

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

Vững vàng đón đợi những khởi sắc

17/06/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
thuannnd@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 1Q2024 sụt giảm nghiêm trọng

Trong Quý 1/2024, POW ghi nhận Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 6,243 tỷ VNĐ (-15.9% YoY) và 216.3 tỷ VNĐ (-66.7% YoY). Biên lợi nhuận gộp giảm 3.11 điểm % so với cùng kì, đạt 6.03% do sự sụt giảm sản lượng từ nhiệt điện Nhơn Trạch không bù đắp được bằng kết quả kinh doanh ấn tượng của cụm nhiệt điện Vũng Áng và Cà Mau 1&2.

Cà Mau 1&2 và Vũng Áng là trụ đỡ chính cho tăng trưởng của POW

Trong Q1/2024, sản lượng mảng điện khí của POW đạt 3,48 triệu kWh (-13.02% YoY) do giá khí cao hơn tương đối so với điện than khiến cho sản lượng huy động của NT2 suy giảm mạnh. Tuy nhiên việc đưa vào hoạt động trở lại nhiệt điện Cà Mau 1&2 và điện than Vũng Áng sau tu sửa đã bù đắp phần nào sản lượng sụt giảm của NT2. Do vậy, chúng tôi dự báo sản lượng điện khí của POW trong năm 2024 sẽ giảm nhẹ 2.08% YoY, đạt 8,652 triệu kWh.

Cơ chế giá bán điện khí LNG được xác định sẽ đẩy nhanh thời gian vận hành Nhơn Trạch 3&4

Ngày 27/5, Bộ Công Thương đã phê duyệt khung giá phát điện nhà máy nhiệt điện tua bin khí chu trình hỗn hợp sử dụng khí hóa lỏng (LNG). Chúng tôi cho rằng những bước tiến trong việc xác định giá bán là cơ sở cho việc ký kết hợp đồng dài hạn PPA với EVN, qua đó giúp các dự án dễ dàng tiếp cận vốn vay và tăng tốc trong quá trình đưa nhà máy vào vận hành.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 14,000 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 14,000 VNĐ/cổ phiếu

TRUNG LẬP DUY TRÌ

Giá mục tiêu	VND14,000
Tổng mức sinh lời (%)	0.4%
Giá hiện tại (17/06/2024)	VND13,950
Giá mục tiêu thị trường	VND14,000
Vốn hóa thị trường	32,669/1.26
(nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	20%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	14,615.81
Sở hữu nước ngoài (%)	46.8%
Cổ đông lớn	

Tập đoàn Dầu khí
Việt Nam (79.94%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	33.2	-2.6	-8.1	26.6
Tương đối	28.0	14.5	10.2	40.7

Dự phóng KQKD & định giá

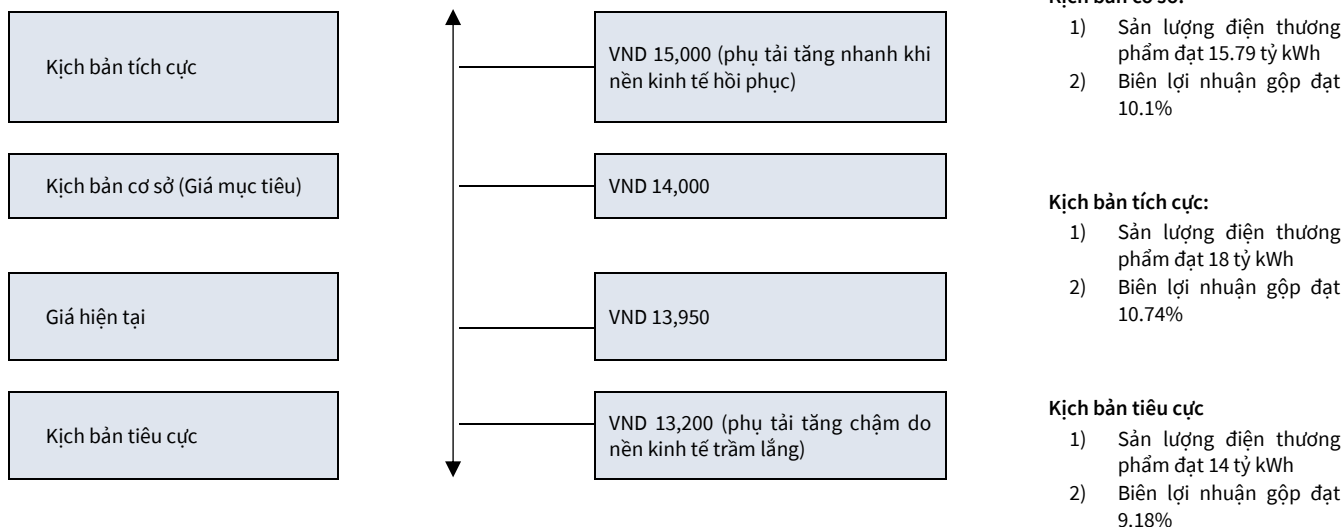
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	28,224	28,329	30,585	38,703
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,858	1,436	1,727	1,666
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VNĐ)	2,061	1,038	1,715	1,577
EPS (VNĐ)	871	443	732	673
Tăng trưởng EPS (%)	15.1	-49.0	65.0	-8.0
P/E (x)	13.4	25.7	19.3	21.0
P/B (x)	0.8	0.8	0.9	0.9
ROE (%)	7.7	3.8	5.5	4.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.7	1.4	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá



Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	37,799	33,407	30,585	38,703	-19%	16%
EBIT	4,089	3,180	2,215	2,154	-46%	-32%
LNST công ty mẹ	2,570	1,447	1,745	1,576	-32%	9%

Nguồn: KBSV ước tính

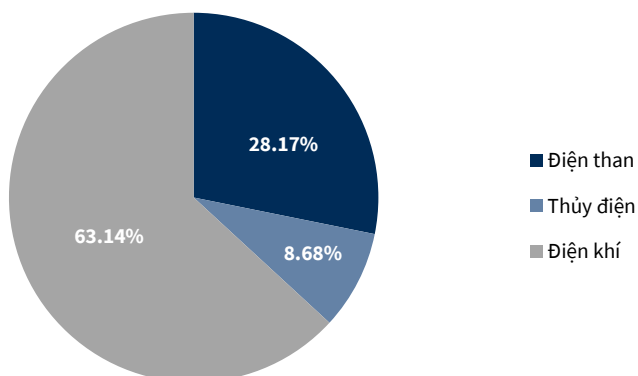
Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	30,585	38,703	31,430	43,102	-3%	-10%
EBIT	2,215	2,154	1,802	3,173	23%	-32%
LNST công ty mẹ	1,745	1,576	1,243	2,279	38%	-31%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Cơ cấu doanh thu 2023



Hoạt động kinh doanh

POW là nhà sản xuất điện lớn thứ 4 Việt Nam, tạo ra tổng công suất 4,2GW, tương đương 10% công suất cả nước. Các nhà máy điện khí (nhà máy Cà Mau 1.500MW, Nhơn Trạch 1 450MW và NT2 750MW) chiếm 64% công suất của quốc gia do POW cung cấp. Lượng công suất còn lại được tạo ra bởi các nhà máy điện than như Nhà máy Vũng Áng 1.200 MW và các nhà máy thủy điện như Hòa Na 180MW và Đăkrinh 125MW.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

KẾT QUẢ KINH DOANH 1Q2024

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 1/2024 tiếp tục sụt giảm so với cùng kỳ, lần lượt 16% và -48%

Trong Quý 1/2024, POW ghi nhận sụt giảm KQKD với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 6.3 nghìn tỷ đồng (-16% YoY) và 278 tỷ đồng (-48% YoY). Kết quả kinh doanh kém sắc của POW đến từ doanh thu sụt giảm của 4 nhà máy điện khí và thủy điện (NT1, NT2, Hũa Na, Dakdrinh), đạt lần lượt 2,951 tỷ VNĐ và 255.9 tỷ VNĐ (giảm 44.81% và 36.28% YoY). Sản lượng sụt giảm của 4 nhà máy này có tác động tiêu cực hơn tới doanh thu của POW, so với tác động của sự cố nhà máy Vũng Áng vào năm ngoái. Mặc dù vậy, đã giảm doanh thu đã được hạn chế phần nào nhờ kết quả sản xuất khả quan của nhiệt điện than từ nhà máy Vũng Áng, ghi nhận tăng 41.6% YoY.

Sản lượng điện suy giảm do ảnh hưởng tiêu cực của Nhon Trạch 1&2

Trong Q1/2024, sản lượng điện khí đạt 1,562 triệu kWh (giảm 43% YoY) chủ yếu do ghi nhận sản lượng thấp kỷ lục của NT1 và NT2 lần lượt đạt 3.3 triệu kWh và 151.7 triệu kWh, trong khi Cà Mau 1&2 sở hữu nguồn cung khí đảm bảo nên sản lượng duy trì. Nguyên nhân chính cho sụt giảm nghiêm trọng lượng điện sản xuất của NT1&NT2 đến từ xu hướng cắt giảm điện khí chung của toàn ngành và nguồn khí thiếu hụt tại các mỏ Đông Nam Bộ, dẫn đến hiệu suất thấp của các nhà máy làm chi phí sản xuất điện tăng cao. Điện than đóng góp bởi nhiệt điện Vũng Áng ghi nhận sản lượng duy trì tích cực, đạt 1,708 triệu kWh, tương đương hiệu suất 68.76% (trung bình 61.47% năm 2023).

Cơ chế giá bán điện khí LNG được xác định sẽ đẩy nhanh thời gian vận hành Nhon Trạch 3&4

Tính đến T3/2024, tiến độ tổng thể EPC ước đạt 83% (chậm ~6% sv kế hoạch ban đầu). Trong đó, tới tháng 5/2024, theo cập nhật mới nhất của POW tại ĐHCĐ, doanh nghiệp đã hoàn thành hợp đồng đối với EVN/EPTC và đang trình Bộ Công thương phê duyệt. Sau đó vào ngày 27/5, Bộ Công Thương đã phê duyệt khung giá phát điện nhà máy nhiệt điện tua bin khí chu trình hỗn hợp sử dụng khí hóa lỏng (LNG). Theo đó, mức giá bán điện tối đa của các nhà máy sử dụng LNG là 2,591 VNĐ/kWh, tương đương với giá định suất tiêu hao nhiệt 6,330.2 BTU/kWh và giá khí LNG (chưa bao gồm thuế GTGT, chi phí lưu trữ và vận chuyển) là 12.976 USD/ triệu BTU.

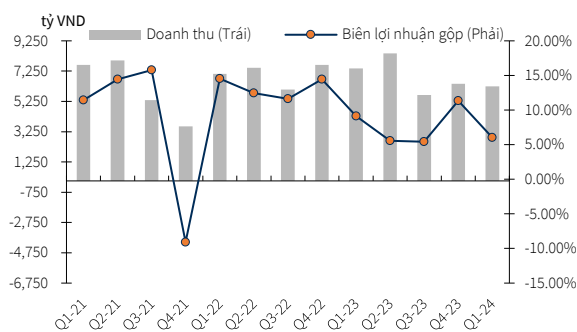
Với những tiến độ tích cực trong quá trình đàm phán hợp đồng bán điện, Ban lãnh đạo POW dự kiến thời gian chạy vận hành nghiệm thu tại Nhon Trạch 3 và Nhon Trạch 4 sẽ bị trì hoãn khoảng 6 tháng đến tháng 10/2024 và tháng 4/2025, qua đó đưa ngày vận hành NT3 và NT4 lần lượt vào giữa 2025 và cuối 2025. Về điều khoản cam kết bao tiêu sản lượng Qc, doanh nghiệp dự kiến sẽ ký được điều khoản bao tiêu ~65-75% sản lượng trung bình.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Q1/2024

(tỷ VNĐ)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	7,821	6,139	-21.51%	
Nhiệt điện khí	5,349	2,951	-44.83%	
Nhiệt điện than	2,070	2,932	41.64%	
Thủy điện	402	256	-36.32%	
Sản lượng điện	4,001	3,481	-13.00%	
Nhiệt điện khí	2,739	1,563	-42.94%	Sản lượng điện thương phẩm của NT1 và NT2 lần lượt giảm đáng kể 99% và 86% YoY, trong khi sản lượng Cà Mau 1&2 tăng nhẹ 5% YoY do không đối mặt thiếu hụt khí đầu vào.
Nhiệt điện than	934	1,708	82.87%	Nhiệt điện Vũng Áng được huy động mạnh mẽ do EVN huy động điện than mạnh mẽ trong Q1/2024. Nhà máy đạt công suất 68.76% trong Q1/2024.
Thủy điện	328	210	-35.98%	Các nhà máy thủy điện được chỉ đạo tích nước nhằm tăng cường đáp ứng phụ tải tăng cao mùa khô nên sản lượng điện sụt giảm.
Giá bán điện trung bình	1,955	1,764	-9.77%	
Nhiệt điện khí	1,953	1,889	-3.28%	Giá bán điện giảm nhẹ do tỷ trọng phát điện cạnh tranh của các nhà máy gia tăng trong bối cảnh kế hoạch sản lượng hợp đồng từ EVN bị cắt giảm sâu. Sản lượng Qc đạt 1,170 triệu kWh, chiếm 74.90% tổng sản lượng điện (-11.15 đpt so với Q1/23).
Nhiệt điện than	2,218	1,716	-22.63%	Giá bán điện than giảm mạnh do tỷ trọng phát điện cạnh tranh tăng. Sản lượng Qm đạt 1,046 triệu kWh, chiếm 61.24% tổng sản lượng điện (-27.18 đpt so với Q1/23).
Thủy điện	1,223	1,220	-0.25%	
Lợi nhuận gộp	679	377	-44.48%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	9.14%	6.03%	-3 ppts	Biên lợi nhuận gộp của POW suy giảm chỉ còn 6.03% do (1) KQKD Q1/2024 của NT2 lỗ 158 tỷ VNĐ do sản lượng điện ở mức thấp kỷ lục khiến cho doanh thu không bù đắp được chi phí khấu hao, (2) Giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) trong quý 1 đạt 1.500 đồng/kWh và giảm 11% YoY.
Thu nhập tài chính	125	101	-19.20%	Thu nhập từ lãi tiền gửi giảm do lãi suất tiền gửi hạ nhiệt.
Chi phí tài chính	140	154	10.00%	Chủ yếu đến từ nợ vay dài hạn tăng 4,800 tỷ VNĐ svck
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0		
SG&A	126	116	-7.94%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	552	260	-52.90%	
Thu nhập khác	-1	-3	200.00%	
Lợi nhuận trước thuế	536	204	-61.94%	
Lợi nhuận sau thuế	650	216	-66.77%	
LNST công ty mẹ	534	278	-47.94%	
<i>Biên LNST</i>	8.80%	3.50%	-5 ppts	

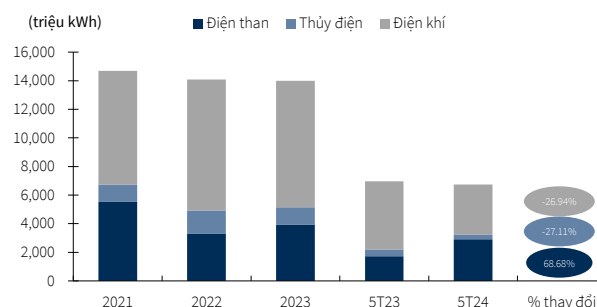
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh POW, 2021-2024 (tỷ VND)



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 2. Sản lượng điện thương phẩm của POW, 2021-2024 (triệu kWh)



Nguồn: POW, KBSV

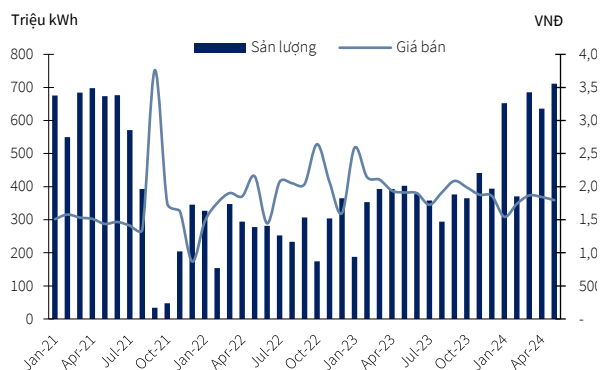
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ 2024

Nhiệt điện than: Triển vọng tích cực tiếp tục duy trì cho đến nửa cuối năm

Sau gần hai năm khắc phục sự cố, và nhà máy phải chạy với chỉ 1/2 công suất, tổ máy 1 Vũng Áng 1 (600MW) đã chính thức quay trở lại hoạt động từ tháng 8/2023, hỗ trợ sản lượng của POW trong trọn vẹn năm 2024 (Biểu đồ 3). Trong 1H/2024, chúng tôi đánh giá điện than sẽ duy trì tăng trưởng sản lượng huy động nhờ thủy điện duy trì tích trữ nước; trong khi giá than duy trì xu hướng hạ nhiệt từ đỉnh năm 2023 sẽ thúc đẩy lượng than Việt Nam nhập khẩu cho sản xuất điện (Biểu đồ 4). Theo đó chúng tôi dự báo doanh thu và sản lượng điện than trong 1H/2024 của POW đạt 6,266 tỷ VNĐ (+45.04% YoY) và 3.4 tỷ kWh (+61.36% YoY).

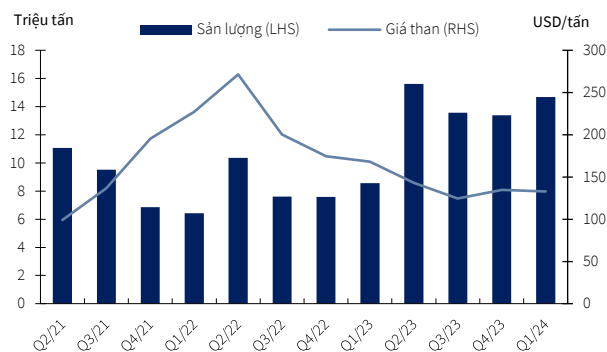
Từ nửa cuối năm 2024, do thời tiết dần chuyển sang pha La-Nina, đem lại lượng mưa cao hơn và hỗ trợ sản lượng huy động từ thủy điện, tăng trưởng huy động điện than sẽ thấp hơn so với nửa đầu năm, song tiếp tục tăng trưởng dương so với cùng kỳ do điện than là nguồn điện có công suất phát điện ổn định nên tiếp tục giữ tỷ trọng cao trong tổng sản lượng điện, giúp sản lượng cả năm ước đạt 152 tỷ kWh (+8.3% YoY). Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và sản lượng điện than của POW sẽ đạt lần lượt 10,988 tỷ đồng (+23% YoY) và 5.9 tỷ kWh (+37.5% YoY). Nhìn sang 2025, chúng tôi dự kiến sản lượng điện than được huy động giảm, đạt 5.6 tỷ kWh (-5.7% YoY), doanh thu giảm 5.8% YoY đạt 10,364 tỷ đồng.

Biểu đồ 3. Diễn biến sản lượng và giá bán của nhiệt điện Vũng Áng 5T/24



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 4. Diễn biến sản lượng và giá than nhập khẩu trong 5T/24



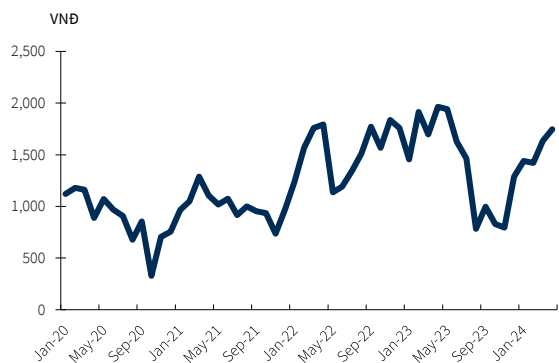
Nguồn: Tổng cục hải quan, KBSV

Thủy điện: Điều kiện thời tiết thuận lợi ủng hộ kết quả kinh doanh tích cực

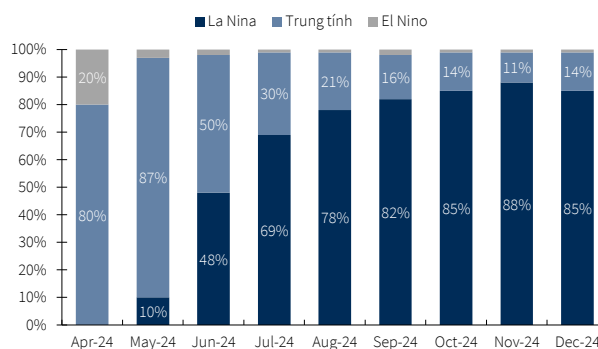
Trong Q1/2024, ngành điện tiếp tục đối mặt với khó khăn huy động thủy điện do diễn biến pha thời tiết El-nino đạt đỉnh vào tháng 1 và sẽ kéo dài tới hết nửa cuối năm. Các nhà máy thủy điện được chỉ đạo tích trữ không xả nước để chuẩn bị đối mặt với cao điểm phụ tải vào mùa nóng, dẫn đến các nhà máy nhiệt điện được gia tăng công suất, với đóng góp chính của nhiệt điện than và nhiệt điện khí, đạt 41.33 tỷ kWh (+22.66% YoY) và 6.12 tỷ kWh (-11.35% YoY), tương đương 57.85% và 8.63% tổng sản lượng cả nước. Với lợi thế giá thành rẻ hơn điện khí, điện than được tăng cường huy động và đạt kỷ lục về công suất phát điện tối đa (Pmax)/công suất lắp đặt vào tháng 5/2024 là 83.43%.

Với việc xác suất của pha El-Nino trong các tháng còn lại năm 2024 thấp dần và thời tiết dần chuyển sang pha trung tính (Biểu đồ 6), chúng tôi cho rằng diễn biến thời tiết bớt khô hạn và lượng mưa gia tăng làm đầy mực nước tích trữ của các hồ sẽ là cơ hội để EVN tăng huy động từ thủy điện, sản lượng dự kiến 2024 đạt 73.19 tỷ kWh (-13.81% YoY). Về giá bán thủy điện, mặc dù tỷ lệ alpha tăng từ 90% trong năm 2023 lên 98% năm 2024, song giá bán trên thị trường cạnh tranh cao hơn cũng sẽ bù đắp phần nào mức giảm của tỷ lệ tham gia của thủy điện trên thị trường cạnh tranh nên không ảnh hưởng nhiều tới giá bán trung bình nhà máy thủy điện. Chúng tôi dự phóng công suất hoạt động của 2 nhà máy thủy điện Dakdrinh và Hòa Na lần lượt đạt 55% và 37% (-2.26 ppts và 0.29 ppts svck) với kỳ vọng thủy điện sẽ dần được huy động để đáp ứng kịp thời nhu cầu sử dụng điện sau thời gian tích trữ nước trong nửa đầu năm.

Biểu đồ 5. Diễn biến giá CGM (VNĐ/kWh)



Biểu đồ 6. Xác suất các pha thời tiết trong 2024 (%)



Nguồn: Genco 3, KBSV

Nguồn: IRI, KBSV

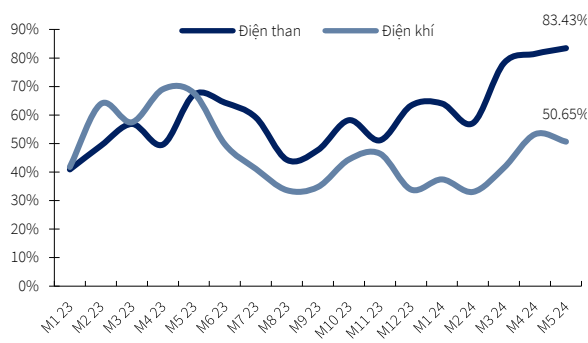
Điện khí: Triển vọng dài hạn được củng cố bất chấp những khó khăn ngắn hạn

Cho các tháng còn lại năm 2024, dịp cao điểm hè trong Q2 và kỳ vọng về hồi phục của hoạt động sản xuất trong nền kinh tế sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng cho phụ tải điện, qua đó kéo theo tăng cường huy động điện của EVN từ nguồn thủy điện và điện khí trong bối cảnh đỉnh công suất vận hành (Pmax) của nhiệt điện than đạt gần ngưỡng tối đa 83.43% vào tháng 5/2024 (so với mức trung bình 3 năm là 50.25%) (Biểu đồ 7). Việc tăng cường tích nước thủy điện trong Q1/2024 đã buộc EVN đẩy công suất phát nhiệt điện than ngưỡng cao, tăng nguy cơ hỏng hóc và giảm tuổi thọ của nhà máy nên trong tương lai các nhà máy điện than sẽ được điều chỉnh giảm sản lượng. Sản lượng điện khí trung bình 3Q/24 đạt 7,200 triệu kWh (+17.41% so với Q1/2024), ước sản lượng cả năm đạt 27,732 triệu kWh (-5.35% YoY). Đặc biệt, POW sở hữu lợi thế lớn là các nhà máy mới đưa vào vận hành sau bảo dưỡng và có khả năng hoạt động ổn định cao hơn gồm: Cà Mau (1,500 MW), Nhơn Trạch 2 (750 MW) qua đó giúp POW hạn chế được tác động cắt giảm sản lượng chung toàn ngành và dự báo sản lượng điện khí trong 2024 là 8,652 triệu kWh (- 2.08% YoY).

Cụ thể, chúng tôi dự kiến sản lượng Nhơn Trạch 1&2 – cụm nhà máy sử dụng khí từ các mỏ Đông Nam Bộ sẽ giảm 15.12% svck do giá chào bán điện kém cạnh tranh trong bối cảnh nguồn cung khí nội địa của các mỏ Đông Nam Bộ cạn kiệt. Đối với nhiệt điện Cà Mau 1&2, chúng tôi đánh giá triển vọng huy động sản lượng khả quan hơn, tăng 6.9% YoY hỗ trợ bởi nguồn khí cấp đủ và nhà máy chạy 45% công suất sau khi hoàn thành lịch bảo dưỡng.

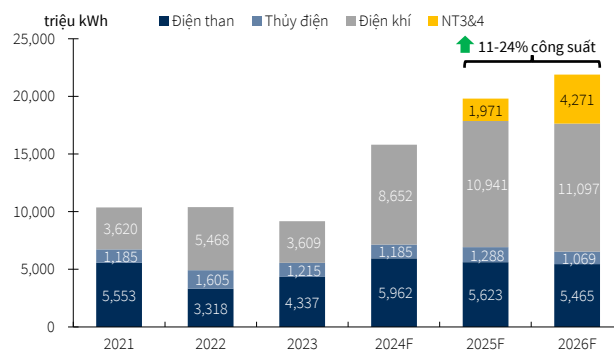
Trong dài hạn, vận hành nhà máy Nhơn Trạch 3&4 sẽ là ngòi nổ tăng trưởng doanh thu cho POW khi 2 nhà máy với tổng công suất 1200 MW sẽ được bao tiêu 65-75% sản lượng và đảm bảo tỷ suất hoàn vốn IRR trên 10% trong vòng 14 năm. Việc đưa vào nhà máy hoạt động theo đúng kế hoạch vào năm 2025 sẽ là cơ hội cho POW đón đầu sự chuyển dịch mạnh mẽ của điện than sang điện khí, qua đó tạo thuận lợi cho doanh nghiệp gia tăng công suất phát điện và doanh thu (Biểu đồ 8).

Biểu đồ 7. Diễn biến công suất cực đại/công suất lắp đặt của nhóm điện than và điện khí giai đoạn 2023-5T2024 (%)



Nguồn: NLDC, KBSV

Biểu đồ 8. Sản lượng điện theo nguồn của POW khi NT3&4 đi vào vận hành



Nguồn: POW, KBSV

Bảng 2. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	28,329	30,585	7.96%	
Nhiệt điện khí	19,539	17,065	-12.66%	
Nhiệt điện than	8,575	10,988	28.14%	
Thủy điện	1,366	1,533	12.23%	
Sản lượng điện	14,388	15,799	9.81%	
Nhiệt điện khí	8,836	8,652	-2.08%	Thúc đẩy bởi sản lượng ổn định của Cà Mau 1&2 được duy trì, ngoài ra sản lượng được huy động của NT2 hồi phục mạnh mẽ từ tháng 4 (bảng 2.59 lần lũy kế 3 tháng đầu năm).
Nhiệt điện than	4,337	5,962	37.47%	Thúc đẩy bởi dự án nhà máy Vũng Áng sẽ tăng cường công suất cả năm đạt 60%
Thủy điện	1,215	1,185	-2.47%	Việc tăng huy động vào các tháng còn lại trong năm 2024 sẽ hỗ trợ sản lượng cả năm 2024 giảm nhẹ hơn so với mức giảm của Q1. Công suất huy động của Hòa Na và Đăk Đrinh lần lượt đạt 37% và 55%.
Giá bán điện trung bình	1,969	1,936	-1.68%	Dự báo giá CGM toàn ngành cao hơn do kì vọng tỷ lệ tham gia của nhóm nhiệt điện gia tăng trong bối cảnh thủy điện hạn chế được huy động để tích nước.
Nhiệt điện khí	2,211	1,972	-10.81%	Chủ yếu do tỷ trọng phát điện cạnh tranh cao hơn.
Nhiệt điện than	1,977	1,843	-6.78%	Chủ yếu do tỷ trọng phát điện cạnh tranh cao hơn.
Thủy điện	1,124	1,294	15.12%	Chủ yếu do giá CGM toàn ngành tăng.
Lợi nhuận gộp	2,704	3,096	14.50%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	9.54%	10.12%	<i>1 ppts</i>	Chủ yếu do biên lợi nhuận cải thiện của Vũng Áng bù đắp được suy giảm biên lợi nhuận gộp của NT1&2.
Thu nhập tài chính	544	543	-0.18%	
Chi phí tài chính	730	861	17.95%	Chủ yếu do nợ vay dài hạn doanh nghiệp tăng để đáp ứng nhu cầu vốn xây dựng của NT3&4.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	53	0		
SG&A	1,268	1,369	7.97%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,436	1,727	20.26%	
Thu nhập khác	152	435	186.18%	Chúng tôi kỳ vọng khoản bồi thường 1000 tỷ cho nhà máy Vũng Áng sẽ được nhận trong thời gian 2 năm, với năm đầu được 435 tỷ đồng.
Lợi nhuận trước thuế	1,442	1,897	31.55%	
Lợi nhuận sau thuế	1,283	1,998	55.73%	
LNST công ty mẹ	1,038	1,715	65.22%	
<i>Biên LNST</i>	4.50%	6.53%	<i>2 ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) và phương pháp EV/EBITDA với tỷ lệ 50/50 để định giá cổ phiếu POW và đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu 14,000 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 0.4% so với giá đóng cửa ngày 17/06/2024. So với định giá trước, chúng tôi ghi nhận giảm giá trị chiết khấu của nhà máy điện khí NT1 và NT2 trong thời điểm 2 nhà máy này ghi nhận kết quả kinh doanh kém thuận lợi hơn so với dự kiến. Bù lại, hệ số mục tiêu EV/EBITDA được tăng lên mức 7.22 lần, cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm giai đoạn 2019-2024 để phản ánh những thay đổi tích cực về cơ chế bán điện LNG giúp xác định giá bán đầu ra cho các nhà máy.

Nhờ đó, định giá của chúng tôi cũng đưa vào bổ sung giá trị của đại dự án nhiệt điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4 dựa trên các công bố mới về giá bán và thời gian đưa vào vận hành. Chúng tôi áp dụng giả định giá khí đầu vào cho năm 2025-2027 là 13 USD/mmbtu, sau đó điều chỉnh tăng giá trung bình 2% mỗi năm để đưa ra ước tính giá bán điện vào khoảng 2,480đ/kWh. Mức giá này thấp hơn giá trần 2,591đ/kWh trong năm 2024 do chúng tôi giả định thận trọng EVN sẽ bao tiêu 65% công suất vận hành trong 3 năm đầu và 70% các năm sau của 2 nhà máy, thay vì 85% như dự định trước đó của Ban lãnh đạo. Với mức giá này, biên lợi nhuận gộp sẽ đạt 5-6% và đảm bảo được hiệu quả kinh tế của 2 nhà máy. Chúng tôi cũng áp dụng mức chiết khấu 15% cho giá trị của 2 nhà máy trên cho những không chắc chắn ảnh hưởng kết quả dự phóng khi mà EVN chỉ mới bước đầu công bố khung giá cho năm 2024 thay vì lộ trình giá bán dài hạn.

Bảng 3. Tổng hợp định giá POW

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
SOTP	15,825	50%	7,913
EV/EBITDA (7.24x)	12,224	50%	6,112
Giá mục tiêu (làm tròn)			14,000
Giá hiện tại (17/06/2024)			130
Upside			0.4%

Nguồn: KBSV

Bảng 4. Giả định chi phí vốn

Chỉ số	Giá trị
WACC	12.24%
Re	14.6%
Lãi suất phi rủi ro	5.00%
Beta	1.20
Phần bù rủi ro	8.00%
Rd *Tax shield	7.04%
Rd	8.00%

Bảng 5. Định giá EV/EBITDA

Chỉ số	Giá trị
EBITDA 2024F	4602
EV/EBITDA mục tiêu	7.24
Tổng giá trị	33,318
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn	10,831
(-) Vay nợ ròng	-12,807
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-2,714
Giá trị VCSH	28,628
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	2,341.90
Giá trị cổ phiếu	12,224

Nguồn: KBSV

Bảng 6. Định giá SOTP

Định giá	Phương pháp	Giá trị của POW
Cà Mau 1&2	DCF	3,655
Nhơn Trạch 1	DCF	1,049
Nhơn Trạch 2	DCF	3,011
Hỏa Na	DCF	4,150
Đakrinh	DCF	4,379
Vũng Áng 1	DCF	17,151
Nhơn Trạch 3 (chiết khấu 15%)	DCF	4,848
Nhơn Trạch 4 (chiết khấu 15%)	DCF	3,507
Tổng giá trị		41,750
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn		10,831
(-) Vay nợ ròng		-12,807
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		-2,714
Giá trị VCSH		37,060
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)		2,341.90
Giá trị cổ phiếu		15,825

Biểu đồ 9. Diễn biến EV/EBITDA của POW

Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

POW – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2022A – 2025F

Báo cáo Kết quả HKKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F	(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần	28,224	28,329	30,585	38,703	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	56,843	70,362	72,823	83,528
Giá vốn hàng bán	-24,498	-25,625	-27,489	-35,305	TÀI SẢN NGẮN HẠN	24,925	29,042	29,377	35,698
Lãi gộp	3,726	2,704	3,096	3,398	Tiền và tương đương tiền	8,252	8,440	8,870	9,676
Thu nhập tài chính	445	544	543	624	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,650	2,391	2,000	3,352
Chi phí tài chính	-592	-730	-861	-1,033	Các khoản phải thu	12,538	14,560	14,748	18,768
Trong đó: Chi phí lãi vay	-438	-565	-655	-785	Hàng tồn kho, ròng	2,086	2,167	2,259	2,902
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	23	53	53	53	TÀI SẢN DÀI HẠN	31,918	41,320	43,446	47,830
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	Phải thu dài hạn	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-868	-1,268	-1,369	-1,732	Tài sản cố định	29,155	26,402	30,619	35,085
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,734	1,303	1,462	1,310	Tài sản dở dang dài hạn	936	9,032	7,220	7,220
Thu nhập khác	67	162	425	425	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	23	10	10	10	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	44	152	415	415	NỢ PHẢI TRẢ	23,562	36,243	36,543	45,431
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	1	2	3	Nợ ngắn hạn	18,326	26,785	22,780	27,077
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,778	1,455	1,877	1,725	Phải trả người bán	7,346	15,947	13,264	17,814
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-256	76	101	92	Người mua trả tiền trước	4	1	1	1
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,553	1,283	1,998	1,837	Vay ngắn hạn	4,769	5,635	5,105	4,280
Lợi ích của cổ đông thiểu số	492	245	283	260	Nợ dài hạn	5,236	9,458	13,763	18,354
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,061	1,038	1,715	1,577	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	3,382	7,172	11,263	15,354
					VỐN CHỦ SỞ HỮU	33,281	34,166	36,280	38,097
					Vốn góp	23,419	23,419	23,419	23,419
					Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
					Lãi chưa phân phối	3,420	3,959	5,934	7,750
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	3,677	4,074	3,676	3,677
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,765	2,714	3,251	3,251
Chỉ số hoạt động	2022	2023	2024F	2025F	Chỉ số chính				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.2%	9.5%	10.1%	8.8%	(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất EBITDA	20.1%	15.0%	14.2%	12.2%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBIT	10.1%	5.1%	5.7%	4.3%	P/E	13.4	25.7	19.3	21.0
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	10.0%	5.1%	6.2%	4.5%	P/E pha loãng	13.4	25.7	19.3	21.0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	9.7%	4.6%	4.8%	3.4%	P/B	0.8	0.8	0.9	0.9
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.1%	4.5%	6.5%	4.8%	P/S	1.0	0.9	1.1	0.9
					P/Tangible Book	0.8	0.8	0.9	0.9
					P/Cash Flow	8.6	8.0	21.2	15.5
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	5.3	8.0	10.1	9.8
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	10.5	23.5	25.3	27.8
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2022	2023	2024F	2025F	Hiệu quả quản lý				
(Tỷ VNĐ)					ROE%	7.7%	3.8%	5.5%	4.8%
Lãi trước thuế	2,564	1,442	1,897	1,745	ROA%	4.5%	1.8%	2.7%	2.2%
Khấu hao TSCĐ	2,809	2,809	2,604	3,055	ROIC%	8.2%	3.5%	3.7%	3.3%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	0	0	0	0	Cấu trúc tài chính				
Chi phí lãi vay	437	565	655	785	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.5	0.4	0.5	0.5
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	5,524	5,488	5,828	6,257	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.2	1.0	1.1	1.2
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-4,788	-3,491	-188	-4,020	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.4	1.1	1.3	1.3
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-146	-21	-92	-643	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	10%	21%	31%	40%
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,390	6,225	-3,449	217	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	6%	10%	15%	18%
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	1,887	-3,962	12	500	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	14%	16%	14%	11%
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-681	-873	-555	-178	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	8%	8%	7%	5%
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,178	3,352	1,556	2,133	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	55%	78%	63%	71%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-2,562	-6,312	-4,500	-4,500	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	32%	38%	31%	32%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	2	125	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	71%	106%	101%	119%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-1,438	-3,071	-1,352	-1,352	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	41%	52%	50%	54%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	286	2,330	734	734	Chỉ số hoạt động				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-22	-30	-30	-30	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	3.1	2.1	2.1	2.3
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	3	0	0	0	Hệ số quay vòng HTK	12.5	12.1	12.2	12.2
Cổ tức và tiền lãi nhận được	365	473	473	473	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	2.4	1.6	1.6	2.2
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-3,367	-6,485	-4,660	-4,660					
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	82	0	0					
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0					
Tiền thu được các khoản đi vay	8,027	13,107	3,561	3,266					
Tiền trả các khoản đi vay	-7,587	-9,503	0	0					
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0					
Cổ tức đã trả	-199	-365	0	0					
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0					
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	241	3,321	3,561	3,266					
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	53	188	457	739					
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	8,224	8,252	8,440	8,870					
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	8,277	8,440	8,870	9,676					

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.