 tỷ đồng. Doanh thu tài chính Q2/2023 tăng mạnh 93% svck lên trên 122 tỷ đồng trong khi chi phí tài chính lại giảm 40% svck về 136 tỷ đồng. Doanh thu tài chính tăng chủ yếu do lãi tiền gửi ngân hàng tăng trong khi chi phí tài chính giảm chủ yếu do lãi tiền vay & lỗ chênh lệch tỷ giá giảm. Sự sụt giảm KQKD trong Q2/2023 chủ yếu do:
 - ✓ Trong Q2/2023, các nhà máy thủy điện của POW đều sụt giảm sản lượng do lưu lượng nước về hồ thấp, dẫn tới doanh thu thủy điện giảm trong khi giá vốn không giảm tương ứng do chi phí cố định chiếm tỷ trọng lớn giá vốn.
 - ✓ Giá vốn trong kỳ tăng cao do giá nhiên liệu tăng.
 - ✓ Ngoài ra, trong Q2/2022, POW có ghi nhận doanh thu chênh lệch tỷ giá của Hợp đồng mua bán điện Nhà máy điện Vũng Áng 6 tháng cuối năm 2018 trong khi Q2/2023 không có khoản tương tự.
- Lũy kế 6 tháng năm 2023,** doanh thu thuần của POW đạt trên 15.854 tỷ đồng (+9% svck) & LNST đạt 660,3 tỷ đồng (-42% svck). Biên lợi nhuận gộp giảm về 7,2% từ mức 13,5% của cùng kỳ năm trước. Chi phí QLDN tăng 5% svck lên gần 334 tỷ đồng. Doanh thu tài chính tăng 91% svck lên gần 246 tỷ đồng (trong đó lãi tiền gửi chiếm 71,8%) trong khi chi phí tài chính giảm 18% svck về 276 tỷ đồng. Năm 2023, POW đề ra kế hoạch sản lượng điện là 15.590 triệu kWh (+9,8% svck), tổng doanh thu là 30.332 tỷ đồng (+5,4% svck), LNST dự kiến đạt 1.118 tỷ đồng (-56,2% svck). **Như vậy, kết thúc nửa đầu năm, POW đã hoàn thành 52,3% kế hoạch doanh thu và 59,1% kế hoạch LNST năm 2023.**
- Theo ước tính của DN, Quý 3/2023, POW ghi nhận doanh thu 6.360 tỷ đồng (+5,3% svck) và ước lỗ 47 tỷ đồng LNTT.** Nguyên nhân do: thiếu hụt nguồn nguyên liệu đầu vào (than, khí); sự lệch pha giữa nhu cầu điện và khả năng cấp khí; giá nguyên, vật liệu sản xuất tăng cao làm gia tăng chi phí tài chính và ảnh hưởng của El Nino đến hoạt động của các nhà máy thủy điện...



Nguồn: Fiinpro, BCTC của POW, ABS Research

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA POW 1H/2023

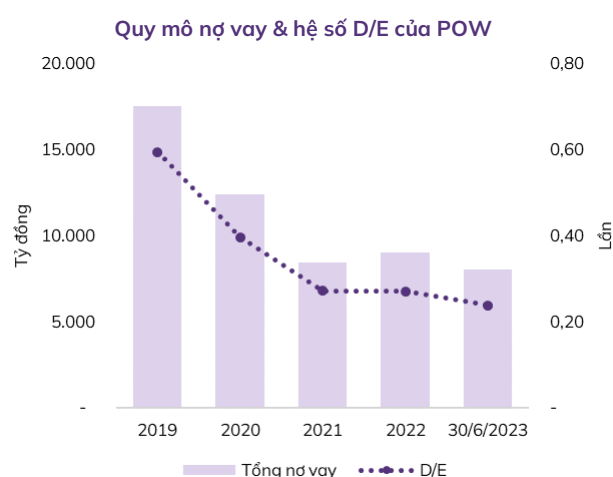
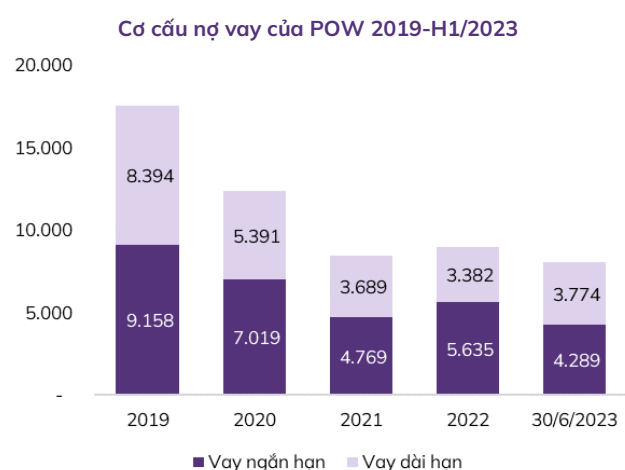
BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ VND)	2Q22	2Q23	%YOY	1H22	1H23	%YOY
Doanh thu thuần	7.463	8.429	13%	14.524	15.854	9%
Lợi nhuận gộp	929	469	-49%	1.956	1.148	-41%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>12,5%</i>	<i>5,6%</i>		<i>13,5%</i>	<i>7,2%</i>	
Chi phí Bán hàng & QLDN	(202)	(207)	3%	(318)	(334)	5%
<i>Tỷ lệ Chi phí bán hàng & QLDN/DTT (%)</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,5%</i>		<i>2,2%</i>	<i>2,1%</i>	
Doanh thu tài chính	63	122	93%	129	246	91%
Chi phí tài chính	(227)	(136)	-40%	(335)	(276)	-18%
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>(143)</i>	<i>(125)</i>	<i>-12%</i>	<i>(197)</i>	<i>(258)</i>	<i>31%</i>
Lợi nhuận từ HĐKD	588	261	-56%	1.458	798	-45%
Lãi/lỗ từ liên doanh, liên kết	25	13	-47%	25	13	-47%
Lãi/lỗ khác	1	(22)	-2.530%	11	131	1.058%
Lợi nhuận trước thuế	589	239	-59%	1.469	929	-37%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	422	126	-70%	1.143	660	-42%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>5,7%</i>	<i>1,5%</i>		<i>7,9%</i>	<i>4,2%</i>	

Nguồn: BCTC của POW, ABS Research

• Cơ cấu tài sản nhìn chung vẫn an toàn:

- ✓ POW hiện có lượng tiền dồi dào khi có trên 9.320 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng, chiếm 15,1% cơ cấu TTS.
- ✓ Các khoản phải thu ngắn hạn tăng mạnh so với đầu năm: tại thời điểm 30/6/2023, POW có trên 17.913 tỷ đồng phải thu ngắn hạn (+42,9% so với đầu năm và chiếm 28,9% cơ cấu TTS). Đây chủ yếu là các khoản phải thu từ Công ty Mua bán điện (14.929 tỷ đồng, tăng 54% so với đầu năm). Tại 30/6/2023, POW có trên 153 tỷ đồng nợ xấu phải thu & Tổng Công ty đã trích lập dự phòng phải thu khó đòi là 107,2 tỷ đồng.
- ✓ POW có 2.008 tỷ đồng hàng tồn kho, đây chủ yếu là dầu DO, than và nguyên vật liệu khác phục vụ vận hành các nhà máy điện & trên 2.478 tỷ đồng chi phí XDCB dở dang, tăng mạnh 165% so với đầu năm. Chi phí chủ yếu tập trung tại Dự án NMD khí Nhơn Trạch 3 & 4 (gần 1.768 tỷ đồng).

- **Cơ cấu nguồn vốn an toàn với đòn bẩy tài chính thấp:** Tại thời điểm 30/6/2023, POW có gần 8.063 tỷ đồng nợ vay ngắn và dài hạn (ngắn hạn là 4.289 tỷ đồng và dài hạn là 3.774 tỷ đồng), trong đó có 2.392 tỷ đồng nợ vay bằng USD (chiếm 30% tổng nợ vay). Điều này sẽ khiến POW đối mặt với rủi ro tỷ giá. Nhìn chung, quy mô nợ vay của POW đã giảm dần theo thời gian từ 17.552 tỷ (năm 2019) về mức hiện tại 8.063 tỷ đồng (30/6/2023) và hệ số D/E giảm từ 0.59 lần (năm 2019) về 0,24 lần (30/6/2023). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thời gian tới khi POW đẩy mạnh triển khai Dự án NMD khí Nhơn Trạch 3 và 4, Dự án NMD khí LNG Quảng Ninh đòi hỏi nhu cầu vốn lớn thì tỷ lệ nợ vay sẽ lại tăng trở lại. Theo đó, Dự án NMD khí Nhơn Trạch 3 & 4 dự kiến có tổng vốn đầu tư là gần 32.487 tỷ đồng (trong đó vốn vay là 75%), còn Dự án NMD khí LNG Quảng Ninh (POW tham gia với tỷ lệ 30%) có tổng vốn đầu tư là 47.480 tỷ đồng (trong đó vốn vay là 85%).

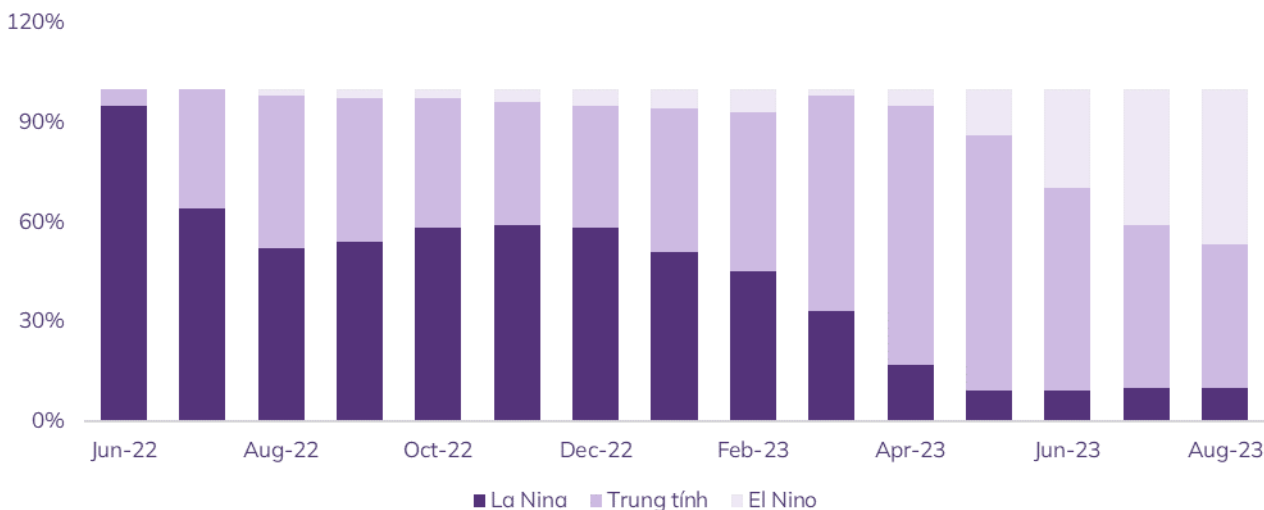


Nguồn: Finpro & BCTC của POW, ABS Research

Triển vọng dài hạn lạc quan

- Nhiệt điện sẽ là “bệ đỡ” trong ngắn hạn trong khi thủy điện gặp khó khăn do El Nino gây ra
 - Hiện tượng thời tiết El Nino đã quay lại từ Q2/2023 & dự kiến có thể kéo dài tới hết năm 2024 sẽ khiến cho thủy điện bị ảnh hưởng nhưng nhiệt điện than và khí sẽ được tăng cường huy động, từ đó tác động tích cực tới sản lượng tiêu thụ của POW.

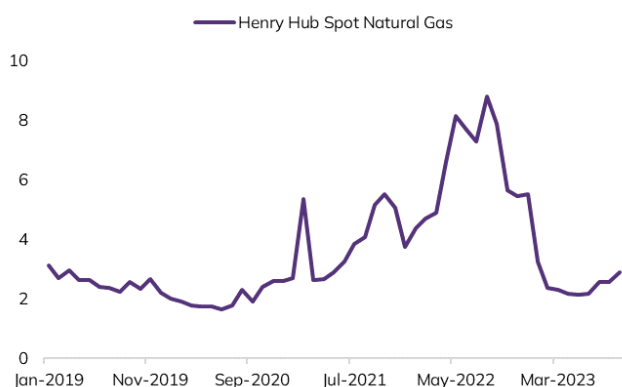
Dự báo hiện tượng khí hậu theo tháng của CIC ENSO



Nguồn: IRI, ABS Research

- Giá đầu vào hạ nhiệt.
 - Sau khi leo lên mức 458 USD/tấn hồi tháng 9/2022, giá than Newcastle hiện đã giảm về 140 USD/tấn và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp khi nhu cầu tiêu thụ dự báo vẫn yếu do tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại.
 - Về giá khí tự nhiên, sau khi đạt đỉnh 8,8 USD/mmBTU vào tháng 8/2022, giá khí tự nhiên Henry Hub tại Mỹ đã liên tục điều chỉnh về mức thấp 2,15 USD/mmBTU (tháng 5/2023). Đến nay, giá khí tự nhiên Henry Hub đã phục hồi khoảng 35% lên 2,91 USD/mmBTU do rủi ro nguồn cung toàn cầu đang diễn ra trong bối cảnh chiến tranh Nga – Ukraine. Tuy nhiên, mức giá này vẫn là khá thấp so với năm 2022.

Diễn biến giá khí đốt tự nhiên Henry Hub (USD/mmBTU)



Giá than tiêu chuẩn Newcastle (USD/tấn)



Nguồn: Investing.com & EIA, ABS Research

- Tuy nhiên, năm 2023, POW dự kiến lên kế hoạch thực hiện sửa chữa định kỳ các NMD: đại tu NMD Cà Mau 2 & NMD Nhơn Trạch 2, trung tu NMD Nhơn Trạch 1, NMD Hủ Na & Đakdrink, tiểu tu NMD Cà Mau 1. Điều này có thể làm ảnh hưởng tới sản lượng điện cung ứng.

- **Triển vọng dài hạn lạc quan – động lực đến từ NMD khí Nhơn Trạch 3 & 4:**

- ✓ **Hưởng lợi từ Quy hoạch điện VIII:** Theo QH điện VIII, điện khí sẽ được nâng tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu nguồn điện quốc gia. Đến năm 2030, tỷ trọng điện khí sẽ được nâng lên 26% so với mức 9% của năm 2022.

Cơ cấu công suất nguồn điện đến năm 2030

Công suất nguồn điện đến 2030		Dự thảo QH điện VIII			Chính thức
Loại hình phát điện	2022	Tháng 03/2022	Tháng 04/2022	Tháng 12/2022	Tháng 5/2023
<i>Điện gió</i>	6%	13%	12%	18%	19%
<i>Điện mặt trời</i>	21%	14%	11%	11%	9%
<i>Điện khí</i>	9%	23%	25%	25%	26%
<i>Thủy điện</i>	28%	17%	20%	19%	20%
<i>Điện than</i>	33%	27%	26%	19%	20%
<i>Khác</i>	3%	6%	6%	8%	6%
Tổng	100%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: Bộ Công thương, ABS Research

- ✓ **Động lực tăng trưởng đến từ Dự án NMD khí Nhơn Trạch 3 & 4.** Ngoài 4 NMD khí đang vận hành với tổng công suất 2.700 MW, POW đang tiếp tục đầu tư thêm 02 NMD khí là NT3&4 với tổng công suất 1.500MW với tổng vốn đầu tư là gần 32.487 tỷ đồng (trong đó VCSH/vốn vay là 25%/75%). Theo dự kiến, NT3 sẽ vận hành thương mại vào 11/2024 và NT4 vận hành vào 05/2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiến độ dự án có thể chậm hơn so với kế hoạch do ảnh hưởng của thị trường nguyên, nhiên vật liệu đầu vào. Bên cạnh đó, POW còn tham gia Dự án NMD khí LNG Quảng Ninh với tỷ lệ 30%. Dự án này có công suất đạt 1.500 MW và tổng vốn đầu tư là 47.480 tỷ đồng, trong đó VCSH/vốn vay là 15%/85%. Theo kế hoạch, dự án sẽ hoàn thành vào Q3/2027.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023-2024

- Dựa trên tình hình hoạt động sơ bộ 9 tháng đầu năm 2023 cũng như kế hoạch sửa chữa bảo dưỡng định kỳ năm 2023 của POW, chúng tôi giả định sản lượng điện thương mại của POW năm 2023F và 2024F lần lượt đạt 14.935 triệu kWh (+5,2% svck) & 15.682 (+5,0% svck). Doanh thu bán điện 2023F & 2024F dự kiến đạt 29.485 tỷ đồng (+5,4% svck) & 31.778 tỷ đồng (+7,8% svck).
- Về kế hoạch đầu tư thời gian tới, chúng tôi giả định POW sẽ vẫn chỉ tập trung vào Dự án NĐĐ khí NT3&4, Dự án NĐĐ khí LNG Quảng Ninh.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023F và 2024F của POW dự kiến đạt 29.780 tỷ đồng (+5,5% svck) & 32.096 tỷ đồng (+7,8% svck). LNST của cổ đông Công ty mẹ 2023F và 2024F dự kiến đạt 1.051 tỷ đồng (-49% svck) & 1.668 tỷ đồng (+58,7% svck).
- EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 344 đồng/cp & 607 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 13.470 đồng/cp & 14.172 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 33,5 lần & 0,85 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 18,9 lần & 0,81 lần.

Dự phóng sản lượng điện của POW

STT	NĐĐ (triệu kWh)	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
1	Cà Mau 1 & 2	7.211	7.556	6.498	4.300	3.800	4.958	5.206
2	Nhơn Trạch 1	2.935	3.255	1.148	445	1.404	792	832
3	Nhơn Trạch 2	4.750	4.952	3.903	3.195	4.064	3.593	3.772
4	Vũng Áng 1	4.877	5.771	6.544	5.500	3.318	4.294	4.509
5	Hỏa Na	806	560	566	563	829	690	724
6	ĐăkĐrinh	423	433	505	620	776	608	639
	Tổng	21.002	22.527	19.164	14.623	14.191	14.935	15.682

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu POW dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh EV/EBITDA
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Một số giả định khác:

- Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 15%/năm.

Phương pháp so sánh EV/EBITDA:

- EV/EBITDA bình quân là 5,53 lần.
- EBITDA 2024F dự kiến là 5.263 tỷ đồng. Theo đó, giá cổ phiếu POW được xác định theo phương pháp EV/EBITDA là 12.873 đ/cp.

Công ty	Quốc gia	EV/EBITDA
NT2	Vietnam	5,20
PGV	Vietnam	6,10
HND	Vietnam	5,30
Trung bình		5,53

Nguồn: ABS Research

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 2,60%. Phần bù rủi ro thị trường là 9,57% (theo ABS Research tháng 10/2023). Beta là 1,27 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 12,28%.
- Giá theo phương pháp FCFF cho 1 năm tới là 14.617 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	2,60%
Phần bù rủi ro thị trường	9,57%
Beta	1,27
WACC	12,28%
Tăng trưởng dài hạn	1,00%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFF	14.617	50%
- EV/EBITDA	12.873	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		13.745

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 13.750 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +20,1% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **MUA** đối với cổ phiếu POW.

Rủi ro:

- ✓ Giá đầu vào (than, khí tự nhiên, LNG...) có thể biến động tăng mạnh hơn so với dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm tính cạnh tranh và ảnh hưởng tới HĐ SXKD của các NMD.
- ✓ Sản lượng điện có thể thấp hơn dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.

Cơ hội:

- ✓ Sản lượng điện có thể cải thiện hơn & giá đầu vào cũng giảm mạnh hơn mức dự báo của chúng tôi, điều này sẽ làm tăng doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng chúng tôi đưa ra.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	24.561	28.224	29.780	32.096
Giá vốn hàng bán	-22.021	-24.498	-27.141	-28.374
Lợi nhuận gộp	2.540	3.726	2.639	3.722
Doanh thu tài chính	690	445	564	517
Chi phí tài chính	-653	-592	-833	-1.072
Chi phí bán hàng	-9	0	0	0
Chi phí QLDN	-131	-868	-915	-987
Lợi nhuận từ HKKD	2.459	2.765	1.508	2.234
Lãi/Lỗ khác	-120	44	19	19
Lợi nhuận trước thuế	2.339	2.809	1.527	2.253
Lợi nhuận sau thuế	2.052	2.553	1.298	1.915
LNST cổ đông Công ty mẹ	1.799	2.061	1.051	1.668

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
LCT thuần từ HKKD	5.147	3.156	4.637	3.931
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	563	-3.374	-6.497	-8.871
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	-4.555	245	2.873	3.891
LCT thuần trong kỳ	1.154	28	1.013	-1.049
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	7.070	8.224	8.252	9.265
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	8.224	8.252	9.265	8.215

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,10	1,36	1,29	1,25
Khả năng thanh toán nhanh	0,87	1,22	1,19	1,14
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,52	0,54	0,45	0,39
Khả năng thanh toán lãi vay	5,59	7,42	3,14	3,38

Cơ cấu vốn	2021	2022	2023F	2024F
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,59	0,59	0,52	0,50
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,41	0,41	0,48	0,50
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,27	0,27	0,34	0,43

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2021	2022	2023F	2024F
Số ngày phải thu	97,5	97,7	150,8	181,9
Số ngày phải trả	98,5	108,7	137,0	166,4
Số ngày tồn kho	29,6	29,2	28,0	28,0

Khả năng sinh lời	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,3%	13,2%	8,9%	11,6%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	10,8%	10,2%	5,9%	8,6%
Tỷ suất LNST	8,4%	9,0%	4,4%	6,0%
ROE	6,6%	7,9%	3,8%	5,3%
ROA	3,8%	4,6%	2,1%	2,6%
ROIC	6,0%	7,2%	4,3%	5,5%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	8.224	8.252	9.265	8.215
+ Đầu tư ngắn hạn	531	1.650	1.650	1.650
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	5.799	12.538	17.763	19.145
+ Hàng tồn kho	1.838	2.086	2.080	2.174
+ Tài sản ngắn hạn khác	2.028	400	422	455
Tài sản ngắn hạn	18.420	24.925	31.180	31.639
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản cố định	31.869	29.155	32.630	38.183
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dở dang dài hạn	405	936	936	936
+ Đầu tư dài hạn	828	878	878	878
+ Tài sản dài hạn khác	1.454	949	929	931
Tài sản dài hạn	34.557	31.918	35.373	40.928
Tổng Tài sản	52.977	56.843	66.553	72.567
+ Vay ngắn hạn	4.769	5.635	6.097	7.164
+ Nợ ngắn hạn khác	12.043	12.690	18.053	18.193
Nợ ngắn hạn	16.811	18.326	24.150	25.357
+ Vay dài hạn	3.689	3.382	5.793	8.616
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	1.351	1.854	2.054	2.148
Nợ dài hạn	5.040	5.236	7.847	10.764
Tổng nợ phải trả	21.852	23.562	31.997	36.121
+ Vốn cổ phần	23.419	23.419	23.419	23.419
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	3.010	3.420	4.448	6.092
+ Quỹ khác	4.697	6.443	6.689	6.936
Vốn chủ sở hữu	31.125	33.281	34.555	36.446
Tổng cộng nguồn vốn	52.977	56.843	66.553	72.567

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	-17,4%	14,9%	5,5%	7,8%
Tăng trưởng LNST	-22,7%	14,0%	-31,0%	42,8%
Tăng trưởng LNST	-22,9%	24,4%	-49,2%	47,5%
Tăng trưởng VCSH	-0,5%	6,9%	3,8%	5,5%
Tăng trưởng Tổng tài sản	-2,0%	7,3%	17,1%	9,0%

Định giá (lần)	2021	2022	2023F	2024F
P/E	23,1	12,2	33,5	18,9
P/B	1,4	0,8	0,85	0,81
EPS (VND/CP)	757	871	344	607
BVPS (VND/CP)	12.229	13.031	13.470	14.172

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lenthikim@abs.vn

Vĩ mô, Bảo hiểm, Ngân hàng

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

Ngân hàng, BĐS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Hóa chất, Lương thực, Dữ liệu

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn

BĐS dân cư, VLXD

Phạm Hồng Trường - Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu - Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Đỗ Thành Trung - Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Logistics, Công nghệ

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminhh@abs.vn