

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam– CTCP (HOSE: POW) [NẮM GIỮ +7.92%]

Báo cáo công ty

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Nhóm ngành ICB cấp 3	Điện
Ngày thực hiện báo cáo	24/5/2024
Thị giá	11,350
Giá mục tiêu	12,249
Tiền năng tăng giá	+7.92%
Cổ tức	-
Tổng lợi nhuận	+7.92%

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	28,329	28,329	28,500	34,888
Tăng trưởng (% y/y)	15%	0%	1%	22%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2,756	1,402	1,440	1,144
Tăng trưởng (% y/y)	19%	-49%	3%	-21%
EPS	880	426	448	353
Tổng tài sản (tỷ đồng)	56,843	70,362	72,374	73,995
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	33,281	34,119	35,037	36,068

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Vốn hóa	26,697.34
Sở hữu nước ngoài	4.01%
Thanh khoản TB 20 phiên	5,731,870
Số lượng cổ phiếu niêm yết	2,341 triệu
Beta	1,00

SO SÁNH NHÓM NGÀNH

	POW	TB ngành
P/E	32.31	26.8
P/B	0.78	1.3
ROA 2023 (%)	1.4	8
ROE 2023 (%)	3.6	5

Nguồn: Vietstock, Asean Research

Giới thiệu công ty

Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV- Power), được thành lập vào năm 2007. Là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phát triển điện tại Việt Nam. Hiện tại doanh nghiệp đang vận hành 6 nhà máy với tổng công suất khoảng 6,000 MW tương đương sản lượng bình quân khoảng 24.4 tỷ kWh.

NĂM KHÓ KHĂN VẪN CHƯA QUA ĐI

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu POW với giá mục tiêu **12,249 đồng/cổ phiếu (+7.92% so với giá đóng cửa ngày 24/05/2024 là 11,350 đồng/cổ phiếu)** dựa theo phương pháp định giá SOTP và P/B.

Dự báo kết quả kinh doanh 2024

Chúng tôi dự báo cho POW năm 2024 doanh thu đạt 28,500 tỷ đồng (+1% yoy), lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ đạt 1,049 tỷ đồng (+5% yoy)

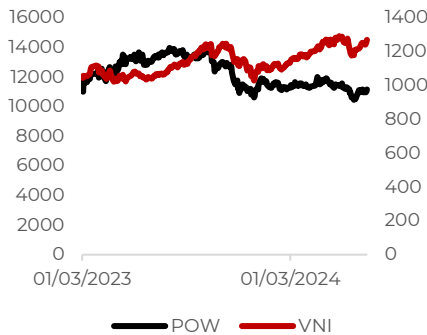
Luận điểm đầu tư

- Sản lượng điện từ Nhơn Trạch 1&2 bị suy giảm mạnh do kế hoạch cấp khí từ bể Đông Nam Bộ bị suy giảm khoảng 20%. Tuy nhiên, sản lượng điện khí được bù đắp bởi Cà Mau 1&2 (đã hoàn thành đại tu và lượng khí cung cấp ổn định) và Nhơn Trạch 3 đi vào vận hành trong nửa cuối năm 2024.
- Sản lượng điện than được cải thiện lớn trong năm 2024 do nhà máy điện Vũng Áng 1 đã hoàn thành sửa chữa sự cố của tổ máy số 1 và giá than trộn đang có xu hướng giảm trong năm.
- Sản lượng thủy điện sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2024 do thời tiết chuyển từ pha Trung tính sang pha La Nina (xác suất xảy ra vào tháng 8/2024 là 77%).

Rủi ro

- Rủi ro đại tu và sự cố nhà máy
- Rủi ro thiếu hụt nguyên vật liệu đầu vào

Biểu đồ giá POW và Vnindex



Nguồn: Asean Research

Mở tài khoản chứng khoán tại đây



Phạm Thanh Long
long.pt@ASEANSC.com.vn



TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành

Được thành lập từ năm 2007, POW là doanh nghiệp gốc nhà nước và thuộc tập đoàn PVN (Tập đoàn dầu khí Việt Nam). Năm 2019, doanh nghiệp chính thức giao dịch trên sàn HOSE.

Lĩnh vực hoạt động và cơ cấu doanh thu

Hiện tại, doanh nghiệp đang hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh điện năng. Tổng công suất các nhà máy đạt gần 6,000 MW tương đương sản lượng điện bình quân khoảng 24.4 tỷ kWh. Cụ thể, tổng công suất nhà máy Điện khí đạt mức 2,700 MW đặt tại Miền Nam, Điện than đạt 1,200 đặt tại Miền Trung và Thủy điện đạt mức 305 MW đặt tại Miền Trung.

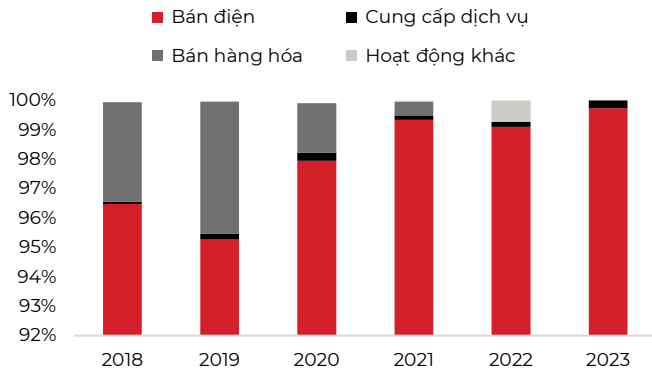
Trong năm 2023, tỷ trọng doanh thu bán điện chiếm gần 100% cơ cấu doanh thu toàn doanh nghiệp.

Cơ cấu tổ chức và cơ cấu cổ đông

Tính đến Quý 1 năm 2024:

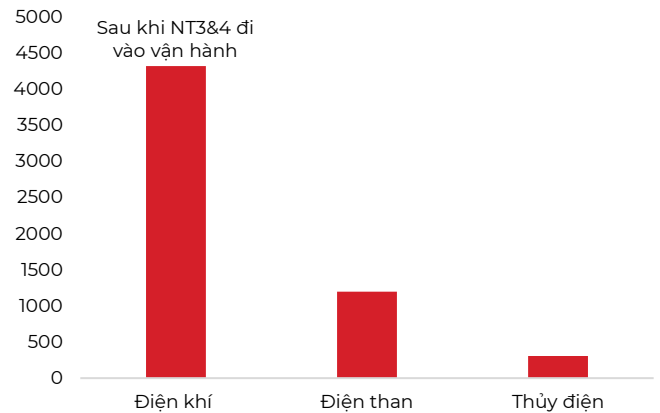
- POW hiện tại đang sở hữu 5 công ty con và 3 công ty liên kết trải dài từ Bắc đến Nam.
- Cổ đông lớn nhất của POW chủ yếu đến từ Tập đoàn Dầu khí Việt Nam chiếm 79.9%.

Cơ cấu doanh thu



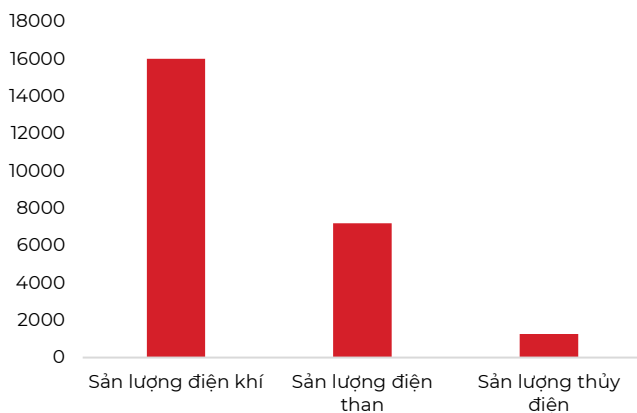
Nguồn: POW

Cơ cấu công suất các loại hình điện



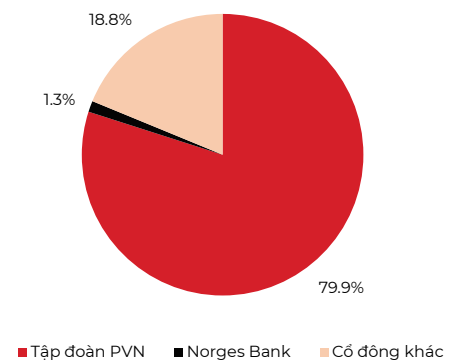
Nguồn: POW

Sản lượng điện bình quân theo từng cấu phần



Nguồn: POW

Cơ cấu cổ đông

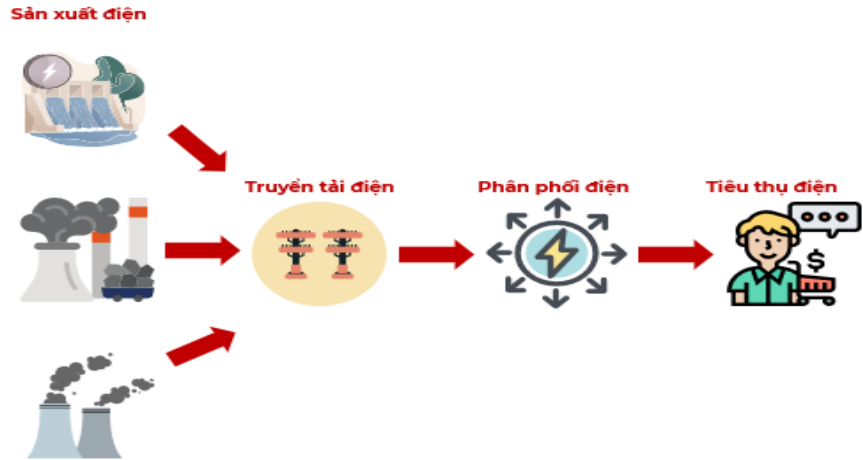


Nguồn: POW

CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH ĐIỆN

Chuỗi giá trị ngành điện được chia làm 4 khâu chính là (1) sản xuất điện năng, (2) truyền tải điện năng, (3) phân phối điện và (4) tiêu thụ điện năng. Trong đó, POW tham gia vào khâu sản xuất điện năng và bán trực tiếp cho bên phân phối điện là Công ty Mua bán điện (EVN- EPTC) thông qua hợp PPA (Power Purchase Agreement). Hợp đồng PPA sẽ chuyển giao hết cho bên mua rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào.

CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH ĐIỆN



Tên	Loại hình	Công suất
Cà Mau 1&2	Điện khí	1,500
Nhơn Trạch 1	Điện khí	450
Nhơn Trạch 2	Điện khí	750
Nhơn Trạch 3&4	Điện khí	1624
Vũng Áng 1	Điện than	1200
Hòa Na	Thủy điện	180
Đăkđrinh	Thủy điện	125

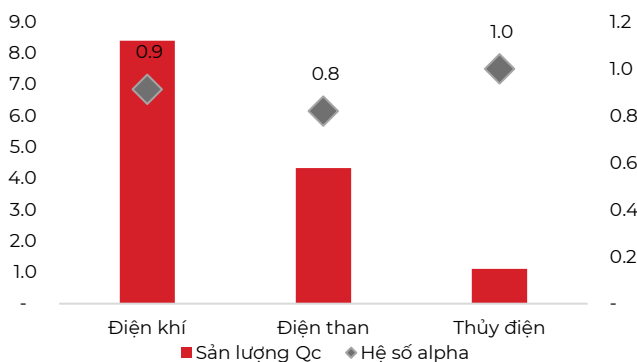
Nguồn: POW

Đặc điểm thị trường điện tại Việt Nam.

Thị trường điện trong nước được chia làm hai loại chính: thị trường điện cạnh tranh và thị trường điện không cạnh tranh. Trong đó, thị trường không cạnh tranh thường được nhà nước kiểm soát toàn bộ quá trình sản xuất, truyền tải và phân phối điện. Giá điện thường được nhà nước ấn định và điều chỉnh, ít thay đổi theo cung cầu thị trường. Mặt khác, thị trường cạnh tranh sẽ có nhiều công ty phát điện tham gia để cạnh tranh về giá và chất lượng dịch vụ. Giá điện thường được xác định dựa trên quan hệ cung cầu trên thị trường, thay vì do nhà nước ấn định.

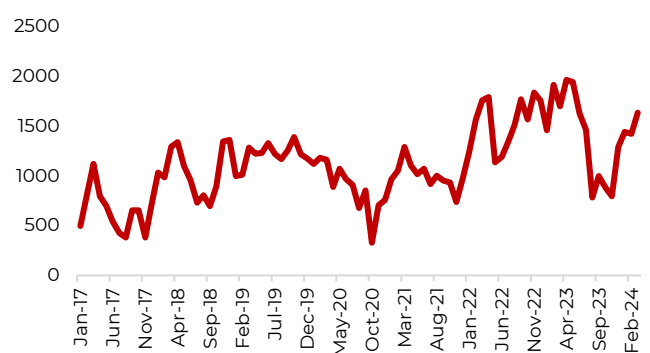
Hiện tại, đa phần các nhà máy của POW đều tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Với hệ số alpha tương đối cao, bình quân khoảng 85% sản lượng điện kế hoạch. Điều này giúp cho sản lượng điện hợp đồng (Qc) của doanh nghiệp được đảm bảo ở mức cao ($Q_c = \text{hệ số alpha} \times \text{sản lượng điện kế hoạch}$) và 15% sản lượng còn lại sẽ cạnh tranh trên thị trường (CGM) với giá điện cạnh tranh FMP

Sản lượng điện hợp đồng (Qc)



Nguồn: POW

Giá điện thanh toán toàn phần FMP



Nguồn: Genco3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

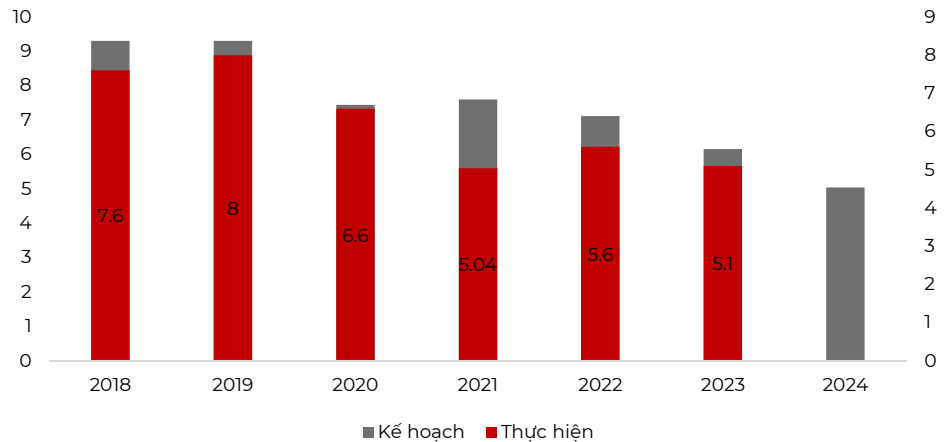
Nhơn Trạch 1&2 gặp khó khăn trong năm 2024, được bù đắp một phần từ Cà Mau 1&2 và Nhơn Trạch 3.

Nhơn Trạch 1&2 gặp khó khăn trong việc huy động điện trong năm 2024.

Đa phần các mỏ khí đang trải qua giai đoạn suy giảm tự nhiên, sản lượng khí cấp cho sản xuất điện năm 2024 là 4.191 - 4.470 tỷ m³ (-20% yoy). Trong đó, khu vực Đông Nam bộ đạt mức 2.9 – 3.060 tỷ m³ (-20% yoy), điều này khiến cho sản lượng khí cung cấp cho các nhà máy điện từ các khu vực này bị suy giảm trong đó có NT1 và NT2. Với việc thiếu hụt nguồn khí và chi phí mua khí đang ở mức khiến cho A0 giảm huy động công suất cho điện khí bắt đầu từ Q3/2023. Do vậy trong Quý 1 năm 2024, sản lượng điện thương phẩm của NT1&2 chỉ đạt mức 431 triệu kWh (-67.7% yoy). Với những yếu tố tiêu cực trong năm 2024 chúng tôi dự báo sản lượng điện của NT1&2 đạt mức 1.7 tỷ kWh, giảm 53% so với cùng kỳ.

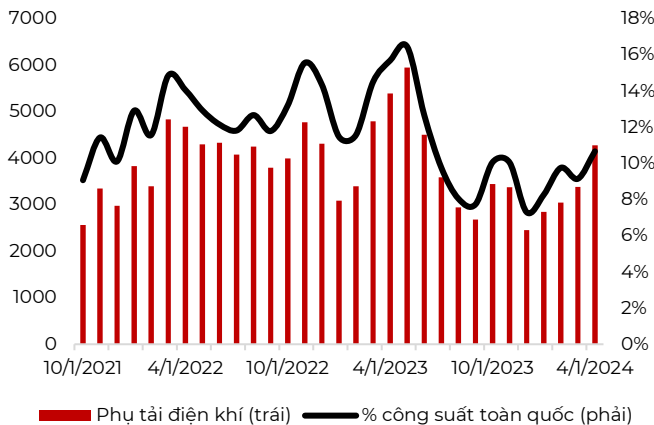
Tuy nhiên đến năm 2025, chúng tôi cho rằng sản lượng điện của NT1&2 sẽ hồi phục từ nền thấp dựa trên 2 yếu tố chính. (1) Giá bán điện giảm nhẹ do kỳ vọng giá dầu Brent cả năm 2025 đạt mức 82 USD/ton (-2% so với năm 2024) và (2) nguồn khí cung cấp ổn định hơn nhờ kế hoạch bổ sung LNG.

Sản lượng khí cung cấp cho điện ngày càng suy giảm



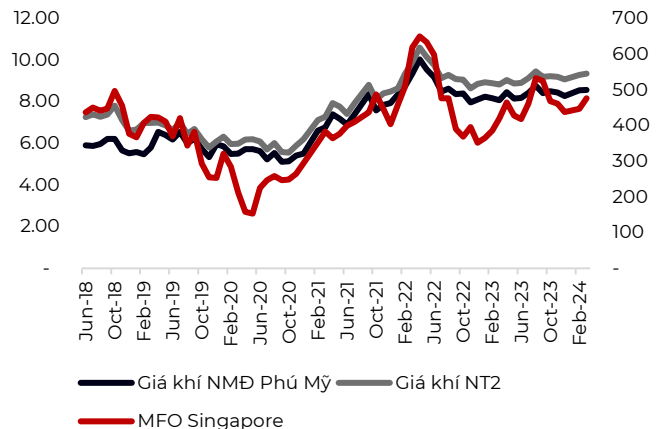
Nguồn: PV GAS

Công suất huy động giảm mạnh từ Q3/2023



Nguồn: Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia

Giá khí neo ở mức cao so với giai đoạn 2018-2020



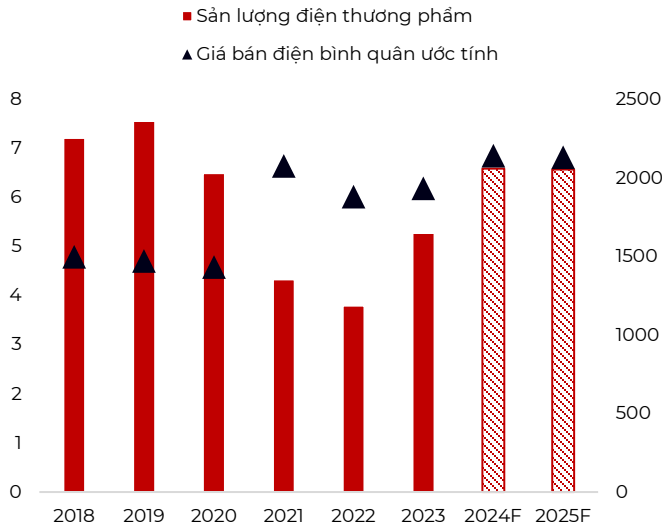
Nguồn: NT2, Genco3, Bloomberg

Cà Mau 1&2 bù đắp sản lượng điện khí do nhà máy đã hoàn thành đại tu vào năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện thương phẩm của Cà Mau 1&2 (CM1&2) trong năm 2024 tăng khoảng 25% yoy, đạt mức 6.6 tỷ kWh do hoàn thiện đại tu và nguồn khí ổn định để vận hành. Tính đến hết Quý 1 năm 2024, sản lượng điện thương phẩm của CM1&2 đạt mức 1.5 tỷ kWh (+7.1% yoy).

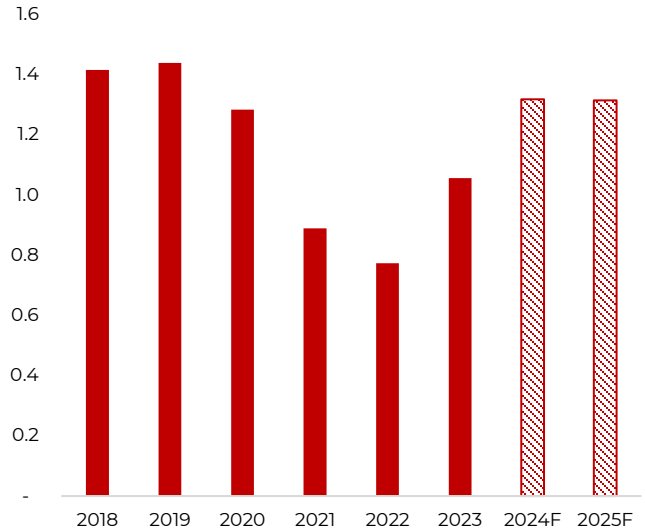
Trong tương lai, chúng tôi cho rằng rủi ro thiếu khí của Cà Mau 1&2 rất thấp do POW đang đàm phán hợp đồng mua bán khí với Jadestone nhằm mua khí từ mỏ Nam Du – U Minh sau năm 2028 và sử dụng nguồn khí LNG thay thế cho nguồn khí truyền thống.

Sản lượng điện của CM1&2 và giá bán điện bình quân



Nguồn: POW

Sản lượng khí tiêu thụ mỗi năm của CM1&2



Nguồn: POW

Nhơn Trạch 3 dự kiến sẽ vận hành vào cuối năm 2024.

Dự án Nhơn Trạch 3&4 là dự án quan trọng của POW. Dự án có công suất 1,624 MW với vốn đầu tư 32,486 tỷ đồng.

Tính đến hết Quý 1 năm 2024, tiến độ tổng thể của gói thầu EPC ước tính đạt 83% so với kế hoạch là 89% (chậm 6% so với kế hoạch). Vướng mắc về cho thuê đất hiện đang được doanh nghiệp tập trung tháo gỡ.

Hợp đồng mua bán điện (PPA) với EPTC đã thống nhất cho giai đoạn thử nghiệm. **Hợp đồng mua bán khí (GSA)**, POW đang tiếp tục làm việc với PV GAS về những nội dung chưa thống nhất về hợp đồng Full GSA, HOA GSA.

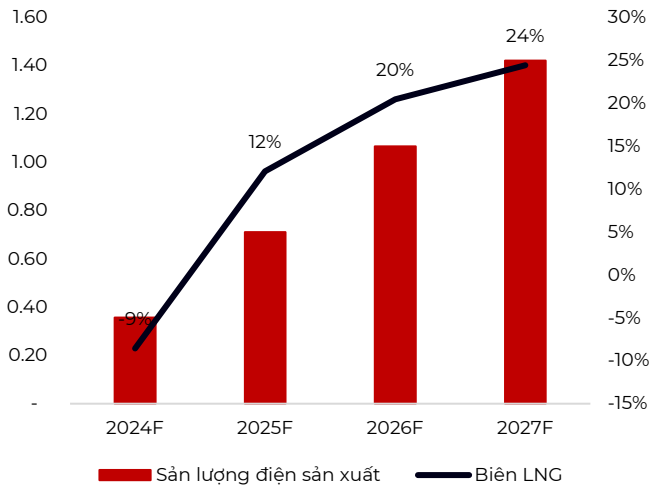
Công tác thu xếp vốn, ngày 4/4/2024 POW đã ký hợp đồng tín dụng ngắn hạn trị giá 300 triệu USD với Citi bank và ING bank. Trước đó, POW cũng đã vay thành công 4,000 tỷ đồng tại ngân hàng Vietcombank.

Chúng tôi cho rằng, sản lượng trong cả năm 2024 của Nhơn Trạch 3 (NT3) chỉ đạt mức 356 triệu kWh (kịch bản thận trọng) do tiến độ tổng thể toàn dự án hiện tại đang chậm so với kế hoạch khoảng 6-8%. Mặt khác biên lợi nhuận gộp trong 2024 sẽ suy giảm do (1) giá khí LNG nhập khẩu neo ở mức cao và (2) sản lượng điện thương phẩm chưa thể bù đắp được các chi phí cố định (chi phí khấu hao) do nhà máy chưa vận hành ổn định.

Bắt đầu từ năm 2025 trở đi, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sản xuất của NT3 sẽ được cải thiện với kịch bản tăng 20% công suất bình quân mỗi năm với giá bán bình quân khoảng 1,800 đồng/kWh. Với giả định như vậy, NT3 kỳ vọng đóng góp được khoảng 3,000 – 4,000 tỷ đồng doanh thu cho POW và biên lợi nhuận gộp

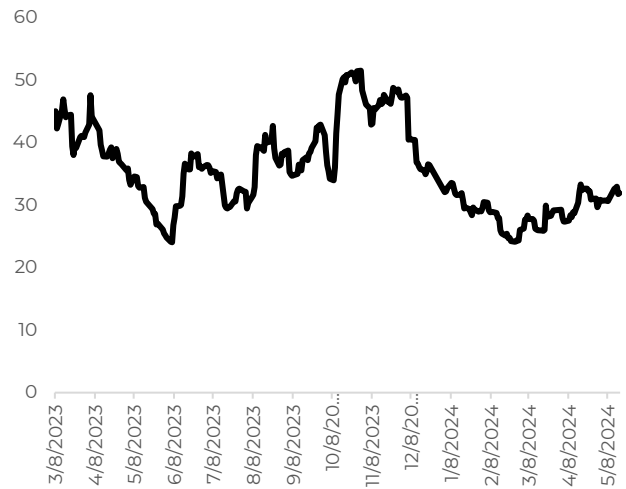
khoảng 24- 30% mỗi năm. Theo ước tính của chúng tôi điểm hòa vốn của NT3 sẽ rơi vào cuối năm 2035 với IRR đạt mức 12%.

Sản lượng điện sản xuất và Biên LNG của NT3



Nguồn: POW

Giá khí LNG spot Europe



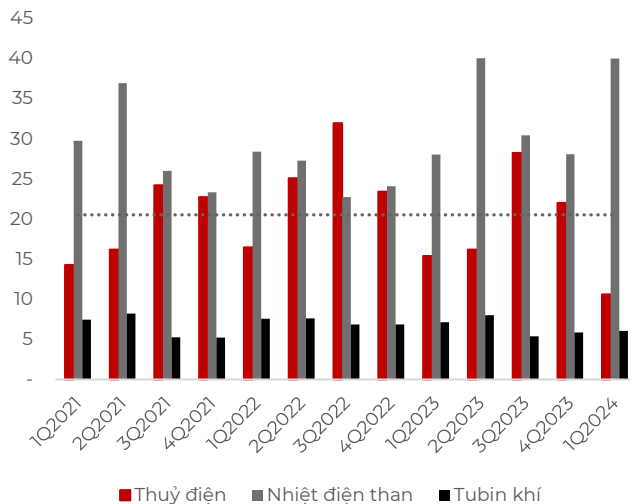
Nguồn: Bloomberg

Vũng Áng 1 vận hành ổn định trong cả năm 2024 do khắc phục xong sự cố tổ máy số 1

Sau gần hai năm khắc phục sự cố, tổ máy số 1 của Vũng Áng 1 đã chính thức quay trở lại hoạt động từ tháng 8 năm 2023, vận hành trong cả năm 2024. Chúng tôi dự báo doanh thu và sản lượng điện của Vũng Áng 1 năm 2024 lần lượt đạt 9.7 nghìn tỷ (+14% yoy) và 5.2 tỷ kWh (+22% yoy) do (1) A0 tăng huy động điện than đặc biệt trong 6 tháng đầu năm 2024 khi thủy điện phải tích trữ nước và nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao phục vụ cho sản xuất kinh doanh. Đến cuối năm sản lượng điện than có khả năng bị suy giảm do thời tiết chuyển sang pha La Nina tuy nhiên không quá đáng kể và (2) giá than nhập bình quân đang có dấu hiệu giảm trong cả năm 2024 so với giai đoạn trước đó.

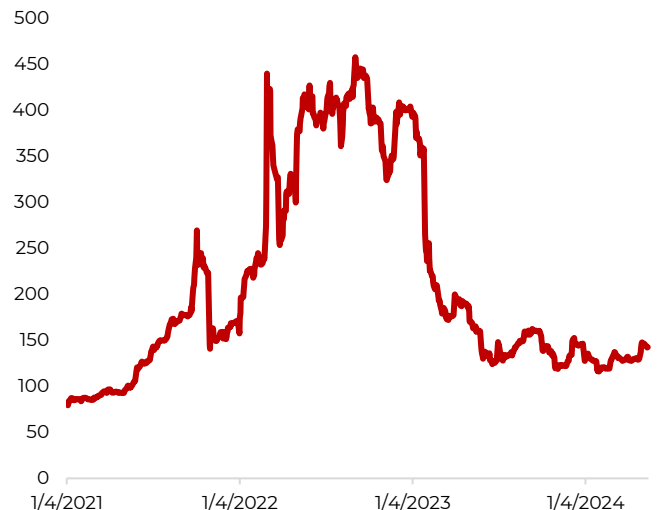
Thêm vào đó, năm 2024 POW sẽ ghi nhận một khoản lợi nhuận đột biến khoảng 600 tỷ đồng tiền bồi thường bảo hiểm của Nhà máy Vũng Áng 1.

Sản lượng điện than tăng mạnh kể từ Q2/2023



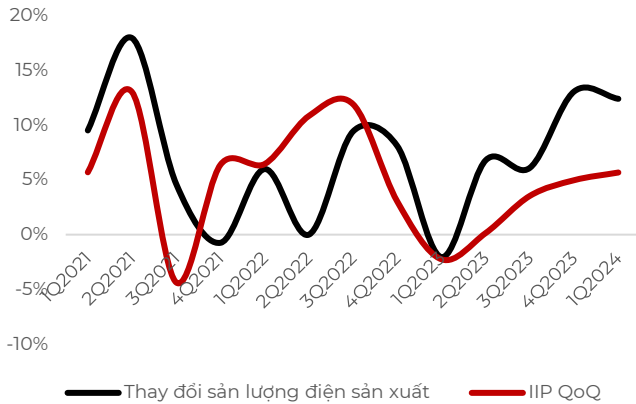
Nguồn: EVN

Giá than tham chiếu Newcastle



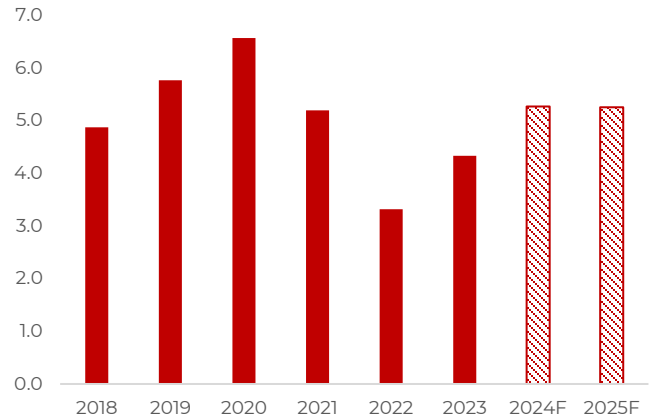
Nguồn: Bloomberg

Nhu cầu tiêu thụ điện hồi phục



Nguồn: EVN, GSO

Dự phóng sản lượng điện than



Nguồn: POW

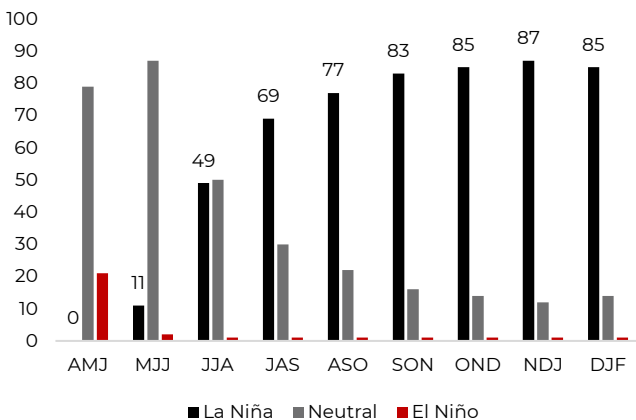
Thủy điện bắt đầu hồi phục nhẹ từ Quý 3/2024 sau khi khí hậu chuyển sang pha La Nina

Chúng tôi cho rằng, sản lượng thủy điện từ 2 nhà máy của POW sẽ suy giảm trong 2 Quý đầu năm do lưu lượng nước chảy về 2 khu vực Bắc Trung Bộ và Nam Trung Bộ (nơi đặt 2 nhà máy thủy điện của POW) chưa hồi phục. Tuy nhiên, theo Viện nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu (IRI), xác suất xảy ra La Nina vào tháng 8 năm 2024 là 77%. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ bắt đầu hồi phục nhẹ vào nửa cuối năm 2024 sau khi chuyển sang pha La Nina.

Thêm vào đó, thủy điện dự kiến giảm sản lượng chào bán trên thị trường cạnh tranh (Qm) do quy định mới về sản lượng hợp đồng (Qc). Cụ thể, tỉ lệ sản lượng điện hợp đồng trong 2024 là 98% cao hơn mức 90% trong năm 2023, điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến việc bán điện trên thị trường điện cạnh tranh, do giá bán điện cạnh tranh thường cao hơn giá bán điện hợp đồng. Tuy nhiên việc kỳ vọng thủy điện hồi phục trong nửa cuối năm 2024 ít nhiều bù đắp được phần mất mát này.

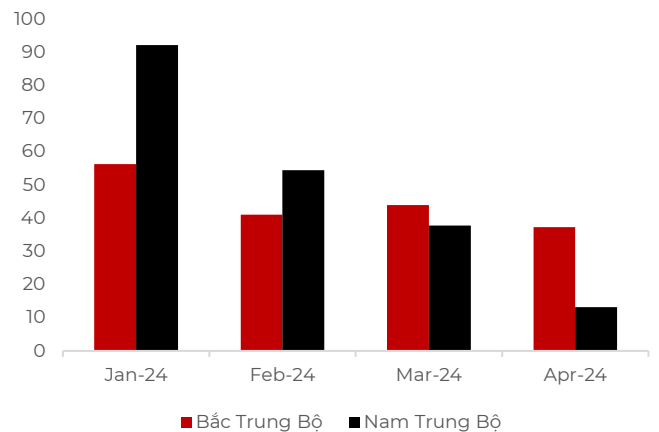
Với việc thủy điện hồi phục trong nửa cuối năm 2024 ít nhiều ảnh hưởng đến sản lượng huy động từ điện than. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, sản lượng điện than của POW không bị ảnh hưởng nhiều do đa phần các nhà máy nhiệt điện của doanh nghiệp được đặt tại Miền Nam, khu vực thường sử dụng điện than để phục vụ sản xuất.

Xác suất xảy ra La Nina



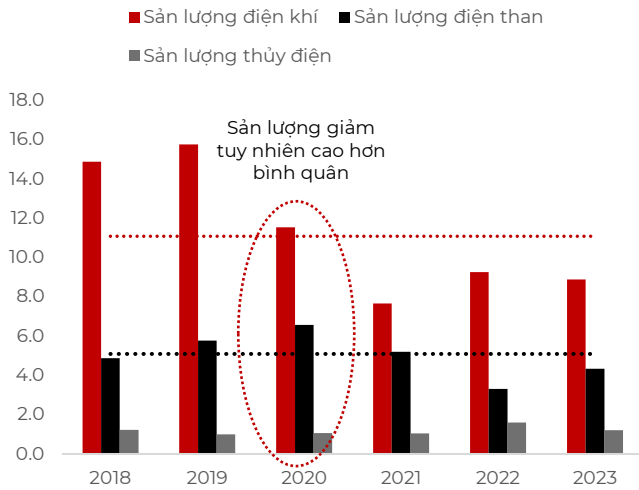
Nguồn: EVN, GSO

Lưu lượng nước tại Bắc Trung Bộ và Nam Trung Bộ



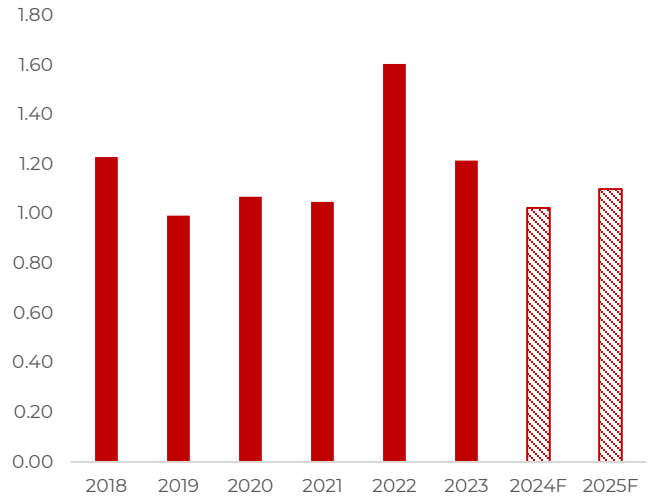
Nguồn: EVN

Điện than ít bị ảnh hưởng bởi La Nina



Nguồn: POW

Sản lượng thủy điện



Nguồn: POW

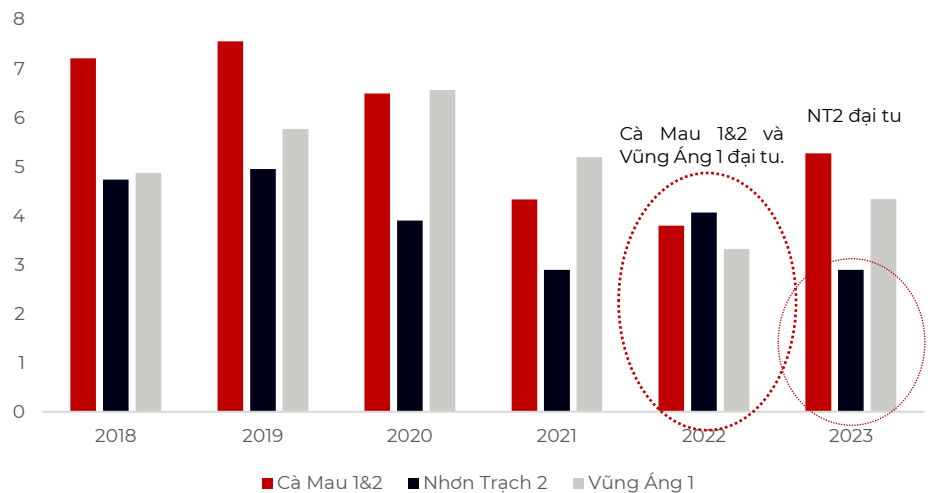
RỦI RO

Rủi ro đại tu và sự cố nhà máy

Việc đại tu nhà máy nhiệt điện là hết sức phức tạp đòi hỏi quy trình phải đồng bộ và chất lượng nhân sự cao. Việc đại tu có thể kéo dài trong khoảng 2 tháng thậm chí là khoảng 3 tháng. Trong những giai đoạn đại tu nhà máy nhiệt điện sẽ ngừng hoạt động hoàn toàn, điển hình như trong năm 2022 và năm 2023 sản lượng điện từ 2 nhà máy Cà Mau 1&2 và Nhơn Trạch 2 bị suy giảm mạnh so với giai đoạn trước đó, điều này ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu toàn doanh nghiệp.

Thêm vào đó, có những sự cố nhỏ chỉ làm giảm công suất trong một thời gian ngắn, nhưng có những sự cố rất lớn như điển hình như tổ máy số 1 của Vũng Áng 1 gây ra thời gian sửa chữa kéo dài (khoảng 3 năm). Điều này trực tiếp gây ảnh hưởng đến doanh thu của POW, cụ thể trong năm 2021 doanh thu chỉ đạt 24,560 tỷ đồng (-17% yoy).

Sản lượng điện trong những giai đoạn đại tu

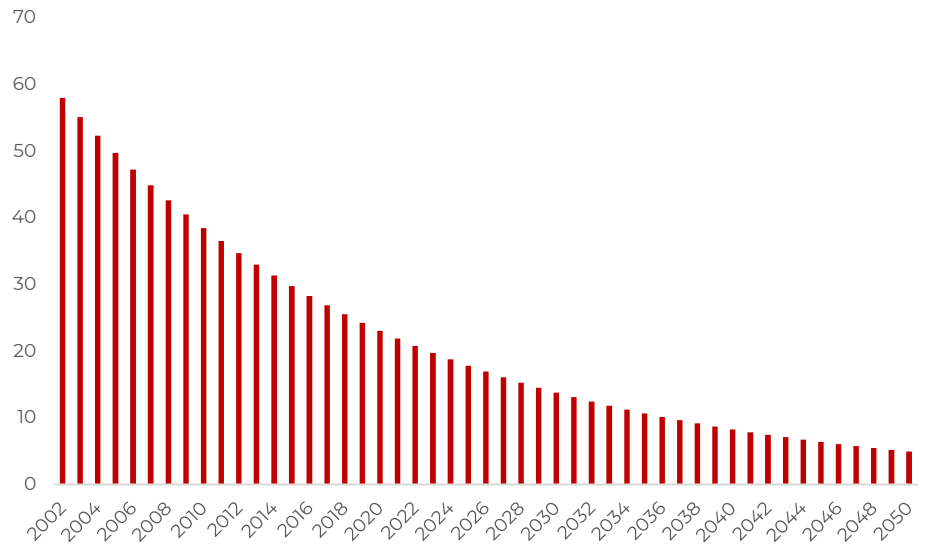


Nguồn: POW

Rủi ro thiếu nguyên vật liệu đầu vào

Hiện tại, nguồn khí giá rẻ khu vực Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ ngày càng suy giảm (theo ước tính mỗi năm suy giảm 10%), điều ảnh hưởng lớn đến việc giao kế hoạch Qc cũng như tính cạnh tranh của POW khi tham gia thị trường cạnh tranh. Với việc không còn nguồn khí giá rẻ sẽ khiến cho các nhà máy điện khí phải chạy thay thế bằng dầu DO có chi phí cao hơn. Điều này gây ra áp lực cạnh tranh lớn cũng như thu hẹp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

Trữ lượng mỏ Đông Nam Bộ ước tính (giả định không có mỏ mới)



Nguồn: PV GAS

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

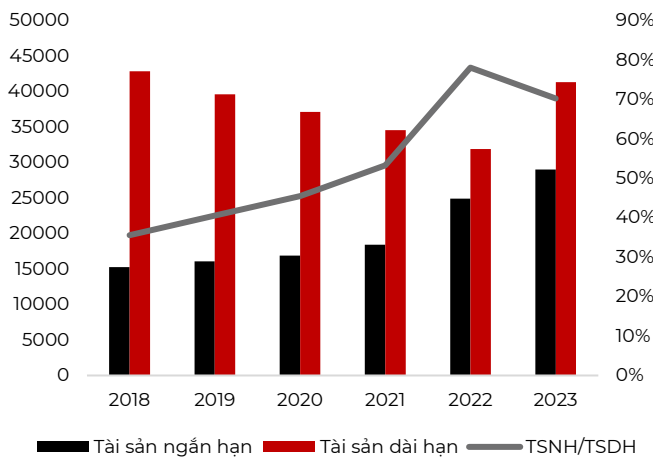
Tài sản ngắn hạn chủ yếu đến từ khoản phải thu của EVN.

Tài sản ngắn hạn trong năm 2023 đạt mức 29,042 tỷ đồng (+16.5 yoy) đa phần đến từ khoản phải thu khách hàng. Cụ thể, phải thu khách hàng đạt mức 12,710 tỷ đồng (+30% yoy) chủ yếu đến từ khoản phải thu từ EVN (đa phần là tiền mua bán điện). POW cũng đã trích lập dự phòng hơn 400 tỷ đồng từ khoản phải thu này. Trong suốt giai đoạn 2021 đến nay dòng tiền hoạt động kinh doanh (CFO) của POW bị suy giảm xuống mức, tuy nhiên dòng tiền vẫn luôn dương.

Chúng tôi cho rằng, CFO của POW sẽ được gia tăng trong tương lai do tình hình tài chính của EVN cải thiện, tuy nhiên trong năm 2024 doanh nghiệp vẫn phải trích lập dự phòng khoảng 369 tỷ đồng đối với khoản phải thu từ EVN.

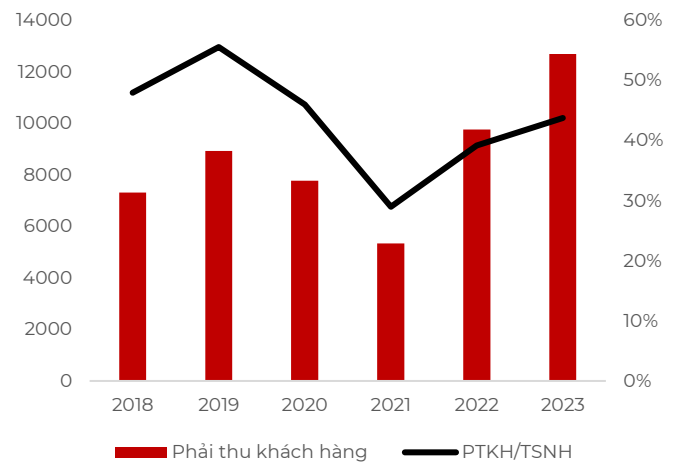
Thêm vào đó, vòng quay phải thu của POW luôn giao động quanh mức 3.5 vòng tuy nhiên vẫn thấp hơn so với các doanh nghiệp điện than như HND hay QTP. Thể hiện rằng chi phí bán điện của doanh nghiệp thường cao hơn so với các loại hình điện như thủy điện và điện than. Điều này gây ra áp lực cạnh tranh lớn của POW so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Tài sản ngắn hạn tăng chủ yếu đến từ khoản phải thu



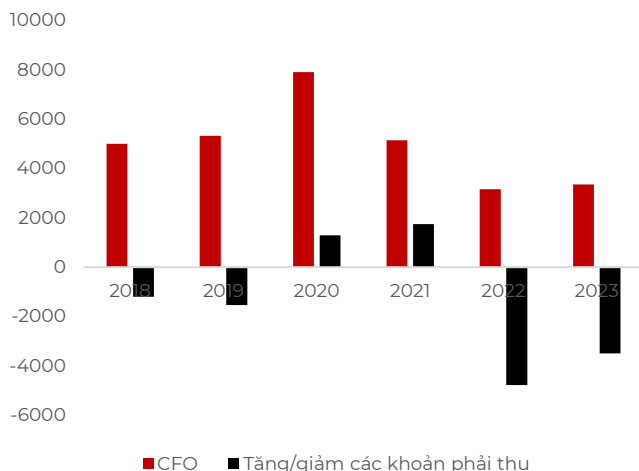
Nguồn: POW

Phải thu chủ yếu đến từ EVN



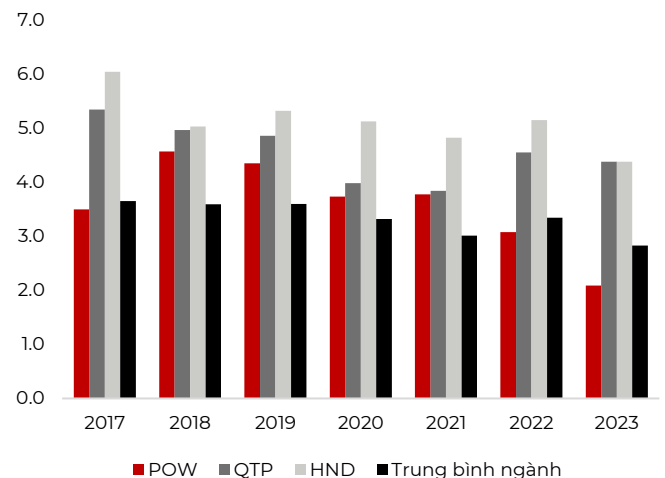
Nguồn: POW

CFO bị suy giảm do các khoản phải thu từ EVN



Nguồn: POW

Vòng quay phải thu thấp hơn so với DN điện than



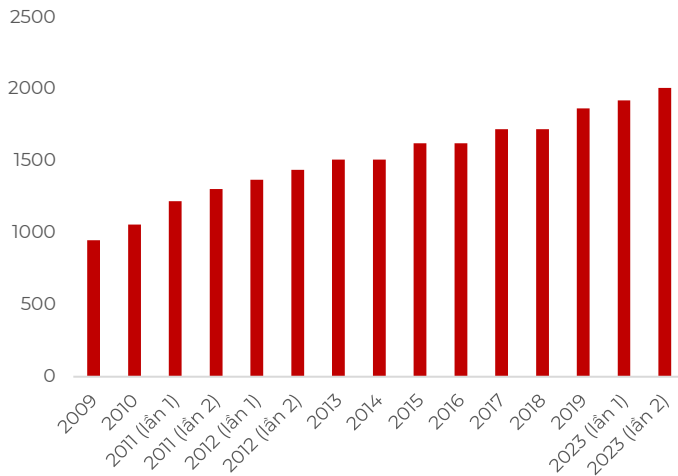
Nguồn: Báo cáo công ty

Yếu tố tích cực trong tương lai giúp cải thiện CFO.

Trong năm 2023, EVN tăng giá bán lẻ điện lên mức 2,006.78 đồng/kWh (+7.6% so với năm 2019) và trong năm 2024, Bộ Công Thương cũng đã phê duyệt quy định về điều chỉnh mức giá bán lẻ bình quân, theo đó, EVN được phép điều chỉnh giá bán lẻ điện 3 tháng/ lần thay vì 6 tháng/ lần khi chi phí đầu vào tăng từ 3% trở lên.

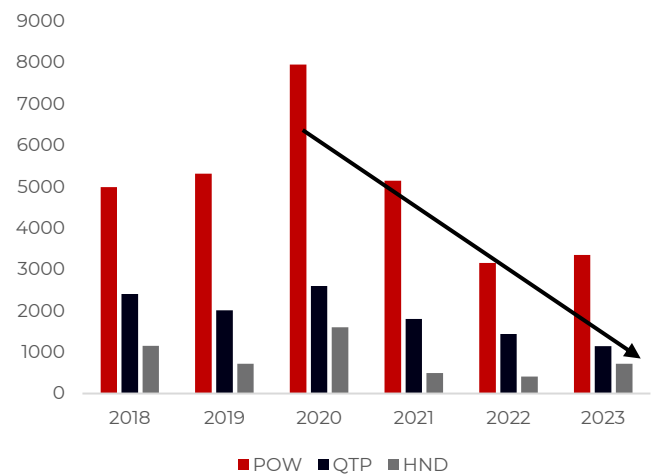
Chúng tôi cho rằng đây là yếu tố tích cực cho các doanh nghiệp điện phụ thuộc nhiều vào nguyên vật liệu đầu vào trong đó có POW. Với việc điều chỉnh linh hoạt trong bối cảnh giá nguyên vật liệu leo thang sẽ giúp cho tình hình tài chính của EVN được cải thiện hơn trong tương lai, điều này có thể cải thiện CFO của các doanh nghiệp điện trên cả nước.

Giá bán lẻ điện qua từng năm



Nguồn: EVN

Dòng tiền CFO của các DN bị suy giảm do EVN



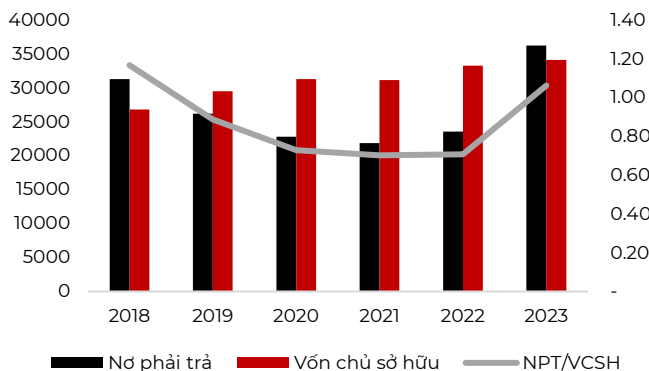
Nguồn: Báo cáo công ty

Cấu trúc vốn lành mạnh, áp lực thanh toán nợ thấp trong bối cảnh doanh nghiệp đang xây dựng nhà mới.

Nợ phải trả trong năm 2023 đạt mức kỷ lục trong vòng 5 năm trở lại, đạt mức 36,243 tỷ đồng (+54% yoy). Điều này khiến cho tỷ lệ nợ phải trả/vốn chủ sở hữu đạt mức 1.06 lần, trong khi vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp chỉ tăng 2.5% yoy tương đương đạt mức 34,119 tỷ đồng. Do các khoản chiếm dụng vốn của nhà cung cấp. Cụ thể, phải trả người bán tăng từ mức 7,300 tỷ đồng trong năm 2022 lên mức 15,947 tỷ đồng vào năm 2023.

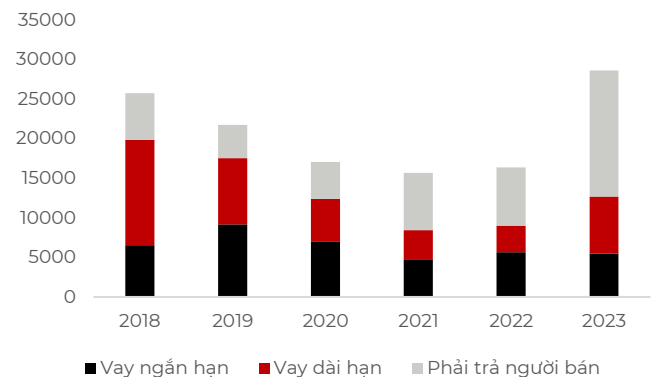
Mặc dù, doanh nghiệp đang xây dựng nhà máy mới với vốn đầu tư lớn tuy nhiên tỷ lệ D/E của POW trong năm 2023 chỉ đạt mức 0.4 lần, vẫn thấp hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp điện đang đầu tư dự án mới như GEG hay PC1.

Cơ cấu nguồn vốn của POW



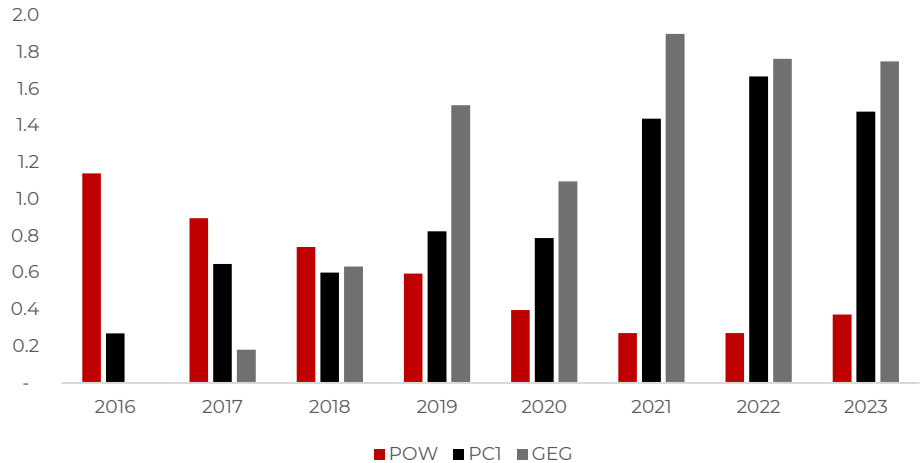
Nguồn: POW

Cơ cấu nợ phải trả của POW



Nguồn: POW

Tỷ lệ D/E của POW so với các doanh nghiệp cùng ngành



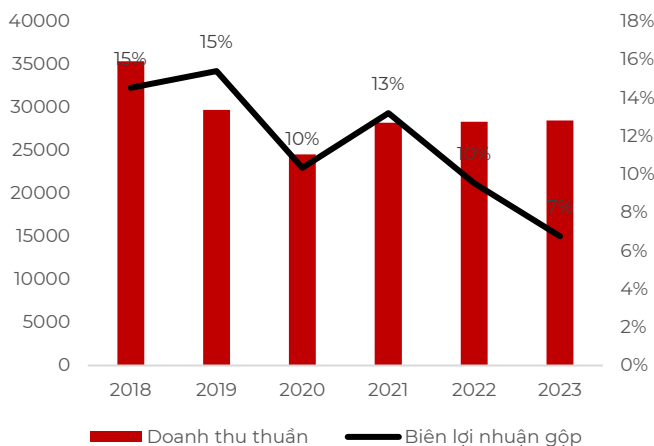
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp

KẾT QUẢ KINH DOANH, DỰ PHÓNG KQKD

Biên lợi nhuận gộp trong năm 2023 bị suy giảm do đa phần các nhà máy của POW đang trong thời gian đại tu.

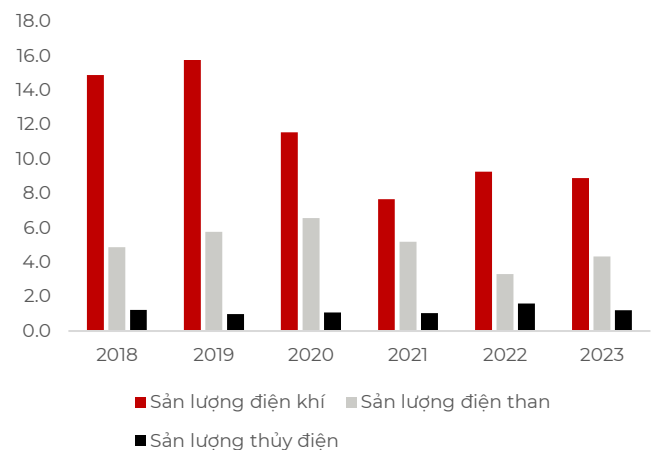
Năm 2023, doanh thu toàn công ty đạt mức 28,329 tỷ đồng (+0.4% yoy), tương đương sản lượng điện thương phẩm đạt 14,4 tỷ kWh (+2% yoy). Giá bán điện bình quân đạt mức 1,962 đồng/kWh (+5% yoy), biên lợi nhuận gộp đạt mức 9.55% (-3.45 đpt so với năm 2022). Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc đại tu 100,000 EOH (giờ vận hành tương đương) nhà máy Nhơn Trạch 2 từ ngày 7/9/2023 đến ngày 1/11/2023 dẫn đến sản lượng điện cả năm 2023 giảm 1.1 tỷ kWh so với năm 2022 và ảnh hưởng từ El Nino khiến cho lưu lượng nước về hồ thủy điện bị suy giảm dẫn tới biên lợi nhuận bị suy giảm mạnh, ước tính biên lợi nhuận gộp của thủy điện giảm khoảng 20% so với năm 2022.

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của POW



Nguồn: POW

Sản lượng điện thương phẩm của POW

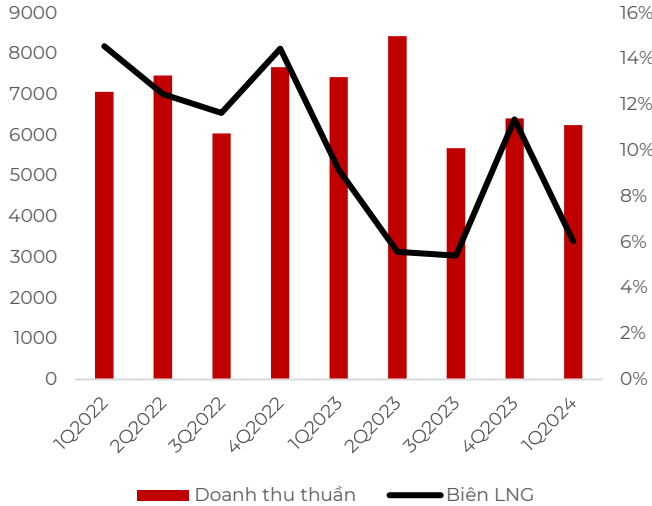


Nguồn: POW

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp Quý 1 năm 2024 lần lượt đạt mức 6,243 tỷ đồng (-13% yoy) và 6%. Do sản lượng điện thương phẩm của NT1&2 suy giảm mạnh so với cùng kỳ do thiếu hụt nguồn khí đầu vào, điều này khiến cho doanh thu bán điện của hai nhà máy điện khí này không bù đắp được chi phí cố định lớn.

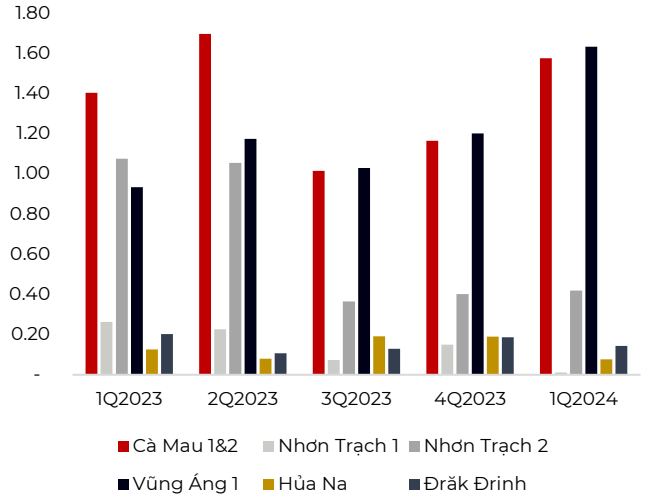
Chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận gộp của POW trong năm 2024 sẽ duy trì quanh mức 6.76 – 7% do 3 nguyên nhân chính. (1) tình trạng thiếu khí của NT1&2 có thể kéo dài đến hết năm 2024-2025, (2) giá khi neo ở mức cao và (3) sản lượng thủy điện chưa có dấu hiệu hồi phục trong nửa đầu năm 2024.

Doanh thu và biên lợi nhuận theo Quý của POW



Nguồn: POW

Sản lượng điện thương phẩm theo Quý của POW

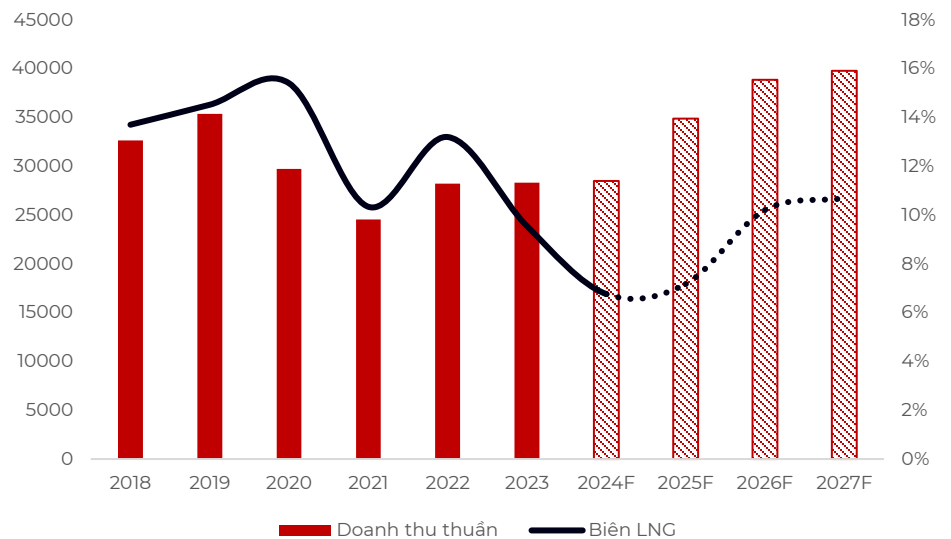


Nguồn: POW

Biên lợi nhuận của POW sẽ được cải thiện rõ ràng sau năm 2025.

Chúng tôi cho rằng, sau khi nhà máy NT3&4 đi vào vận hành thương mại trong nửa cuối năm 2024 – 2025 sẽ giúp cho sản lượng điện và biên lợi nhuận của POW được cải thiện hơn trong tương lai. Theo ước tính của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp của NT3&4 sẽ giao động quanh mức 24-25% với giả định giá LNG đạt mức 12 USD/mmBTU (phù hợp với $IRR \leq 12\%$), với giá bán bình quân khoảng 1,800 đồng/kWh.

Dự phóng kết quả kinh doanh của POW



Nguồn: POW

Dự phóng KQKD	2022	2023	2024F	2025F	2026F	Quan điểm dự phóng (không bao gồm NT4)
Doanh thu thuần	28,224	28,329	28,500	34,887	38,868	Hoàn thành 89% kế hoạch năm 2024
<i>Sản lượng điện khí (tỷ kWh)</i>	<i>9.3</i>	<i>8.9</i>	<i>8.6</i>	<i>11</i>	<i>12.1</i>	
<i>Sản lượng điện than (tỷ kWh)</i>	<i>3.3</i>	<i>4.3</i>	<i>5.3</i>	<i>5.3</i>	<i>5.3</i>	Điện khí: Sản lượng đến từ NT1&2 bị suy giảm, tuy nhiên được bù đắp từ Cà Mau 1&2 do nhà máy đã hoàn thành đại tu
<i>Sản lượng thủy điện (tỷ kWh)</i>	<i>1.6</i>	<i>1.2</i>	<i>1.0</i>	<i>1.1</i>	<i>1.1</i>	Điện than: Sản lượng đến từ Vũng Áng 1 ổn định sau khi hoàn thành đại tu.
<i>Giá bán điện bình quân (đồng/kWh)</i>	<i>1,873</i>	<i>1,962</i>	<i>1,909</i>	<i>2,007</i>	<i>2,103</i>	Thủy điện: Sản lượng trong nửa đầu năm 2024 yếu do lưu lượng nước đổ về các đập thấp và hồi phục vào cuối năm 2024 do thời tiết chuyển sang pha La Nina.
Giá vốn hàng bán	24,498	25,625	26,572	32,385	34,900	
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	3,726	2,704	1,927	2,502	3,967	
Biên lợi nhuận gộp	13%	9.5%	6.7%	7.2%	10%	Biên lợi nhuận suy giảm do sản lượng không bù đắp được chi phí cố định
Doanh thu hoạt động tài chính	445	543	508	513	523	
Chi phí tài chính	591	729	777	751	737	Chi phí tài chính và chi phí lãi vay cao chủ yếu đến từ khoản vay xây dựng Nhơn Trạch 3&4.
<i>Trong đó :Chi phí lãi vay</i>	<i>437</i>	<i>564</i>	<i>741</i>	<i>706</i>	<i>689</i>	
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	867	1,268	909	1,120	1,191	
Thu nhập khác	67	162	690	0	0	Đến từ khoản đến bù hợp đồng của Vũng Áng 1
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	2,809	1,401	1,440	1,143	2,562	
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	2,552	1,242	1,305	1,030	2,308	
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của Công ty mẹ	2,060	998	1,048	827	1,854	

Lãi suất chiết khấu

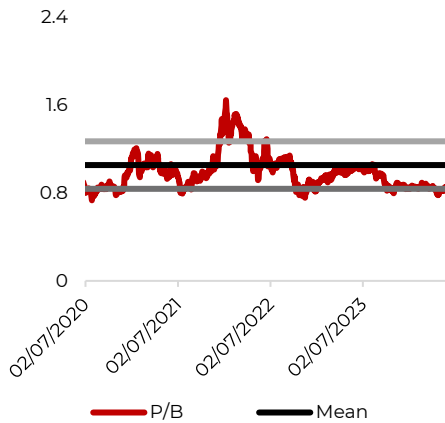
Chỉ tiêu	2024F
Rd	5.72%
Rf	4.5%
ERP	10.77%
Beta	1.00
Re	18.48%
WACC	14.66%

Nguồn: Asean Research

Tổng hợp hai phương pháp

SOTP	50%	12,170
P/B	50%	12,327
Giá cổ phiếu		12,249
Tổng mức sinh lời		7.92%

Nguồn: Asean Research



Nguồn: Asean Research

Định giá theo phương pháp P/B

Vốn chủ sở hữu	35,036
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2,341
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,961
P/B forward	0.9
Giá trị cổ phiếu	12.327

Nguồn: Asean Research

ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

Định giá lần đầu với khuyến nghị Nắm Giữ, giá mục tiêu 12,249 (+7.92%)

Chúng tôi định giá POW dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) và Price to Book value (với P/B trailing đạt 0.9), chúng tôi đánh giá giá trị hợp lý của cổ phiếu POW là 12,249 đồng/cổ phiếu.

Tóm tắt định giá

Định giá theo phương pháp SOTP	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp cho KBC
Điện khí			10,933
- Cà Mau 1&2	DCF	100.00%	6,846
- Nhơn Trạch 1	DCF	100.00%	615
- Nhơn Trạch 2	DCF	59.00%	2,471
- Nhơn Trạch 3	DCF	100.00%	999
Điện than và thủy điện			22,793
- Vũng Áng 1	DCF	100.00%	16,794
- Hòa Na	DCF	81.00%	2,722
- Đăkdrinh	DCF	95.00%	3,275
Tổng giá trị định giá lại			33,726
(+) Tiền và tương đương tiền			7,655
(+) Đầu tư tài chính ngắn hạn & dài hạn			3,350
(-) Vay nợ ròng			13,269
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			2,961
NAV			28,501
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)			2,341
Giá trị cổ phiếu			12,170
Giá hiện tại (21/05/2024)			11,300
Tổng mức sinh lời			+7.2%

Nguồn: Asean Research

PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD

Chỉ tiêu	2023	2024F
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	28,329	28,500
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	0	0
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	28,329	28,500
4. Giá vốn hàng bán	25,625	26,572
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	2,704	1,927
6. Doanh thu hoạt động tài chính	543	508
7. Chi phí tài chính	729	777
Trong đó :Chi phí lãi vay	564	741
8. Phần lãi/lỗ trong công ty liên doanh, liên kết		
9. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	1,268	909
10. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1,250	749
11. Lợi nhuận khác	151	690
12. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	1,401	1,440
13s. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	1,242	1,305

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2022	2023
Chỉ số định giá		
P/E	15.1	27.9
P/B	1.0	0.9
Khả năng sinh lời, hiệu quả quản lý		
ROE (%)	8	4
ROA (%)	5	2
Biên lợi nhuận gộp (%)	13	10
Cấu trúc tài chính		
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.2	0.9
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.4	1.1
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.2	0.2
Chỉ số hoạt động		
Hệ số vòng quay phải thu	3.1	2.1
Hệ số vòng quay phải trả	3.4	2.2

Bảng cân đối kế toán

Chỉ tiêu	2023	2024F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	70,362	72,373
A. TÀI SẢN NGẮN HẠN	29,401	28,135
Tiền và các khoản tương đương tiền	8,439	7,655
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,390	2,390
Hàng tồn kho	2,167	2,443
Các khoản phải thu ngắn hạn	14,560	14,162
Tài sản ngắn hạn khác	1,483	1,483
B. TÀI SẢN DÀI HẠN	41,320	44,237
Các khoản phải thu dài hạn	0	0
Tài sản cố định	35,433	38,351
Tài sản dở dang dài hạn	9,031	0,835
Đầu tư tài chính dài hạn	0,959	0,959
Tài sản dài hạn khác	4,926	4,926
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	70,362	72,373
A. NỢ PHẢI TRẢ	36,242	37,336
Nợ ngắn hạn	26,785	27,274
Nợ dài hạn	9,457	10,061
B. VỐN CHỦ SỞ HỮU	34,119	35,036
Vốn góp của chủ sở hữu	23,418	23,418
Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	3,922	4,583
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,704	2,961
Vốn chủ khác	4,075	4,073

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Chỉ tiêu	2023	2024F
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	3,353	5,482
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(6,485)	(6,468)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	3,320	0.202
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	187	(0.783)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	8,251	8,439
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	0	0
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	8,439	7,655

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +10%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-10%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -10%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính CTCP Chứng khoán ASEAN (ASEANSC), ASEANSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của ASEANSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. ASEANSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của ASEANSC và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của ASEANSC. Khi sử dụng các nội dung đã được ASEANSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN ASEAN (ASEANSC)- www.ASEANSC.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 4, 5, 6, 7 số 3 Đặng Thái Thân, Phường Phan Chu Trinh, quận Hoàn Kiếm, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 6275 8688

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, số 77-79 Phó Đức Chính, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 3933 0308