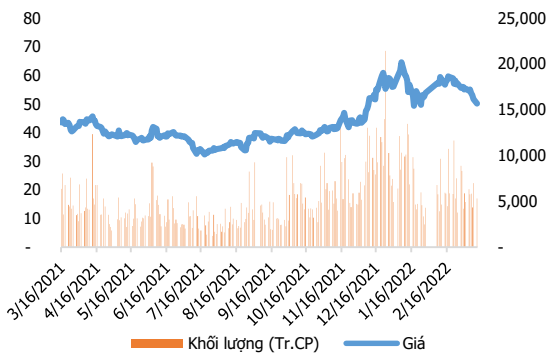
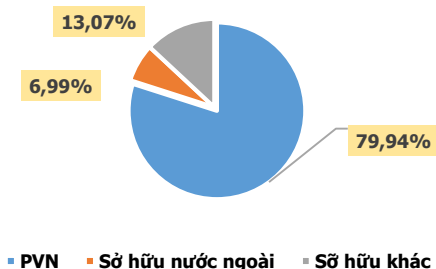


TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM – CTCP (POW)

Ngành	Điện
KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá mục tiêu	20,981
Giá hiện tại	16,400
Upside	28%
Ngày	15/03/2022

Một số chỉ tiêu chính	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	24,565	22,457
LN gộp (tỷ VND)	2,543	2,231
EBIT (tỷ VND)	2,404	1,439
LN ròng (VND)	2,032	705
Tăng trưởng LNR (%)	-23.7%	-65.3%
EPS (VND)	760	263
Tăng trưởng EPS (%)	-24.0%	-65.3%
BVPS (VND)	13,592	13,893
ROE (%)	6.4%	2.2%
ROA (%)	3.8%	1.3%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông
Cơ cấu cổ đông PV Power

NĂNG LƯỢNG SẠCH KIẾN TẠO TƯƠNG LAI

Kết quả kinh doanh năm 2021 chịu tác động tiêu cực bởi những yếu tố khách quan nhưng lợi nhuận trước thuế vẫn vượt kế hoạch. Sản lượng điện và doanh thu ước tính của PV Power trong năm 2021 lần lượt hoàn thành 79% và 90% kế hoạch năm. Nguyên nhân sản lượng điện huy động sụt giảm do dịch bệnh khiến phụ tải thấp và các nguồn điện mới tham gia vào hệ thống. Tổng công ty cũng ghi nhận chi phí bảo dưỡng và sự cố Vũng Áng 1. Tuy nhiên, LNTT toàn Tổng công ty ước tính vẫn vượt 41% kế hoạch năm.

Sản lượng nhiệt điện hồi phục mạnh mẽ trong năm 2022. Khí hậu chuyển dần sang pha trung tính và El Nino giúp các nhà máy nhiệt điện sẽ được huy động ở mức cao vì tính ổn định và hiệu quả.

Triển vọng dài hạn đến từ các dự án nhà máy điện khí LNG. Đối với dự án Nhơn Trạch 3&4, PV Power đã thực hiện công tác lựa chọn nhà thầu cho các gói thầu dự án và đã khởi công san lấp mặt bằng dự án trong tháng 11/2021. Ngày 14/03/2022, PV Power đã tiến hành ký hợp đồng EPC với liên doanh nhà thầu Samsung C&T và LILAMA.

Rủi ro đến từ căng thẳng địa chính trị giữa Nga & Ukraine khiến giá nguyên liệu đầu vào tăng, ảnh hưởng đến Qc. Tại ngày 10/3/2022, giá dầu FO đã tăng lên 676.03 USD/tấn, tính từ đầu năm giá dầu FO đã tăng 51.7%, điều này ảnh hưởng đến chi phí sản xuất điện và Qc của các nhà máy nhiệt điện của POW.

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của POW năm 2022 đạt lần lượt là 22,457 tỷ đồng và 704.9 tỷ đồng, dựa trên các giả định (1) Tổng sản lượng điện sản xuất năm 2022 của POW đạt 13.6 tỷ kWh; (2) Kỳ vọng NMD Vũng Áng 1 khắc phục sự cố sớm và vận hành cả 2 tổ máy kể từ nửa sau 2022; (3) Chu kỳ La Nina sẽ sớm kết thúc khiến sản lượng huy động từ nhà máy nhiệt điện tăng.

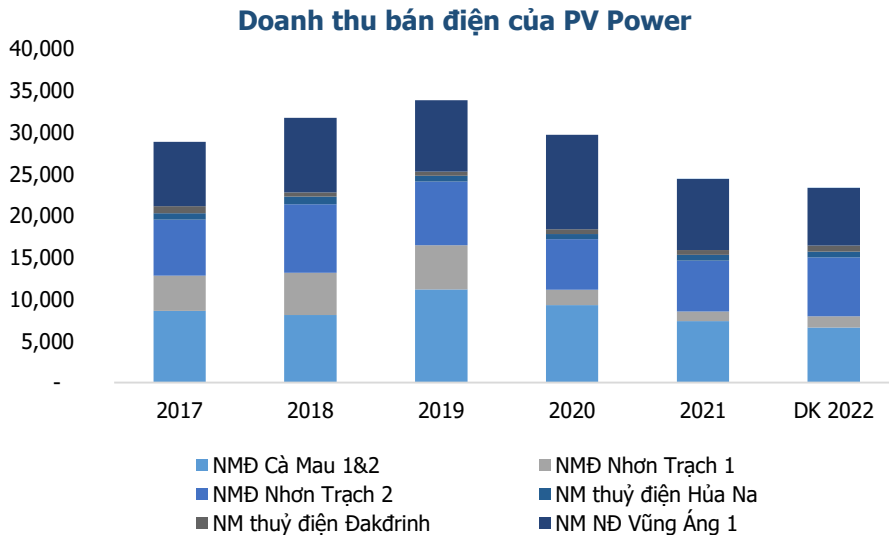
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu là 20,981đ/cp. Chúng tôi đánh giá POW là một cổ phiếu phù hợp để nắm giữ theo chiến lược đầu tư tăng trưởng dài hạn do doanh nghiệp hoạt động trong ngành ổn định, có vai trò quan trọng trong nền kinh tế và nhu cầu tăng trưởng dài hạn. Thêm vào đó, POW còn có nhiều động lực cho tăng trưởng trong tương lai từ việc đầu tư hàng loạt các dự án điện khí mới, loại hình dự kiến sẽ đóng góp khoảng 20% tổng công suất nguồn điện của cả nước vào năm 2030 theo Dự thảo quy hoạch điện VIII. Trong ngắn hạn, sản lượng điện của PV Power có thể biến động do ảnh hưởng từ giá khí đầu vào.

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH

Nguyễn Minh Quang
quangnm@psi.vn

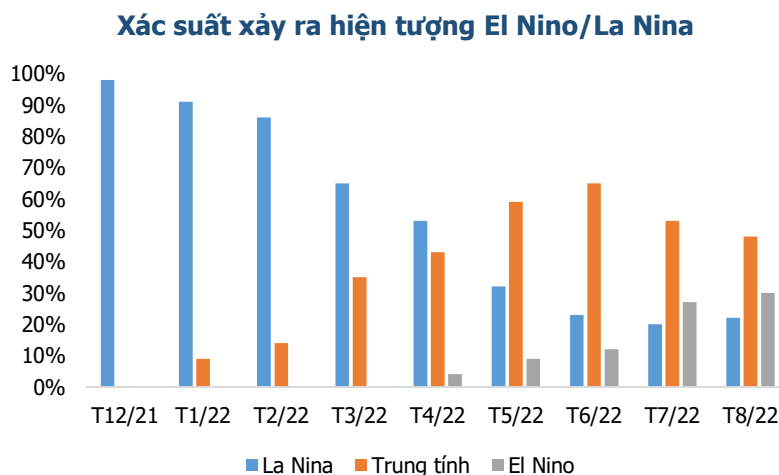
Kết quả kinh doanh năm 2021 chịu tác động tiêu cực từ các yếu tố khách quan nhưng lợi nhuận trước thuế vẫn vượt kế hoạch. Tổng sản lượng điện cả năm của POW đạt 14,701 Tr.kWh, tương đương 79% kế hoạch năm và giảm 23% YoY. Nguyên nhân do ảnh hưởng của việc giãn cách xã hội kéo dài suốt nhiều tháng khiến cho nhu cầu phụ tải của hệ thống giảm mạnh. Các nhà máy điện khí của POW gặp nhiều khó khăn về sản lượng huy động trong năm thấp vì giá than, khí tăng cao khiến giá thành sản xuất điện tăng mạnh và các nhà máy điện năng lượng tái tạo được ưu tiên huy động cao. Bên cạnh đó, sự cố Vũng Áng 1 khiến sản lượng điện trong Q4 của POW cũng bị giảm sút mạnh. Mặc dù đối mặt với sự cố, nhà máy điện Vũng Áng 1 hoạt động tương đối ổn định nhờ chi phí sản xuất không tăng do sử dụng nguồn than trong nước, sản lượng điện phát cả năm đạt gần 5,198.13 Tr.kWh, giảm 12.4% YoY.

Theo đó, doanh thu cả năm của POW đạt 24,565 tỷ đồng, giảm 17.3% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước thuế cả năm đạt 2,184 tỷ đồng, vượt kế hoạch năm 41% nhưng giảm 19.3% so với cùng kỳ năm trước.



Nguồn: PV Power, PSI tổng hợp

Sản lượng nhiệt điện hồi phục mạnh mẽ trong năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng tiêu thụ điện toàn hệ thống năm 2022 sẽ tăng trưởng 8.5% so với cùng kỳ dựa trên kịch bản tăng trưởng GDP là 6.5%, với vị thế là đơn vị có công suất thứ 2, chỉ sau EVN, PV Power được kỳ vọng sẽ ghi nhận những kết quả tích cực trong năm 2022. Bên cạnh đó, nhiệt điện than và khí dự kiến được tăng sản lượng giao do La Nina không còn kéo dài, thời tiết chuyển dần sang pha trung tính và El Nino, nên với thị phần điện khí hiện tại khoảng 38%, POW là nhà sản xuất điện khí lớn nhất Việt Nam nên sẽ được hưởng lợi.



Nguồn: IRI, PSI tổng hợp

Triển vọng dài hạn đến từ các dự án nhà máy điện khí LNG, đối với dự án Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4, PV Power đã hoàn thành lựa chọn nhà thầu tư vấn kỹ thuật và gói thầu thi công san lấp và đã khởi công thi công san lấp mặt bằng trong tháng 11/2021. Ngày 14/03/2022, PV Power đã tiến hành ký hợp đồng EPC với liên doanh nhà thầu Samsung C&T và LILAMA và hợp đồng thu xếp vốn cho dự án. Chúng tôi cho rằng, POW sẽ hoàn thành dự án đúng tiến độ và bắt đầu đưa vào vận hành hai nhà máy này trong năm 2024

và 2025. Sau khi đi vào vận hành, Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 dự kiến sẽ đạt sản lượng 9 tỷ kWh/năm, đóng góp doanh thu hàng năm khoảng 3,600 tỷ đồng.

PV Power cũng đã bắt đầu khởi động Dự án điện khí LNG Quảng Ninh công suất 1,500MW với tổng mức đầu tư khoảng 48,000 tỷ đồng. Hiện tại PVPower cùng các đối tác đang lên kế hoạch thành lập công ty cổ phần và dự kiến PVPower sẽ tham gia 30% và dự án mới hoàn thành phê duyệt đầu tư. Theo kế hoạch, dự án này sẽ được vận hành thương mại vào năm 2026-2027. Ngoài ra, khi quy hoạch điện VIII được phê duyệt, PV Power sẽ tiến hành các thủ tục đầu tư dự án NMD LNG Cà Mau 3 với tổng mức đầu tư 34,000 tỷ đồng, dự kiến sẽ đi vào vận hành vào năm 2026.

Rủi ro trong ngắn hạn của POW đến từ việc chúng tôi nhận thấy giá khí đầu vào vẫn duy trì ở mức cao do giá dầu FO tăng mạnh vì ảnh hưởng từ chiến tranh Nga-Ukraine. Điều này ảnh hưởng nhất định đến Qc của các nhà máy nhiệt điện khí của POW.

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của POW năm 2022 đạt lần lượt là 22,457 tỷ đồng và 704.9 tỷ đồng dựa trên điều chỉnh các giả định:

- (1) Tổng sản lượng điện sản xuất năm 2022 của POW đạt 13.6 tỷ kWh;
- (2) Kỳ vọng NMD Vũng Áng 1 khắc phục sự cố sớm và vận hành cả 2 tổ máy kể từ nửa sau 2022;
- (3) Chu kỳ La Nina sẽ sớm kết thúc khiến sản lượng huy động từ nhà máy nhiệt điện tăng.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và so sánh EV/EBITDA để định giá đối với POW. Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

- **Phương pháp EV/EBITDA:**

Mã chứng khoán	EV/EBITDA
HND	4.93
QTP	5.3
DTK	5.25
GEG	11.42
NT2	4.94
SHP	5.66
VPD	5.53
SJD	5.84
PIC	4.41
NBP	2.63
PPC	14.8
Trung bình	6.43

Chúng tôi lựa chọn trung bình ngành 6.43 là hệ số mục tiêu để định giá POW. Giá trị cổ phiếu POW là: 23,269 đồng/cổ phiếu.

- **Phương pháp DCF:**

	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	1,438,890	2,491,133	3,413,029	4,780,351	5,585,674
Chi phí lãi vay	-586,519	-1,234,066	-1,241,701	-957,167	-1,758,642
Thuế doanh nghiệp	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

CAPEX	14,505,000	14,510,000	14,515,000	1,345,000	3,112,500
Khấu hao	3,779,036	3,835,374	3,893,748	5,091,714	5,309,563
Thay đổi vốn lưu động	-4,355,499	159,729	-112,932	47,275	7,190
Nợ vay ròng	6,886,696	7,074,141	7,881,217	2,395,032	5,424,689
Dòng tiền tự do	-13,834,226	-8,372,221	-7,806,817	7,884,522	6,980,294
Tỷ lệ chiết khấu	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
Dòng tiền đã chiết khấu	-13,834,226	-7,561,572	-6,368,201	5,808,841	4,644,717

Giá trị dòng tiền đã chiết khấu	45,563,769
SLCP đang lưu hành	2,341,871,600
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	19,456

- **Tổng hợp kết quả định giá:**

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (đ/cp)
DCF	60%	19,456
EV/EBITDA	40%	23,269
Tổng hợp kết quả định giá		20,981

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu là **20,981đ/cp**. Chúng tôi đánh giá POW là một cổ phiếu phù hợp để nắm giữ theo chiến lược đầu tư tăng trưởng dài hạn do doanh nghiệp hoạt động trong ngành ổn định, có vai trò quan trọng trong nền kinh tế và khả năng phát triển dài hạn. POW còn có nhiều động lực cho tăng trưởng trong tương lai từ việc đầu tư hàng loạt các dự án điện khí mới, loại hình dự kiến sẽ đóng góp khoảng 20% tổng công suất nguồn điện của cả nước vào năm 2030 theo Dự thảo quy hoạch điện VIII. Trong ngắn hạn, sản lượng điện của PV Power có thể biến động do ảnh hưởng từ giá khí đầu vào.

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	29,732	24,566	22,457
Giá vốn hàng bán	25,741	22,023	20,226
Lợi nhuận gộp	3,991	2,543	2,231
Doanh thu hoạt động tài chính	440	697	504
Chi phí tài chính	999	671	1,090
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	44	9	9
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	1,209	138	792
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,266	2,439	861
Lợi nhuận khác	20	(120)	20
Lợi nhuận trước thuế	2,286	2,319	841
Lợi nhuận sau thuế	2,663	2,032	705
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,365	1,779	617
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	298	254	88

Balance Sheet (VND bn)	2020A	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	16,897	17,048	8,976
I. Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	7,858	8,905	1,525
II. Phải thu ngắn hạn	7,196	5,802	5,304
III. Hàng tồn kho	1,728	1,838	1,688
IV. Tài sản ngắn hạn khác	115	502	459
Tài sản dài hạn	37,151	36,053	46,669
I. Tài sản cố định	34,615	31,869	28,770
II. Đầu tư tài chính dài hạn	1,028	809	809
III. Tài sản dài hạn khác	1,509	3,374	17,090
Tổng tài sản	54,048	53,101	55,646
Nợ phải trả	22,784	20,817	22,658
I. Nợ ngắn hạn	16,480	16,712	11,795
II. Nợ dài hạn	6,304	4,106	10,863
1. Các khoản phải trả dài hạn	912	1,349	576
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,391	2,756	10,287
Vốn chủ sở hữu	31,267	31,830	32,535
1. Vốn điều lệ	23,419	23,419	23,419
2. Thặng dư vốn cổ phần	(0.3)	(0.3)	(0.3)
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	5,119	5,429	6,046
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,729	2,983	3,071
Tổng nguồn vốn	54,048	53,101	55,646

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F
Định giá			
EPS	999	760	263
BVPS	13,351	13,592	13,893
Cổ tức	4.4%	2.0%	0.0%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	15.4%	10.4%	9.9%
Biên EBITDA	21.9%	21.3%	23.2%
Biên lợi nhuận trước thuế	9.7%	9.4%	3.9%
thuế	8.8%	6.4%	2.2%
ROE			
ROA	4.9%	3.8%	1.3%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-16.0%	-17.4%	-8.6%
Lợi nhuận gộp	-10.9%	-44.5%	-12.3%
Lợi nhuận sau thuế	-6.7%	-23.7%	-65.3%
EPS	-17.2%	-24.0%	-65.3%
Tổng tài sản	-3.0%	-1.8%	4.8%
VCSH	6.0%	1.8%	2.2%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.03	1.02	0.73
Thanh toán nhanh	0.92	0.91	0.58
Nợ/tài sản	0.23	0.16	0.28
Nợ/VCSH	0.40	0.27	0.47
Khả năng thanh toán lãi vay	4.55	4.72	1.56



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp. Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4, phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Trần Anh Tuấn, CFA

Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: tuanta@psi.vn

Bùi Đăng Thành

Trưởng Bộ phận Quan hệ Quốc tế
Email: thanhbd@psi.vn

Nguyễn Thị Minh Trang

Phó phòng Truyền thông – Chỉ số
Email: trangntm@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: phamhoang@psi.vn

Tô Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: baotq@psi.vn

Nguyễn Đức Duy

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: duynd@psi.vn

Đồng Việt Dũng

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: dungdv@psi.vn

Vũ Thị Ngọc Lê

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: levtn@psi.vn

Nguyễn Việt Dũng

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp
Email: dungnv@psi.vn

Nguyễn Minh Quang

Chuyên viên IR – Phòng Truyền thông – Chỉ số
Email: quangnm@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Chuyên viên Truyền thông – Phòng Truyền thông và Chỉ số
Email: myvh@psi.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.