

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

Giá thị trường

VND18.700

Giá mục tiêu

VND19.200

Tỷ suất cổ tức

1,7%

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Ngành

Điện

Ngày 17/02/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Trung lập**

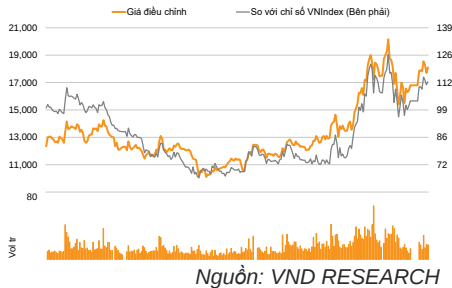
Consensus*: Mua:6 Giữ:0 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 10,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giá mục tiêu tăng 28%
- EPS 2022/23/24 điều chỉnh lần lượt -37,1%/-12,3%/+29,6%

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	20.150
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10.100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	390.627tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	41.451
Free float (%)	65
P/E trượt (x)	23,8
P/B hiện tại (x)	1,43

Cơ cấu sở hữu

PVN	79,9%
Others	20,1%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Triển vọng tăng trưởng đã phản ánh vào giá

- Doanh thu/LN ròng Q4 giảm 17%/25% svck do sản lượng giảm 38% svck. LN ròng cả năm 2021 giảm 25% svck xuống mức 1.778 tỷ đồng.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng 2022 sẽ giảm nhẹ 2,3% svck và hồi phục 26,8%/31,2% svck trong 2023/24 với đóng góp từ Nhơn Trạch 3.
- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 19.200đ/cp.

KQKD 2021: Ghi nhận kết quả kém do sản lượng nhiệt điện giảm mạnh

Sản lượng điện Q4 của POW giảm 38% svck xuống 2.522 triệu kWh ảnh hưởng bởi phụ tải thấp tại miền Nam, dẫn đến sản lượng huy động thấp. Giá bán điện bình quân giảm 16% do tỷ trọng sản lượng nhiệt điện giảm mạnh. Doanh thu Q4/21 do đó giảm 55% svck xuống 3.598 tỷ đồng, và công ty ghi nhận lỗ gộp 326 tỷ đồng do giá khí tăng cao đã ăn mòn biên LN gộp. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 184% svck do công ty ghi nhận khoản thanh toán nợ phải thu 742 tỷ từ EVN, doanh thu tài chính tăng 28 lần do nhận cổ tức từ công ty con. POW ghi nhận lỗ ròng 62,7 tỷ đồng (-106% svck)

Tính cả năm 2021, doanh thu giảm 17% svck xuống 24.565 tỷ đồng do kết quả kém tại mảng nhiệt điện, dẫn đến mức giảm 25% svck lãi ròng xuống còn 1.778 tỷ đồng, hoàn thành 76% dự phóng của chúng tôi.

Chúng tôi đánh giá doanh nghiệp đưa ra kế hoạch 2022 khá thận trọng

Ban lãnh đạo POW đặt ra mục tiêu LN ròng 900 tỷ cho năm 2022 (-49% svck) do những lo ngại về ngành điện tiếp tục gặp khó. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2022 sẽ chỉ giảm 1% svck đạt 1.764 tỷ đồng với dự báo về một mức tăng trưởng nhu cầu điện toàn quốc cao hơn sẽ giúp sản lượng điện khí hồi phục 22% svck và biên LN gộp tăng 2 điểm %. Chúng tôi dự báo sản lượng năm 2022 sẽ giảm 2,3% svck xuống 14,9 tỷ kWh do sự cố Vũng Áng 1 và sản lượng thủy điện sẽ giảm 18,5% svck do pha La Nina kết thúc.

Trong năm 2023/24, sản lượng sẽ phục hồi mạnh 26,8%/31,2% svck do kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ điện Việt Nam sẽ tăng mạnh cùng với sự đóng góp từ Nhơn Trạch 3 trong năm 2024. Doanh thu nhờ đó tăng lần lượt 26,1%/37,4% svck, đạt 32.218 tỷ đồng và 44.280 tỷ đồng trong năm 2023/24. LN ròng được dự báo sẽ tăng lần lượt 44,0% svck và 44,5% svck trong năm 2023/24.

Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 19.200đ/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho POW lên 28% sv báo cáo trước do (1) Chúng tôi chuyển định giá DCF sang năm 2022, (2) chúng tôi điều chỉnh dự phóng EPS năm 2022/23/24 lần lượt -37,1%/-12,3%/+29,6%. Động lực tăng giá là sản lượng được huy động nhiều hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là tiến độ hoàn thành Nhơn Trạch 3&4 lâu hơn kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	29.732	24.565	25.550	32.218
Tăng trưởng DT thuần	(16,1%)	(17,4%)	4,0%	26,1%
Biên lợi nhuận gộp	15,4%	10,4%	12,2%	13,5%
Biên EBITDA	21,9%	23,0%	21,8%	20,7%
LN ròng (tỷ)	2.365	1.779	1.764	2.543
Tăng trưởng LN ròng	(5,0%)	(24,8%)	(0,8%)	44,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	1.010	760	753	1.086
EPS điều chỉnh	1.010	760	753	1.086
BVPS	12.186	12.659	13.226	14.344
ROAE	8,5%	6,1%	5,8%	7,9%

Nguồn: VND RESEARCH

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG ĐÃ PHẢN ÁNH VÀO GIÁ

KQKD Q4/21: Mảng nhiệt điện ghi nhận mức giảm sản lượng mạnh

Hình 2: Kết quả kinh doanh Q4/21 và cả năm 2021

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/21	Q4/20	% svck	2021	2020	% svck	Sv dự phóng trước	Nhận xét
Tổng sản lượng điện (tr kWh)	2.522,1	4.062,6	-38%	14.701,0	19.170,0	-23%	78%	Sản lượng điện Q4 giảm 38% svck xuống khoảng 2.522 triệu kWh
Điện khí	1.503,3	2.321,8	-35%	7.960,0	11.555,1	-31%	74%	Các nhà máy điện khí ghi nhận mức huy động Qc thấp trong Q4/21, khiến sản lượng giảm 35% svck xuống 1.503 triệu kWh. Phụ tải thấp tại miền Nam và giá dầu Brent duy trì ở mức cao đã ảnh hưởng đến tính cạnh tranh của nguồn điện khí. EVN ưu tiên huy động từ nguồn thủy điện với thời tiết thuận lợi cùng với sự đóng góp công suất từ nguồn điện NLTT đã gây ra tình trạng thừa công suất điện tại miền Nam.
Điện than	598,0	1.254,3	-52%	5.554,0	6.542,3	-15%	84%	Tổ máy 2 Vũng Áng 1 vừa đại tu trong T8-10/21, trong khi tổ máy 1 gặp sự cố từ tháng 10/11. Do đó, sản lượng điện than giảm 52% svck xuống còn 598 triệu kWh. Do đó, sản lượng điện than 2021 giảm 15% svck và chỉ đạt 84% dự phóng do sự cố ngoài ý muốn.
Thủy điện	420,3	486,5	-14%	1.185,0	1.072,8	10%	78%	Thủy điện Hòa Na được huy động ở mức Qc thấp hơn trong Q4/21, trong khi khu vực thủy điện Dakrinh đang trong mùa mưa lũ, thời tiết lý tưởng. Do đó, Dakrinh được huy động với mức sản lượng cao bù đắp cho mức giảm của Hòa Na. Sản lượng thủy điện Q4/21 ghi nhận mức giảm 14% svck.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	1.426,8	1.700,5	-16,1%	1.671,0	1.551,0	8%		Giá bán điện bình quân Q4/21 giảm 16,1% svck do tỷ trọng sản lượng nhiệt điện giảm đáng kể.
Giá bán điện khí	2.368,0	1.667,5	42%	1.806,4	1.482,5	22%		Giá bán điện khí Q4/21 tăng mạnh 42% svck, giá bán cả năm tăng 22% svck do xu hướng giá dầu Brent tăng mạnh từ Q4/20.
Giá bán điện than	1.639,2	2.506,7	-35%	1.511,7	1.520,5	-1%		Giá bán điện bình quân Vũng Áng 1 giảm 25% svck xuống 1.639đ/kWh do 2020 nhà máy ghi nhận khoản doanh thu bất thường về tỷ giá 1.028 tỷ đồng. Giá bán điện bình quân thực tế theo sản lượng Q4/20 đạt 1.687đ/kWh, cao hơn 3% sv mức giá tại Q4/21.
Giá bán thủy điện	1.059,9	957,0	11%	1.094,1	1.035,5	6%		Giá bán bình quân thủy điện tăng 11% svck trong Q4/21.
Doanh thu thuần	3.598,4	7.936,5	-55%	24.565,4	29.731,7	-17%	81%	Doanh thu cả năm 2021 chỉ đạt 81% dự phóng của chúng tôi do mảng nhiệt điện - mảng mũi nhọn của POW ghi nhận kết quả không tốt trong Q4/21, khiến doanh thu giảm 55% svck xuống còn 3.598 tỷ đồng.
Lợi nhuận gộp	(326,3)	1.686,9	-119%	2.542,8	4.580,1	-44%	62%	Giá khí tăng cao đã ăn mòn lợi nhuận LN gộp. Công ty ghi nhận mức lỗ gộp 326 tỷ đồng trong Q4/21.
Biên LN gộp	-9%	21%	-30 điểm%	10%	15%	-5 điểm%		Chi phí bán hàng và QLDN giảm mạnh 194% svck nhờ giảm chi phí dự phóng khí trong Q4/21, POW ghi nhận khoản thanh toán phải thu nợ xấu từ EPTC/EVN 742 tỷ đồng.
Chi phí bán hàng & QLDN	397,0	(421,2)	(1,9)	-138,4	(1.199,5)	-88%	16%	Thu nhập tài chính cũng tăng 28 lần trong Q4/21 do công ty ghi nhận khoản trả cổ tức từ công ty con.
Doanh thu tài chính	106,9	3,6	2879%	697,1	439,9	58%	115%	
Chi phí tài chính	165,9	181,5	-9%	671,0	999,4	-33%	80%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	61,6	113,3	-46%	253,5	297,7	-15%	100%	
LN ròng	-62,7	1.062,3	-106%	1.778,8	2.365,0	-25%	76%	Tổng kết, công ty ghi nhận lỗ ròng 62,7 tỷ đồng trong Q4/21, dẫn đến mức giảm LN ròng 25% svck xuống còn 1.778 tỷ đồng cho cả năm, hoàn thành 76% dự phóng của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Tính cả năm 2021: Tổng sản lượng điện giảm 23% svck xuống 14.701 tỷ đồng, chủ yếu do mức giảm sâu sản lượng mảng nhiệt điện của công ty. Giá bán điện bình quân tăng 8% svck nhờ giá khí đầu vào tăng mạnh, dẫn đến mức giảm doanh thu 17% svck. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm mạnh 88% svck do Q4/21 công ty ghi nhận khoản phải thu khó đòi 742 tỷ đồng từ EVN. Doanh thu tài chính tăng 80% svck nhờ ghi nhận khoản trả cổ tức từ công ty con. Tổng kết, LN ròng giảm 25% svck xuống mức 1.778 tỷ đồng, hoàn thành 76% dự phóng của chúng tôi

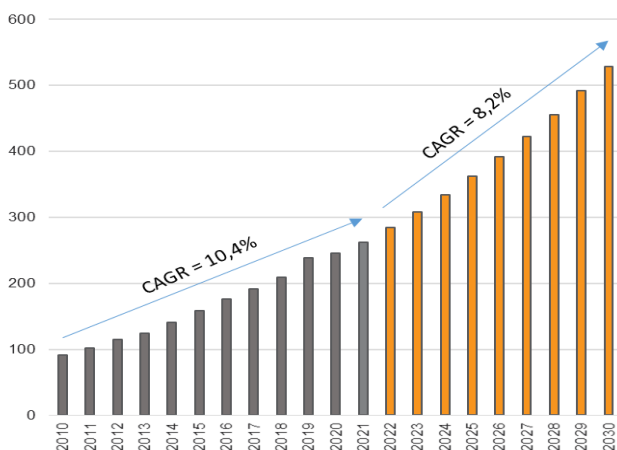
Triển vọng 2022-24: Năm 2022 sẽ là bước đệm cho sự bứt phá từ 2023

Sản lượng và giá bán điện trên thị trường cạnh tranh sẽ dần phục hồi

Chúng tôi tin rằng sản lượng điện của POW sẽ dần được phục hồi từ năm 2022 trong bối cảnh Việt Nam đã trải qua 2 năm 2020/21 đạt mức tăng trưởng sản lượng điện khiêm tốn lần lượt là 2,9% svck và 3,8% svck, thấp hơn nhiều so với những dự báo trong dự thảo Quy hoạch điện 8 (QHĐ8). Chúng tôi kỳ vọng POW sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu điện tăng mạnh trở lại từ năm 2022 với mức tăng trưởng kép 8,2% trong giai đoạn 2022-30 khi kinh tế Việt Nam quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng hậu Covid-19.

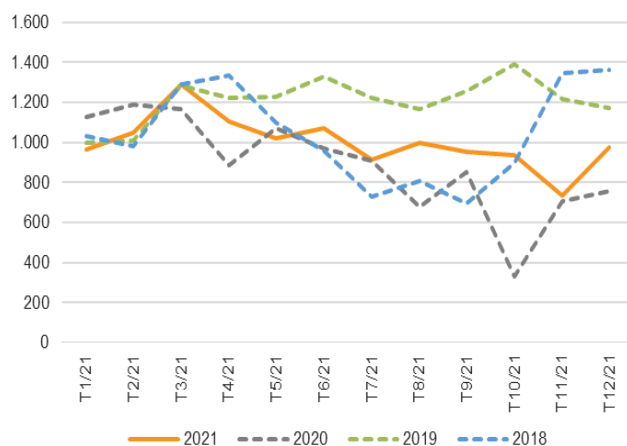
Bên cạnh đó, giá bán điện bình quân (GBBQ) trên thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) ghi nhận mức giảm mạnh từ T3/21 do thủy điện được ưu tiên huy động. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng GBBQ sẽ hồi phục khi thủy điện dần bước ra khỏi pha thời tiết lý tưởng từ T3/22 và nhiệt điện sẽ quay trở lại tiếp nhận vai trò nguồn điện chạy nền chính trong những năm tới.

Hình 3: Tăng trưởng kép nhu cầu điện dự báo đạt 8.2% trong giai đoạn 2022-30 (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dự thảo QHĐ8

Hình 4: Giá bán điện bình quân ghi nhận xu hướng giảm từ T3/21 nhưng tăng lại mức 980đ/kWh trong T12/21 (Đơn vị: đ/kWh)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GENCO3

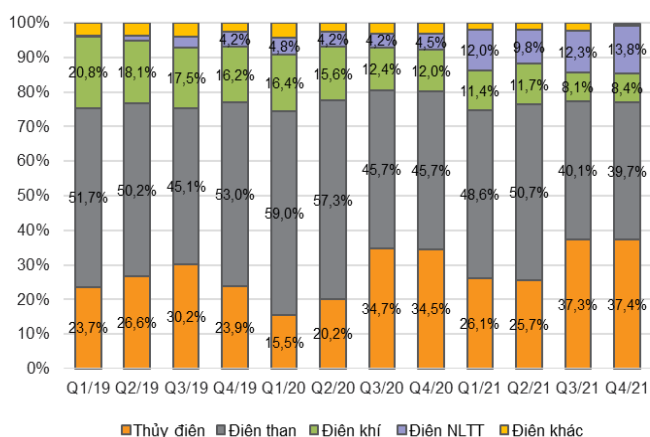
Mảng điện khí của POW sẽ dần phục hồi từ 2022

Chúng tôi đánh giá năm 2021 là mức nền thấp cho sản lượng điện khí nhờ những thông tin hứa hẹn liên quan đến mảng năng lượng này. Theo dự thảo QHĐ8, công suất lắp đặt điện khí được kỳ vọng sẽ đạt 9,1% CAGR và chiếm 24% tổng công suất trong giai đoạn 2020-45. Chúng tôi nhìn thấy tiềm năng lớn cho mảng điện khí của POW với kỳ vọng huy động ở mức sản lượng lớn hơn nhờ nhu cầu tăng mạnh cũng như sự chú trọng của chính phủ cho mảng năng lượng này. Bên cạnh đó:

- Nhơn Trạch 2 hiện đã hoàn thành nghĩa vụ nợ dài hạn từ giữa 2021, chúng tôi kỳ vọng thành phần giá cố định sẽ giảm trong năm 2022, giúp nhà máy tăng khả năng cạnh tranh và được huy động với mức sản lượng cao hơn.
- Cà Mau 1&2 đã hoàn thành ký hợp đồng mua bán điện PPA mới với EPTC/EVN từ Q4/21, trong đó nhà máy sẽ tham gia thị trường điện cạnh tranh từ năm 2022. Với giá khí rẻ hơn và chi phí khấu hao đã gần ghi nhận hết. Điều này sẽ giúp nhà máy cải thiện khả năng cạnh tranh khi gia nhập thị trường điện do khả năng chào giá hấp dẫn hơn các nhà máy điện khí khác với giá khí cao.

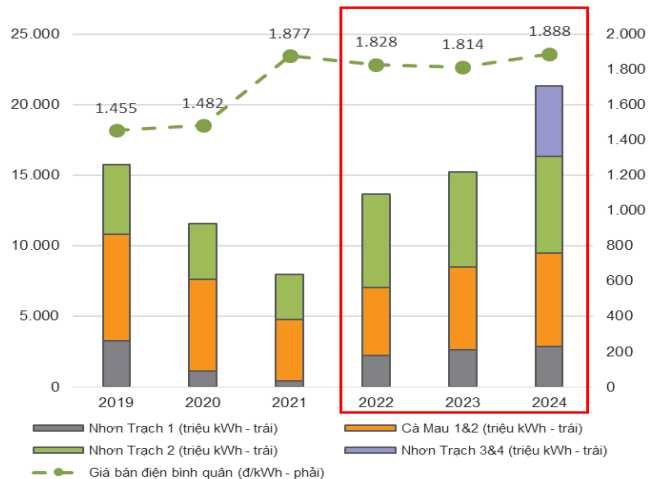
- **Cập nhật tiến độ Nhơn Trạch 3&4:** POW đã thông báo liên doanh Samsung C&T và LILLAMA sẽ trở thành nhà thầu EPC của dự án. Tổng giá trị gói thầu được đánh giá vào khoảng 24.147 tỷ đồng (tương đương 1.044 triệu USD). Tuy nhiên, liên doanh trên đã thắng gói thầu EPC với dự toán ít hơn vào khoảng 942,9 triệu USD (tương đương 21.421 tỷ đồng), với công suất cao hơn (812MW/nhà máy). Thời gian thi công dự tính vào khoảng 36 tháng từ sau khi chốt thầu EPC tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng Nhơn Trạch 3&4 có thể sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ lần lượt Q1/24 và Q4/24 sau nhưng chậm trễ trong tiến độ từ năm 2021.

Hình 5: Tỷ trọng sản lượng điện khí có xu hướng giảm dần trong năm 2021 (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EVN

Hình 6: Sản lượng điện khí của POW dự báo sẽ phục hồi và giá bán điện bình quân sẽ duy trì ở mức cao trong 2022-24 (Đơn vị: triệu kWh)



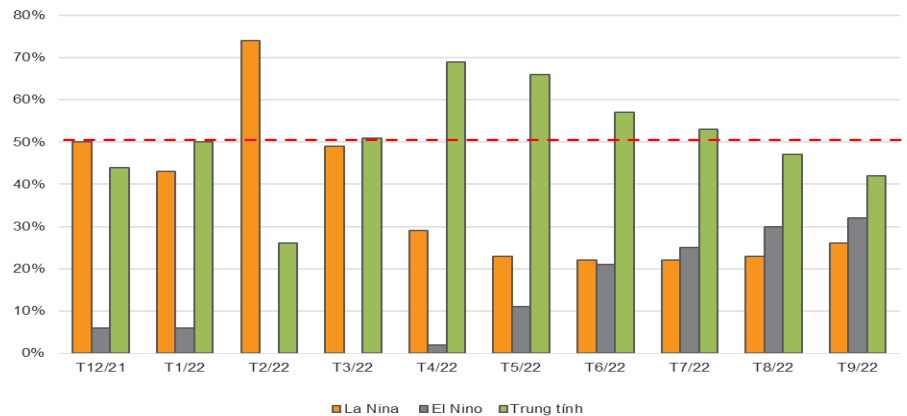
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Trong năm 2022/23, sản lượng điện khí POW sẽ tăng 22,1%/16,4% svck lần lượt lên mức 9,7/11,3 tỷ kWh. Giá bán điện bình quân duy trì ở mức cao lần lượt là 1.828đ/kWh và 1.814đ/kWh do giá dầu Brent dự đoán duy trì ở mức 83/75 USD/thùng cho năm 2022/23. Trong năm 2024, chúng tôi bổ sung sản lượng đóng góp từ Nhơn Trạch 3 khoảng 4,6 tỷ kWh, giúp sản lượng điện khí tăng 50,9% svck và đạt 17,1 tỷ kWh. Giá bán điện bình quân cũng sẽ tăng 4,1% svck lên 1.888đ/kWh trong 2024. Nhờ vậy, doanh thu mảng điện khí của công ty sẽ tăng lần lượt 18,9%/15,5%/57,5% svck lên mức 17.770/20.524/32.220 tỷ đồng cho năm 2022/23/24.

Sản lượng thủy điện sẽ bước ra khỏi mức đỉnh trong năm 2021

Chúng tôi tin rằng sản lượng thủy điện sẽ giảm do pha La Nina dự kiến sẽ kết thúc trong Q1/22, khả năng thời tiết xảy ra pha trung tính và pha El Nino sẽ cao hơn từ T3/22. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện của POW sẽ giảm 18,5% svck trong 2022, tăng trở lại 16,3% svck trong 2023 và sau đó giảm 7,0% svck trong năm 2024. Doanh thu thủy điện của công ty do đó sẽ lần lượt thay đổi -10,0%/+16,0%/-6,3% svck trong năm 2022/23/24.

Hình 7: Pha La Nina sẽ kết thúc từ T3/22 (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IRI

Sản lượng điện than sẽ giảm mạnh do sự cố tổ máy 1 Vũng Áng 1

Do những vấn đề sự cố lâu hơn dự kiến tại tổ máy 1 nhà máy điện Vũng Áng 1, điều này sẽ ảnh hưởng đáng kể lên sản lượng sản xuất của POW tới dự kiến là Q3/22. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của Vũng Áng 1 sẽ giảm 33,8% svck xuống còn 3,6 tỷ kWh trong năm 2022 và sẽ phục hồi mạnh mẽ 57,1% svck trong năm 2023 khi cả 2 tổ máy hoạt động đầy công suất. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện Vũng Áng 1 sẽ đi ngang và đạt khoảng 5,7 tỷ kWh. Chúng tôi giả định giá điện bình quân sẽ tăng 2% một năm, giúp tổng doanh thu cho năm 2022/23/24 đạt lần lượt 5.849/9.375/9.562 tỷ đồng (lần lượt -30,3%/+60,3%/+2,0%).

Hình 8: Dự phóng doanh thu/sản lượng giai đoạn 2022-24 (Đơn vị: tỷ đồng)

	2021	2022	%svck	2023	%svck	2024	%svck
Sản lượng (triệu kWh)	14.701	14.369	-2,3%	18.219	26,8%	23.894	31,2%
Điện khí	7.960	9.724	22,2%	11.314	16,4%	17.068	50,9%
Thủy điện	1.185	966	-18,5%	1.123	16,3%	1.045	-7,0%
Điện than	5.556	3.679	-33,8%	5.782	57,1%	5.782	0,0%
Giá bán điện bình quân (đ/kWh)	1.671	1.778	6,4%	1.768	-0,6%	1.857	5,0%
Điện khí	1.877	1.828	-2,6%	1.814	-0,7%	1.888	4,1%
Thủy điện	1.094	1.208	10,4%	1.206	-0,2%	1.215	0,7%
Điện than	1.511	1.590	5,2%	1.621	2,0%	1.654	2,0%
Doanh thu (tỷ đồng)	24.565	25.551	4,0%	32.218	26,1%	44.380	37,7%
Điện khí	14.941	17.770	18,9%	20.524	15,5%	32.220	57,0%
Thủy điện	1.297	1.167	-10,0%	1.355	16,1%	1.269	-6,3%
Điện than	8.396	5.849	-30,3%	9.375	60,3%	9.562	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Cập nhật triển vọng kinh doanh giai đoạn 2022-24

Đánh giá lại triển vọng tăng trưởng POW giai đoạn 2022-24, chúng tôi điều chỉnh dự báo EPS năm 2022/23/24 lần lượt -27,1%/-12,3%/+30,7% do:

- Chúng tôi nhận thấy tình trạng thừa công suất tại miền Nam do sự gia tăng mạnh nguồn điện NLTT trong giai đoạn 202-21, và điều này có thể sẽ cản trở mức hồi phục sản lượng điện khí của POW trong giai đoạn 2022-24. Bên cạnh đó, giá khí có thể sẽ vẫn duy trì ở mức cao nhưng ổn định lại do giá dầu Brent dự báo duy trì ở mức cao 83/75/72 USD/thùng lần lượt năm 2022/23/24. Bên cạnh đó, chúng tôi phản ánh thêm việc sửa chữa sự cố tổ máy 1 Vũng Áng lâu hơn dự kiến và sự kết thúc của pha La Nina sẽ ảnh hưởng lần lượt lên sản lượng mảng điện than và thủy điện trong năm 2022. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm

dự phóng doanh thu cho năm 2022/23/24 lần lượt đi 28,3%/14,8%/7,1% sv báo cáo trước.

- LN gộp 2022/23 điều chỉnh giảm lần lượt 35,1%/9,7% sv báo cáo trước do doanh thu giảm mạnh. Tuy nhiên, LN gộp được điều chỉnh tăng 27,4% năm 2024 do chúng tôi phản ánh đóng góp LN từ Nhơn Trạch 3 với mức biên LN gộp cao hơn.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp và thu nhập tài chính sau khi cập nhật lại kết quả kinh doanh 2021.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng chi phí tài chính cho năm 2022/23/24 lần lượt đi 51,7%/49,2%/32,1% để phản ánh tiến độ trả nợ hiệu quả của doanh nghiệp trong năm 2021.
- Do vậy, dự phóng EPS năm 2022/23 được điều chỉnh giảm lần lượt 31,1%/12,3% nhưng tăng mạnh 29,6% trong năm 2024 dựa theo những điều chỉnh bên trên.

Hình 9: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2022-24

	2021	2022			2023			2024		
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi
Doanh thu	24.565	35.642	25.551	-28,3%	37.796	32.218	-14,8%	47.795	44.380	-7,1%
Điện khí	14.941	23.112	17.770	-23,1%	26.040	20.524	-21,2%	36.168	32.220	-10,9%
Thủy điện	1.297	1.393	1.167	-16,2%	1.373	1.355	-1,3%	1.378	1.269	-7,9%
Điện than	8.396	11.137	5.849	-47,5%	10.383	9.375	-9,7%	10.249	9.562	-6,7%
Giá vốn hàng bán	22.023	30.849	22.442	-27,3%	32.992	27.879	-15,5%	42.939	38.196	-11,0%
LN gộp	2.543	4.793	3.109	-35,1%	4.804	4.339	-9,7%	4.855	6.184	27,4%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>10,4%</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,2%</i>		<i>12,7%</i>	<i>13,5%</i>		<i>10,2%</i>	<i>13,9%</i>	
Chi phí bán hàng và QLDN	138	906	677	-25,3%	952	851	-10,5%	1.185	1.165	-1,7%
EBIT	2.404	3.888	2.432	-37,4%	3.852	3.488	-9,5%	3.670	5.019	36,7%
Doanh thu tài chính	697	666	512	-23,1%	724	532	-26,5%	767	532	-30,6%
Chi phí tài chính	671	1.169	565	-51,7%	1.174	596	-49,2%	1.152	782	-32,1%
LN ròng	1.779	2.804	1.764	-37,1%	2.898	2.543	-12,3%	2.837	3.676	29,6%
EPS (đ/cp)	760	1.197	753	-37,1%	1.238	1.086	-12,3%	1.211	1.570	29,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 19,200đ/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 28% so với báo cáo trước do (1) chúng tôi chuyển định giá DCF sang năm 2022, (2) chúng tôi điều chỉnh dự phóng EPS cho năm 2022/23/24 lần lượt -37,1%/-12,3%/+29,6%. Chúng tôi cho rằng mức tăng giá mạnh trong năm 2021 đã phản ánh triển vọng tăng trưởng của mã cổ phiếu này. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập do tiềm năng tăng giá đã gần hết. Giá mục tiêu được định giá dựa trên hai phương pháp DCF và EV/EBITDA với tỉ trọng tương đương:

- Định giá DCF 10-năm (WACC: 11,8%, COE: 15,1%, LTG: 1,0%) để phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi cho tăng trưởng của POW.
- Định giá EV/EBITDA mục tiêu 9,5x (từ 7,1x trong báo cáo trước) để phản ánh triển vọng EV/EBITDA trung bình ngành năm 2022.

Rủi ro giảm giá

- Tiến độ hoàn thành Nhơn Trạch 3&4 lâu hơn dự kiến.

Tiềm năng tăng giá

- Sản lượng được huy động ở mức cao hơn dự kiến.

Hình 10: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

	2021	2022	2023	2024	//	2030
EBITDA	5.222	5.086	6.142	8.345		12.429
(-) Chi phí khấu hao	(2.654)	(2.654)	(2.654)	(3.326)		(3.373)
EBIT	2.568	2.432	3.488	5.019		9.055
(-) Thuế	(184)	(382)	(533)	(754)		(1.811)
Thuế (%)						
EBIAT	2.384	2.051	2.954	4.265		7.244
(+) Chi phí khấu hao	2.654	2.654	2.654	3.326		3.373
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(1.778)	3.185	(358)	(87)		(15)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(274)	(5.751)	(10.553)	(12.232)		(24)
FCFF	2.986	2.139	(5.303)	(4.727)		10.579
Giá trị dòng tiền năm cuối						90.203

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,1
Phần bù rủi ro	11,0%
Chi phí vốn	15,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	55.578
Nợ	(11.666)
Chi phí nợ	4,3%
Thuế (%)	15,0%
WACC	11,8%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
		đồng/cp	%	đồng/cp
Trung bình EV/EBITDA 2021-22	9,5x	18.680	50%	9.340
DCF 10 năm		19.638	50%	9.819
Giá hợp lý				19.159
Giá mục tiêu (làm tròn)				19.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

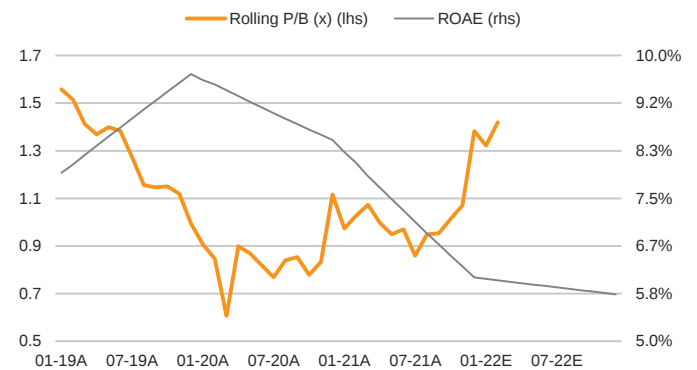
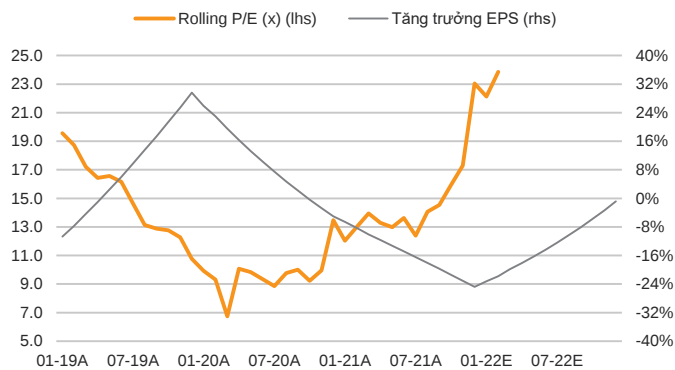
Hình 14: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Nguyên tệ)	Giá mục tiêu (Nguyên tệ)	Vốn hóa Tr US\$	P/E (x)		P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
						TTM	2022	TTM	2022	TTM	2022	TTM	2022
Công ty nước ngoài													
An Hui Wenergy Co Ltd	000543 CH Equity	KKN	4,42	NA	1575,9	NA	8,2	0,8	0,7	NA	NA	-2,2	-4,4
First Gen Corp	FGEN PM Equity	KKN	27,2	NA	1908,3	5,2	6,8	0,8	0,7	4,3	4,0	12,3	10,7
Dian Swastatika Sentosa Tbk PT	DSSA IJ Equity	KKN	NA	NA	2470,8	NA	NA	1,5	NA	7,7	NA	-3,2	NA
SJVN Ltd	SJVN IN Equity	KKN	31,8	NA	1667,1	7,6	10,3	1,0	1,0	7,8	NA	13,2	10,0
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	KKN	0,72	NA	840,9	12,3	11,1	0,6	0,6	5,0	3,4	4,6	5,6
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	KKN	324	NA	7105,8	66,9	50,2	3,7	3,5	20,8	19,8	6,1	7,3
	Trung bình				2594,8	23,0	17,3	1,4	1,3	9,1	9,1	5,1	5,8
Công ty trong nước													
Genco3	PGV VN Equity	KKN	42.200	NA	2088,9	NA	NA	2,9	NA	NA	NA	NA	NA
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	KKN	24.950	NA	333,9	27,2	19,7	2,2	2,3	13,8	8,7	8,4	10,7
Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN Equity	KKN	22.700	NA	320,7	25,3	14,2	1,5	1,4	0,0	11,2	5,0	10,3
	Trung bình				851,0	25,6	18,3	1,7	1,7	11,3	9,5	6,5	9,2
PVPower	POW VN Equity	Trung lập	18.400	19.200	1898,6	24,2	21,0	1,5	1,3	8,7	8,5	6,1	6,5

Dữ liệu tại 15/2/2022

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	24.565	25.550	32.218
Giá vốn hàng bán	(22.023)	(22.442)	(27.879)
Chi phí quản lý DN	(129)	(659)	(829)
Chi phí bán hàng	(9)	(17)	(22)
LN hoạt động thuần	2.404	2.432	3.488
EBITDA thuần	5.222	5.086	6.142
Chi phí khấu hao	(2.818)	(2.654)	(2.654)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.404	2.432	3.488
Thu nhập lãi	334	456	476
Chi phí tài chính	(308)	(508)	(540)
Thu nhập ròng khác	(120)	(12)	(17)
TN từ các Cty LK & LD	9	9	9
LN trước thuế	2.319	2.377	3.416
Thuế	(287)	(361)	(510)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(254)	(251)	(362)
LN ròng	1.779	1.764	2.543
Thu nhập trên vốn	1.779	1.764	2.543
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	1.779	1.764	2.543

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	8.224	4.816	7.969
Đầu tư ngắn hạn	531	1.611	1.611
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.802	6.481	8.436
Hàng tồn kho	1.838	2.444	2.806
Các tài sản ngắn hạn khác	502	252	359
Tổng tài sản ngắn hạn	16.897	15.605	21.181
Tài sản cố định	32.264	35.360	43.259
Tổng đầu tư	809	818	827
Tài sản dài hạn khác	2.980	3.101	3.918
Tổng tài sản	52.950	54.884	69.185
Vay & nợ ngắn hạn	5.702	6.897	10.137
Phải trả người bán	7.228	5.256	6.776
Nợ ngắn hạn khác	3.783	3.604	4.866
Tổng nợ ngắn hạn	16.712	15.757	21.779
Vay & nợ dài hạn	2.756	4.769	9.783
Các khoản phải trả khác	1.349	645	930
Vốn điều lệ và	23.419	23.419	23.419
LN giữ lại	4.018	5.258	7.277
Vốn chủ sở hữu	29.645	30.974	33.592
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.487	2.739	3.101
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	52.950	54.884	69.185

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	2.319	2.377	3.416
Khấu hao	2.818	2.654	2.654
Thuế đã nộp	(340)	(361)	(510)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.186)	(1.318)	(1.073)
Thay đổi VLB	1.391	(2.935)	252
LC tiền thuần HĐKD	5.002	416	4.738
Đầu tư TSCĐ	(274)	(5.751)	(10.553)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	339	0	0
Các khoản khác	305	456	476
Thay đổi tài sản dài hạn khác	338	(1.330)	107
LC tiền từ HĐĐT	707	(6.625)	(9.970)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(3.845)	3.181	8.253
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	89	599
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(710)	(468)	(468)
LC tiền thuần HĐTC	(4.555)	2.801	8.385
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.070	8.224	4.816
LC tiền thuần trong năm	1.154	(3.407)	3.152
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8.224	4.816	7.969

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	7,2%	6,9%	7,9%
Vòng quay TS	0,46	0,47	0,52
ROAA	3,3%	3,3%	4,1%
Đòn bẩy tài chính	1,84	1,78	1,92
ROAE	6,1%	5,8%	7,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	86,2	92,6	95,6
Số ngày nắm giữ HTK	30,5	39,8	36,7
Số ngày phải trả tiền bán	119,8	85,5	88,7
Vòng quay TSCĐ	0,73	0,76	0,82
ROIC	4,4%	3,9%	4,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,0	1,0	1,0
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,8	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,4
Vòng quay tiền	(3,1)	46,9	43,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(17,4%)	4,0%	26,1%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(28,7%)	1,2%	43,4%
Tăng trưởng LN ròng	(24,8%)	(0,8%)	44,1%
Tăng trưởng EPS	(24,8%)	(0,8%)	44,1%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. 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. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, 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 này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, 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 VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Hà Đức Tùng– Chuyên viên Phân tích

Email: tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>