

PVPOWER (POW) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND11.450	VND18.400	0,00%	KHẢ QUAN	Điện

Ngày 19/12/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

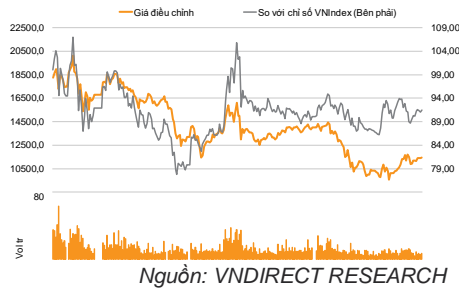
Consensus*: Mua:8 Giữ:0 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 14,1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Điều chỉnh giảm EPS 2022/23/24 xuống 26,7%/0,7%/20,9% so với báo cáo trước

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	20.150
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9.580
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	113.195tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	26.697
Free float (%)	65
P/E trượt (x)	23,0
P/B hiện tại (x)	0,9

Cơ cấu sở hữu

PVN	79,9%
Khác	20,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Nhiệt điện phục hồi dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận trong 2023-24

- Lợi nhuận ròng Q3/22 giảm 86% svck do chi phí bán hàng & QLDN và chi phí tài chính tăng, kéo LN ròng 9T22 giảm 34% svck xuống 1.210 tỷ đồng.
- Chúng tôi kỳ vọng EPS sẽ tăng 49%/16% svck trong năm 2023-24 nhờ sự trở lại của Vũng Áng 1 và đóng góp của NT3 từ Q4/24.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 18.400 đồng/cp.

KQKD 9T22: Chi phí tăng mạnh trong Q3/22 kéo lợi nhuận ròng giảm

Sản lượng điện 9T22 giảm 17% svck chủ yếu do sản lượng Vũng Áng 1 giảm. Giá bán trung bình tăng 18% svck do giá đầu vào tăng, DT giảm 1,9% svck đạt 20.556 tỷ đồng. LN gộp 9T22 giảm 7% svck với biên LN gộp giảm 4 điểm% khi Cà Mau 1 đại tu. Chi phí bán hàng & QLDN 9T22 tăng 32% svck do NT2 phải trích lập dự phòng, trong khi chi phí tài chính tăng 7% svck do lỗ tỷ giá tăng 426% svck. LN ròng Q3/22 giảm 86% svck, kéo LN ròng 9T22 giảm 34% svck xuống 1.210 tỷ đồng, hoàn thành 52% dự phóng của chúng tôi. Trong năm 2022, dự báo LN ròng sẽ giảm nhẹ 3,8% svck nhờ LN ròng Q4/22 tăng so với mức lỗ Q4/21. Tuy nhiên, dự phóng LN ròng năm 2022 sẽ thấp hơn 27% so với báo cáo trước của chúng tôi vì chi phí tài chính tăng và các thương vụ thoái vốn được chuyển sang năm 2023.

Triển vọng 2023-24: Sản lượng nhiệt điện tăng nhờ mở rộng công suất

Trong 2023, chúng tôi dự báo DT và LN ròng tăng lần lượt 24%/61% svck lên 34.008/2.767 tỷ đồng, nhờ tổ máy 1 Vũng Áng 1 (600MW) trở lại, và 308 tỷ LN bất thường từ thoái vốn Điện Việt Lào. Trong 2024, sản lượng bổ sung từ Nhơn Trạch 3 sẽ là yếu tố giúp DT và LN ròng tăng lần lượt 23%/15,5% svck lên 42.049/3.197 tỷ đồng. Mặc dù NT3&4 hiện vẫn chưa chốt được các điều khoản về sản lượng trong PPA, chúng tôi dự kiến dự án sẽ vẫn có thể vận hành từ Q4/24 do tiến độ san lấp, giải phóng mặt bằng và thu xếp vốn tích cực.

Chúng tôi nhận thấy rủi ro gia tăng từ chi phí lãi vay và tỷ giá

Trong 9T22, POW ghi nhận tỷ lệ nợ vay/VCSH thấp khoảng 0,3 lần, với tỷ lệ vay USD chiếm 27% tổng nợ. Chúng tôi nhận thấy áp lực từ lãi suất và tỷ giá sẽ cao hơn trong giai đoạn phát triển Capex sắp tới từ 2023-25. Chi phí tài chính sẽ tăng trung bình 45% trong thời gian này với tỷ lệ nợ vay/VCSH đạt 1,1 lần trong 2025. Bên cạnh đó, POW sẽ vay khoảng 900 triệu USD theo dạng tín dụng xuất khẩu (ECA) và vay thương mại, do đó giá trị khoản vay quy đổi lớn hơn do tỷ giá USD/VND tăng có thể làm giảm hiệu quả của dự án.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 18.400 đ/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 9,8% so với báo cáo trước đó do (1) Tăng lãi suất phi rủi ro lên 4%; (2) Giảm EPS 2022/23/24 xuống 26,7%/0,7%/20,9%. Giá mục tiêu dựa trên tỷ trọng tương đương của phương pháp DCF và EV/EBITDA. Rủi ro giảm giá gồm (1) Nguồn cung nhiên liệu (than, khí...) thiếu hụt làm giảm sản lượng & (2) Thời gian hoàn thành dự án Nhơn Trạch 3&4 dài hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá bao gồm sản lượng huy động nhiệt điện cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	24.565	27.368	34.008	42.049
Tăng trưởng DT thuần	(17,4%)	11,4%	24,3%	23,6%
Biên lợi nhuận gộp	10,4%	12,0%	13,5%	14,3%
Biên EBITDA	23,0%	22,6%	23,3%	22,8%
LN ròng (tỷ)	1.779	1.711	2.767	3.197
Tăng trưởng LN ròng	(24,8%)	(3,8%)	61,7%	15,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	760	731	1.182	1.365
EPS điều chỉnh	760	731	1.182	1.365
BVPS	12.659	13.473	14.885	16.535
ROAE	6,1%	5,6%	8,3%	8,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

NHIỆT ĐIỆN PHỤC HỒI DẪN DẮT TĂNG TRƯỞNG LN TRONG 2023-24

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 18.400 đ/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu của POW xuống 9,8% so với báo cáo trước đó do (1) điều chỉnh lãi suất phi rủi ro từ 3% lên 4% và tăng chi phí sử dụng vốn vay (CoD), phản ánh điều kiện thị trường khó khăn hơn, (2) chúng tôi điều chỉnh giảm EPS năm 2022/23/24 lần lượt là 26,7%/0,7%/20,9%. Hiện tại, POW đang giao dịch ở mức P/B hiện tại chỉ 0,9 lần và đã giảm 45% so với mức đỉnh hồi tháng 1. Chúng tôi cho rằng đã đến lúc tích lũy một cổ phiếu phòng thủ với mức tăng trưởng EPS vững chắc trong giai đoạn 2023-24 với sức khỏe tài chính lành mạnh. Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau của sự kết hợp hai phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA:

- Định giá DCF 10 năm (WACC: 12,9% COE: 17,2%, LTG: 1,0%) phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về tăng trưởng của POW.
- Hệ số EV/EBITDA mục tiêu là 8,0 lần (giảm từ 9,5 lần trong dự phóng trước đó của chúng tôi), phản ánh hệ số EV/EBITDA trung bình năm 2023 của ngành điện.

Rủi ro giảm giá

- Nguồn cung nhiên liệu (than, LNG...) thiếu hụt có thể làm giảm sản lượng.
- Trong khi điều khoản về giá bán điện đã được thông qua, cam kết bao tiêu 80-90% sản lượng thiết kế trung bình nhiều năm cho NT3&4 vẫn chưa đạt được thống nhất. Vì vậy, dù đã sẵn sàng bước vào giai đoạn xây dựng, việc huy động vốn vẫn đang bế tắc do chưa thể hoàn thiện các điều khoản của hợp đồng PPA và GSA. Cam kết sản lượng là điều khoản quan trọng để ký kết hợp đồng cung cấp nhiên liệu dài hạn theo thông lệ quốc tế. Mặt khác, hoàn thiện PPA cũng là yếu tố then chốt để gọi vốn vì các nhà tài trợ quốc tế sẽ đánh giá nghiêm ngặt hiệu quả và dòng tiền của dự án. Chúng tôi cho rằng có tiềm ẩn rủi ro chậm trễ cho dự án NT3&4 liên quan đến PPA và GSA chưa được ký kết.

Tiềm năng tăng giá

- Sản lượng điện huy động cao hơn dự kiến.
- Cùng với dự án Nhơn Trạch 3&4, chúng tôi nhận thấy nhà máy LNG Quảng Ninh (1.500MW) - một mục tiêu khác của công ty trong năm 2025-30 và dự án đã được đưa vào dự thảo Quy hoạch điện 8. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là tiềm năng tăng giá cho POW và sẽ đưa vào mô hình dự phóng khi có thêm thông tin.

Hình 1: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Đơn vị: Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	//	2032
EBITDA	5.222	5.828	7.045	8.916		12.537
(-) Chi phí khấu hao, trừ NT 3&4	(3.371)	(3.371)	(3.371)	(4.043)		(3.373)
EBIT	1.852	2.458	3.675	4.874		9.164
(-) Thuế	(132)	(386)	(562)	(732)		(1.833)
Thuế (%)	7,2%	15,7%	15,3%	15%		20,0%
EBIAT	1.719	2.072	3.113	4.142		7.331
(+) Chi phí khấu hao	3.371	3.371	3.371	4.043		3.373
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(1.778)	1.827	(340)	69		(270)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ, trừ NT 3&4	(274)	(5.370)	(10.827)	(13.197)		(801)
FCFF	3.038	1.899	(4.684)	(4.944)		9.634
Giá trị dòng tiền năm cuối						81.973

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,2
Phần bù rủi ro	11,0%
Chi phí vốn	17,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	52.626
Nợ	(10.987)
Chi phí nợ	6,4%
Thuế (%)	15,0%
WACC	12,9%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu đồng/cp	Tỷ trọng %	Giá theo tỷ trọng đồng/cp
Trung bình EV/EBITDA 2022-23	8,0x	18.158	0,50	9.079
DCF 10 năm		18.641	0,50	9.321
Giá hợp lý				18.400
Giá mục tiêu (làm tròn)				18.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr US\$	P/E (lần)		P/B (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023
Doanh nghiệp nước ngoài													
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	284,1	NA	KKN	5.651,7	27,0	32,1	2,7	2,4	14,2	13,3	10,8	8,7
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN Equity	216,9	NA	KKN	8.384,9	31,4	20,1	3,1	2,5	17,1	12,0	7,8	12,1
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	0,6	NA	KKN	723,3	12,7	7,4	0,5	0,5	NA	4,0	4,3	6,1
Doanh nghiệp trong nước													
GENCO3	PGV VN Equity	18.000	NA	KKN	855,1	8,7	7,6	1,2	1,1	5,9	5,9	13,9	14,3
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	13.300	NA	KKN	281,2	14,6	9,1	1,1	1,0	4,3	NA	6,9	NA
Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	27.950	31.700	Khả quan	340,2	9,8	9,6	1,8	NA	5,0	NA	19,2	19,9
Trung bình						17,4	14,3	1,7	1,5	9,3	8,3	10,5	12,2
PVPower	POW VN Equity	11.450	18.400	Khả quan	1.133,8	23,0	22,1	0,9	0,7	6,3	6,2	3,9	7,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 19/12/2022

Tổng quan 9T22: Chi phí tăng mạnh làm giảm lợi nhuận

Hình 6: Tóm tắt KQKD của POW trong 9T22

	Q3/22	Q3/21	%svck	9T22	9T21	%svck	Sv dự phóng	Nhận xét
Tổng sản lượng (tr kWh)	2.995	2.705	11%	10.145	12.178	-17%	64%	Sản lượng điện Q3/22 tăng 11% svck nhờ đóng góp tích cực từ điện khí và thủy điện, bù đắp cho sản lượng mất mát mảng điện than.
Sản lượng điện khí	1.684	1.443	17%	6.548	6.457	1%	65%	Sản lượng điện khí tăng 17% svck từ mức thấp Q3/21 nhờ Nhơn Trạch 2 được huy động tích cực, bù đắp cho đại tu Cà Mau 1. Sản lượng điện khí 9T22 chỉ tăng 1% do nhu cầu điện tăng trưởng chậm hơn dự kiến với mùa nóng mát mẻ và việc cắt giảm công suất các ngành công nghiệp thâm dụng điện như sắt thép.
Sản lượng điện than	832	998	-17%	2.478	4.956	-50%	59%	Sản lượng điện Vũng Áng giảm 17% svck trong Q3/22 do sự cố tổ máy 1 (600MW) từ 2021 vẫn chưa được khắc phục
Sản lượng thủy điện	477	263	81%	1.115	765	46%	73%	Hòa Na và Dakrinh ghi nhận sản lượng huy động tốt nhờ thời tiết và thủy văn thuận lợi. Sản lượng mảng thủy điện do đó tăng 81% svck trong Q3/22.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	2.018	1.975	2%	2.027	1.722	18%		Giá bán bình quân tăng 2% svck hỗ trợ bởi giá huy động trên thị trường điện tăng và giá đầu vào tăng của các nguồn nhiệt điện.
Giá bán điện khí	2.414	2.238	8%	2.142	1.869	15%		Giá điện khí tăng 8% svck do giá khí tiếp tục duy trì ở mức cao.
Giá bán điện than	2.693	1.467	83%	2.100	1.496	40%		Giá bán điện than tăng mạnh 83% svck trong Q3/22 do giá than nhập tăng từ ảnh hưởng cuộc xung đột Nga - Ukraine. Vũng Áng sử dụng than trộn từ 2018 nên cũng chịu ảnh hưởng từ yếu tố này.
Giá bán thủy điện	1.539	1.101	40%	1.374	1.126	22%		Giá bán thủy điện tăng 40% svck trong Q3/22 nhờ giá huy động trên thị trường điện cạnh tranh cao hơn.
Doanh thu thuần	6.042	5.342	13%	20.566	20.967	-1,9%	68%	Doanh thu Q3/22 tăng 13% svck từ nền thấp Q3/21. Doanh thu 9T22 giảm 1,9% svck do sản lượng huy động giảm từ sự cố nhà máy Vũng Áng 1.
LN gộp	703	843	-17%	2.659	2.869	-7,3%	73%	LN gộp Q3/22 giảm 17% svck do chi phí từ Cà Mau 1 đại tu và sự cố Vũng Áng 1, kéo biên LN gộp giảm 4 điểm %.
Biên LN gộp	12%	16%	-4 điểm%	13%	14%	-0,8 điểm%		
Chi phí bán hàng & QLDN	387	154	151%	705	535	32%	87%	Chi phí bán hàng & QLDN Q3/22 tăng 151% svck do NT2 ghi nhận dự phòng phải thu tiền điện từ EVN.
Doanh thu tài chính	96	119	-20%	224	590	-62%	26%	
Chi phí tài chính	207	137	51%	541	505	7%	99%	Chi phí tài chính tăng 51% svck trong Q3/22 do ghi nhận khoản lỗ tỉ giá 131 tỷ (+426% svck).
Lợi ích CDTS	134	120	12%	381	192	99%	115%	
LN ròng	67	483	-86%	1.210	1.842	-34%	52%	Do đó, LN ròng Q3/22 giảm 86% svck đạt 66 tỷ đồng, kéo doanh thu 9T22 giảm 34% svck đạt 1.209 tỷ đồng, hoàn thành 52% dự phóng chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Triển vọng 2022-24: Nhiệt điện phục hồi sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng điện

Chúng tôi nhận thấy rủi ro Nhơn Trạch 3&4 bị chậm tiến độ do vướng mắc trong đàm phán hợp đồng PPA và GSA

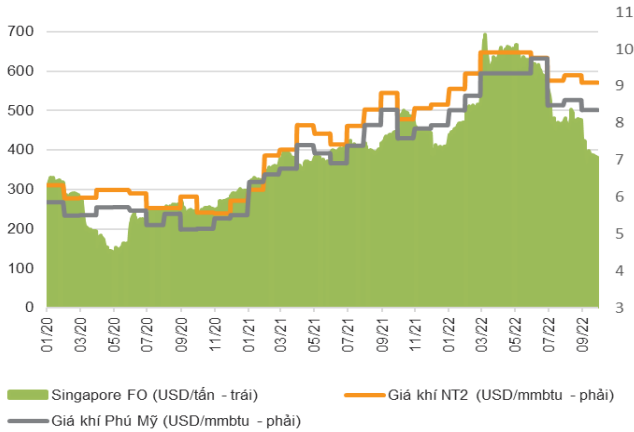
Mặc dù đã có những sự tích cực trong tiến độ san lấp, giải phóng mặt bằng Nhơn Trạch 3&4, hiện nay dự án vẫn đang gặp vướng mắc liên quan đến việc đàm phán cam kết đầu ra. Cụ thể, trong khi điều khoản về giá bao tiêu đã được thông qua thì đề xuất cam kết mua 80-90% sản lượng thiết kế bình quân (Qc) trong 15 năm vẫn chưa được quyết định. Vì vậy, dù đã sẵn sàng cho giai đoạn xây dựng, dự án vẫn đang gặp khó khăn do công ty vẫn chưa hoàn thiện các điều khoản PPA và GSA. Chúng tôi cho rằng cam kết Qc là một điều khoản quan trọng để có thể ký kết các hợp đồng cung cấp LNG dài hạn, giúp Nhơn Trạch 3&4 (NT3&4) tránh khỏi rủi ro biến động giá. Mặt khác, PPA cũng là yếu tố then chốt để POW tiến hành huy động vốn vì các nhà tài trợ nước ngoài sẽ đánh giá nghiêm ngặt hiệu quả và dòng tiền của dự án.

Hiện tại, PVPower đã phối hợp với Tập đoàn tư vấn Citibank (Mỹ) và ING (Hà Lan) thu xếp vốn cho dự án NT3&4 không có bảo lãnh Chính phủ và kết quả đạt được là khả quan. Cụ thể, khoản vay thương mại trong nước khoảng 4.000 tỷ đồng đang chờ Vietcombank phê duyệt, phần còn lại (900 triệu USD) là khoản vay tín dụng xuất khẩu (ECA) và vay thương mại nước ngoài. Chúng tôi hiện tại giữ nguyên dự báo Nhơn Trạch 3&4 sẽ đi vào hoạt động từ Q4/24 do tiến độ san lấp mặt bằng, giải phóng mặt bằng và huy động vốn đang có những tiến triển tích cực. Chúng tôi cho rằng cam kết đầu ra là bước cuối cùng giúp tháo

nút thắt của đàm phán PPA và GSA. Chúng tôi kỳ vọng điều khoản này sẽ sớm được thống nhất.

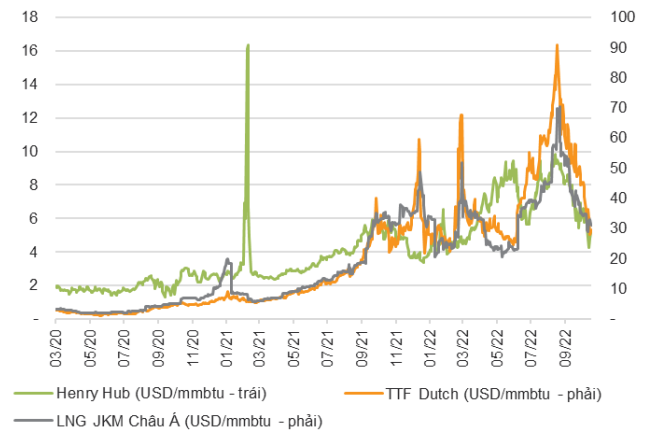
Mảng điện khí sẽ phục hồi nhờ nhu cầu điện được dự báo tăng trưởng mạnh với giá khí có xu hướng giảm

Hình 7: Giá khí đốt trong nước giảm từ đỉnh tháng 7, theo xu hướng giảm của Singapore Platt FO



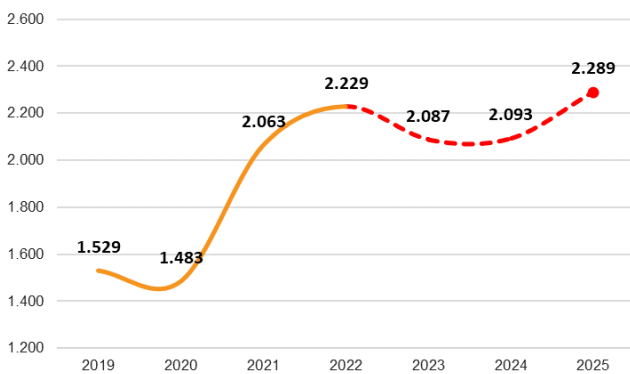
Nguồn: GENCO3, Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Chúng tôi nhận thấy giá khí thế giới giảm là một tín hiệu tốt cho việc đàm phán Nhơn Trạch 3&4



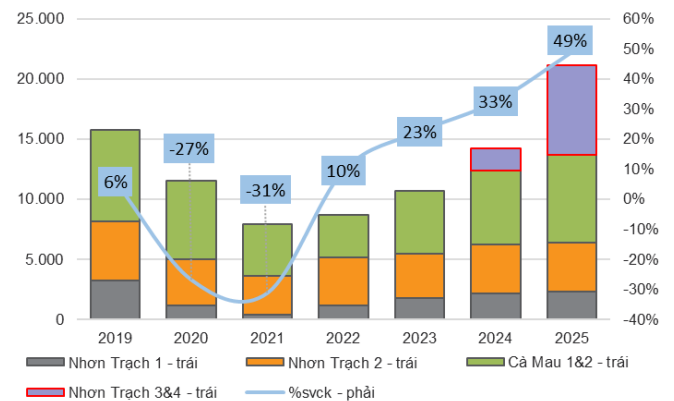
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Giá bán trung bình sẽ giảm dần trong 2023-24 và tăng trở lại từ 2025 khi Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động (Đơn vị: đồng/kWh)



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Chúng tôi nhận thấy sản lượng điện khí tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2023-25 nhờ đóng góp từ NT3&4 (Đơn vị: triệu kWh)



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, VNDIRECT RESEARCH

Mặc dù chúng tôi nhận thấy sản lượng điện khí tăng nhẹ trong năm 2022 từ mức nền thấp của năm 2021, tuy nhiên vẫn còn nhiều dư địa và động lực để điện khí tiếp tục tăng trưởng từ năm 2023 trở đi:

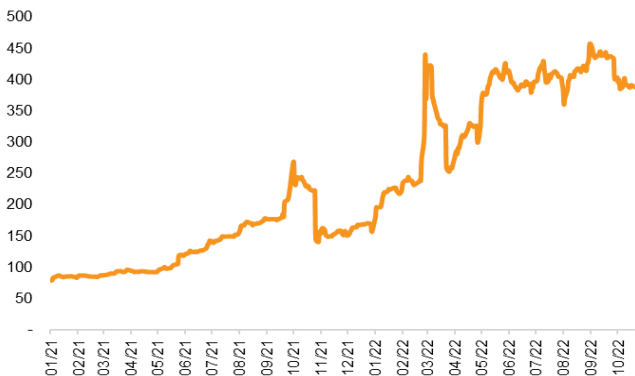
- Trong năm 2022, chúng tôi nhận thấy giá khí đốt duy trì ở mức cao và tăng trưởng nhu cầu điện thấp hơn dự kiến là những cản trở cho sự phục hồi của mảng điện này. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng điện khí sẽ tăng 10% svck lên 8,7 tỷ kWh trong năm 2022, được hỗ trợ bởi sản lượng tăng trong Q4/22 (2.192 kWh; +45% svck) từ mức nền thấp trong Q4/21 (1.503 kWh). Với việc giá khí trong nước của Việt Nam neo theo 46%*FO và biến động cùng chiều với giá dầu Brent, chúng tôi dự báo giá bán trung bình vẫn ở mức cao là 2.229 đồng/kWh, với giả định giá dầu Brent là 120 USD/thùng.
- Sang năm 2023, chúng tôi nhận thấy một số yếu tố để điện khí được huy động tích cực hơn, bao gồm (1) Tiêu thụ điện được dự báo tăng

trường mạnh mẽ với tốc độ kép là 9,2% cho giai đoạn 2022-30 sẽ củng cố triển vọng ngành điện, đặc biệt khi công suất bổ sung từ điện NLTT và điện than chậm lại do nút thắt chính sách; 2) Chúng tôi kỳ vọng giá khí sẽ giảm với dự báo dầu Brent thấp hơn đạt 90/80 USD/thùng trong giai đoạn 2023/24, giúp giảm áp lực lên giá bán điện và nâng cao khả năng cạnh tranh của điện khí với các nguồn khác, đặc biệt là nhiệt điện than nhập khẩu. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng điện khí trong năm 2023 sẽ tăng 23% svck lên 10,7 tỷ kWh với giá bán trung bình giảm xuống 2.087 đồng/kWh.

- Từ giai đoạn 2024-25, chúng tôi nhận thấy sản lượng điện tăng mạnh 33% svck và 49% svck lên lần lượt là 14,1 tỷ kWh và 21,1 tỷ kWh khi Nhơn Trạch 3 vận hành từ Q4/24 và Nhơn Trạch 4 từ Q2/25. NT3&4 với tổng công suất 1.600MW dự kiến đạt 9,0 tỷ kWh/năm khi vận hành hết công suất thiết kế và chiếm 42% tổng sản lượng trong năm 2025. Chúng tôi giả định giá bán trung bình của hai nhà máy này sẽ vào khoảng 2.600 đồng/kWh, cao hơn 30% so với các nhà máy điện khí POW trong nước với giá LNG dự kiến là 11 USD/mmbtu theo ước tính từ dự thảo PDP8.

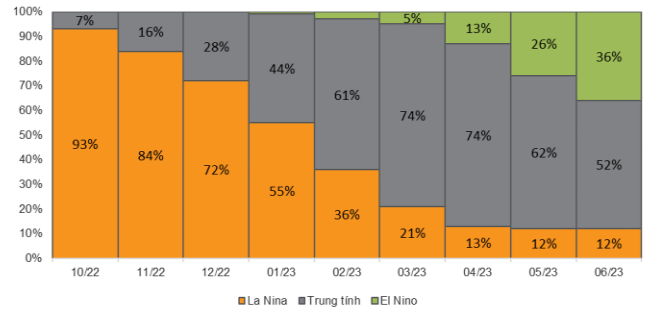
Điện than sẽ phục hồi khi Vũng Áng 1 hoạt động trở lại từ Q1/23, trong khi thủy điện sẽ đi ra khỏi pha thời tiết thuận lợi

Hình 11: Xung đột Ukraine-Nga và chính sách Zero-Covid của Trung Quốc làm đứt gãy chuỗi cung ứng khiến giá than tăng mạnh (Đơn vị: USD/tấn)



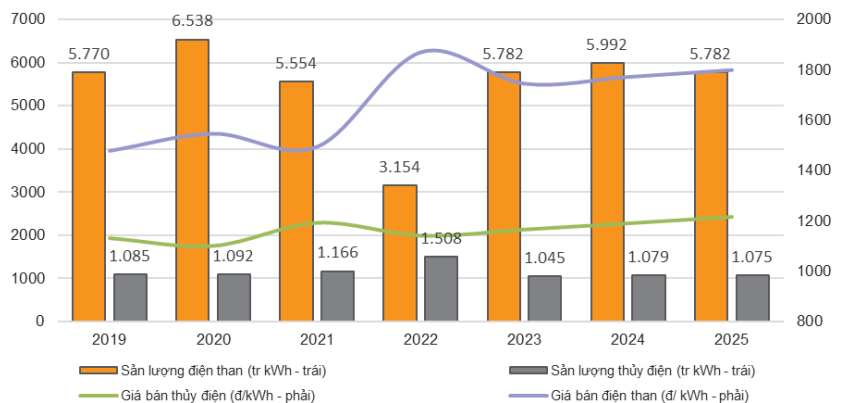
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: IRI dự báo pha La Nina kéo dài đến hết năm 2022 sau khi chuyển sang pha trung tính từ Q1/23 (Đơn vị: %)



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Sản lượng điện than và thủy điện giai đoạn 2022-25 – Dự phóng giá bán trung bình



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, VNDIRECT RESEARCH

- Trong năm 2022, chúng tôi nhận thấy giá than nhập khẩu tăng và việc giảm công suất từ tổ máy 1 Vũng Áng 1 là những nguyên nhân chính khiến sản lượng điện than giảm 43% svck xuống còn 3.154 triệu kWh. Giá bán trung bình cũng tăng 25% svck lên 1.870 đồng/kWh theo ước tính của chúng tôi do chi phí đầu vào tăng. Mặt khác, thủy điện sẽ được hưởng lợi từ điều kiện thủy văn lý tưởng. Sản lượng thủy điện sẽ tăng 29% svck lên 1.508 triệu kWh và giá bán trung bình sẽ giữ ở mức 1.150 đồng/kWh.
- Từ năm 2023, chúng tôi nhận thấy sự phục hồi sản lượng mạnh mẽ của Vũng Áng 1 nhờ tổ máy số 1 (600MW) hoạt động trở lại từ Q1/23 và dự báo phụ tải điện mạnh ở miền Bắc với giá bán trung bình sẽ giảm nhẹ xuống 1.745 đồng/kWh khi áp lực nhu cầu hạ nhiệt. Ngược lại, sản lượng thủy điện sẽ không còn duy trì mức huy động tích cực từ T2/23 khi pha La Nina kết thúc, dự kiến sẽ giảm 31% svck xuống 1.045 triệu kWh với giá bán trung bình ổn định ở mức 1.166 đồng/kWh theo ước tính của chúng tôi. Trong giai đoạn 2024-25, chúng tôi dự báo điện than và thủy điện sẽ giữ tỷ lệ huy động ổn định. Giá bán trung bình cũng tăng khoảng 2% hàng năm do trượt giá.

Điều chỉnh dự phóng LN giai đoạn 2022-24

- Nhìn chung, doanh thu năm 2022 sẽ tăng 11,4% svck lên 27.368 tỷ đồng nhờ giá bán điện tăng, bù đắp cho việc sản lượng giảm 8,9% svck. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy LN ròng giảm nhẹ 3,8% svck do lỗ tỷ giá cao hơn và doanh thu tài chính giảm mạnh.
- Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng doanh thu mảng nhiệt điện sẽ tăng trở lại với mức tăng 14,9% svck đối với điện khí và 71% svck đối với điện than. Chúng tôi nhận thấy đây là động lực chính giúp doanh thu POW tăng 24% svck lên 34.008 tỷ đồng, bù đắp cho khoản giảm doanh thu 28% svck từ thủy điện. Nhờ đó, LN ròng tăng 48% svck lên 2.742 tỷ đồng.
- Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu điện khí sẽ tăng 32,8% svck nhờ Nhơn Trạch 3 đi vào hoạt động từ Q4/24. Chúng tôi nhận thấy sản lượng bổ sung sẽ là yếu tố chính giúp doanh thu POW tăng 23,6% svck lên 42.049 tỷ đồng. Ngoài ra, LN ròng được dự phóng sẽ tăng 16% svck lên 3.186 tỷ đồng.

Hình 14: Điều chỉnh dự phóng LN giai đoạn 2022-24

Dự phóng (DP)	2022			2023			2024			Nhận xét
	DP cũ	DP mới	Thay đổi (%)	DP cũ	DP mới	Thay đổi (%)	DP cũ	DP mới	Thay đổi (%)	
Tỷ đồng										
Doanh thu	30.592	27.368	-10,5%	34.662	34.008	-1,9%	44.098	42.049	-4,6%	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu 2022 xuống 10,5% phản ánh sản lượng nhiệt điện thấp hơn kỳ vọng. Trong 2023/24, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ doanh thu lần lượt 1,9% và 4,6%.
Điện khí	22.318	19.749	-11,5%	23.588	22.694	-3,8%	32.441	30.132	-7,1%	
Thủy điện	1.203	1.720	43,0%	1.241	1.224	-1,4%	1.188	1.299	9,4%	
Điện than	6.764	5.898	-12,8%	9.486	10.090	6,4%	10.028	10.618	5,9%	
Giá vốn hàng bán	26.931	24.073	-10,6%	30.114	29.411	-2,3%	37.662	36.037	-4,3%	Giá vốn hàng bán 2022/23/24 điều chỉnh giảm tương ứng vs doanh thu lần lượt 10,6%, 2,3% và 4,3%
LN gộp	3.660	3.295	-10,0%	4.548	4.597	1,1%	6.436	6.012	-6,6%	LN gộp 2022/23/24 điều chỉnh tăng/giảm lần lượt -10%/+1,1%/-6,6% do những điều chỉnh nhẹ từ biên LN gộp.
Biên LN gộp (%)	12,0%	12,0%		13,1%	13,5%		14,6%	14,3%		
Chi phí bán hàng & QLDN	810	837	3,4%	916	922	0,7%	1.158	1.138	-1,7%	
EBIT	2.850	2.458	-13,8%	3.632	3.675	1,2%	5.278	4.874	-7,7%	
Doanh thu tài chính	850	565	-33,5%	602	934	55,1%	746	934	25,2%	Doanh thu tài chính 2022 điều chỉnh giảm 33% do chúng tôi chuyển khoản lợi nhuận bất thường từ thoái vốn điện Việt Lào khoảng 308 tỷ sang 2023. Trong 2023/24, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu tài chính 55% và 25% do ghi nhận LN bất thường và tỉ lệ tiền mặt tăng.
Chi phí tài chính	548	715	30,4%	531	881	65,9%	582	1.369	135,2%	Chi phí tài chính 2022/23/24 điều chỉnh tăng 30,4%/65,9%/135,2% phản ánh lãi suất tăng.
LN ròng	2.333	1.711	-26,7%	2.749	2.767	0,7%	4.039	3.197	-20,8%	Do đó, EPS 2022/23/24 điều chỉnh giảm 26,7%/0,7%/20,8%
EPS (đ/cp)	996	731	-26,7%	1.174	1.182	0,7%	1.725	1.365	-20,8%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo doanh nghiệp

Hình 15: Dự phóng kết quả kinh doanh POW giai đoạn 2022-24

	2021	2022	% svck	2023	% svck	2024	% svck
Sản lượng (tr kWh)	14.701	13.399	-8,9%	17.535	30,9%	19.488	11,1%
Điện khí	7.960	8.738	9,8%	10.709	22,6%	14.196	32,6%
Thủy Điện	1.185	1.508	27,2%	1.045	-30,7%	1.079	3,3%
Điện than	5.556	3.154	-43,2%	5.782	83,3%	5.992	3,6%
Giá bán bình quân (đ/kWh)	1.671	2.042	22,2%	1.939	-5,0%	2.158	11,3%
Điện khí	1.877	2.260	20,4%	2.119	-6,2%	2.123	0,2%
Thủy Điện	1.094	1.141	4,3%	1.172	2,7%	1.205	2,8%
Điện than	1.511	1.870	23,8%	1.745	-6,7%	1.772	1,5%
Doanh thu (tỷ đồng)	24.565	27.368	11,4%	34.008	24,3%	42.049	23,6%
Điện khí	14.941	19.749	32,2%	22.694	14,9%	30.132	32,8%
Thủy Điện	1.297	1.720	32,7%	1.224	-28,9%	1.299	6,2%
Điện than	8.396	5.898	-29,7%	10.090	71,1%	10.618	5,2%
LN gộp	2.543	3.295	29,6%	4.597	39,5%	6.012	30,8%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>10,4%</i>	<i>12,0%</i>		<i>13,5%</i>		<i>14,3%</i>	
EBITDA	5.222	5.828	11,6%	7.045	20,9%	8.916	26,6%
LN ròng	1.779	1.711	-3,8%	2.767	61,7%	3.197	15,5%
EPS (đ/cp)	760	731		1.182		1.365	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi nhận thấy POW chịu đôi chút áp lực từ việc tăng lãi suất và lỗ tỷ giá

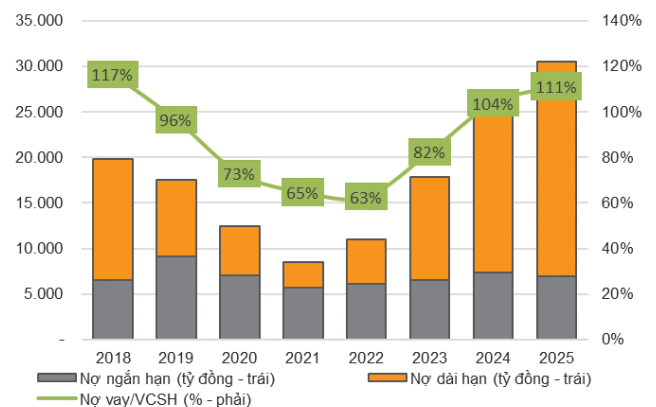
Hiện tại, chúng tôi nhận thấy POW không phải đối mặt với quá nhiều áp lực lãi suất tăng và tỷ giá hối đoái nhờ duy trì nghĩa vụ thanh toán nợ tốt của công ty, với tỷ lệ nợ vay/VCSH giảm dần từ 0,7 lần trong năm 2018 xuống 0,3 lần trong 9T22. Bên cạnh đó, công ty duy trì tình hình tài chính lành mạnh với dòng tiền mạnh và tỷ lệ thanh khoản ổn định. Đặc biệt, tỷ lệ tiền mặt và tỷ lệ chi trả lãi vay cải thiện, đạt 0,4 lần và 5,5 lần trong 9T22 từ mức thấp trong năm 2018, tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh/doanh thu hàng năm duy trì ở mức trung bình 15-20% từ giai đoạn 2018-21 và chỉ giảm xuống còn 7% trong 9T22 do tăng khoản phải thu từ EVN.

Hình 16: POW duy trì tình hình tài chính vững chắc với tỷ lệ nợ thấp và tỷ lệ tiền mặt dương trong 9T22

	2018	2019	2020	2021	9T22
Tỷ lệ tiền mặt	0,18	0,26	0,43	0,49	0,44
Nợ vay/VCSH (x)	0,70	0,60	0,40	0,30	0,30
Chỉ số thanh toán lãi vay	5,20	3,40	4,20	4,70	5,50
CFO/Doanh thu (%)	15,3%	15,1%	26,6%	21,0%	7,0%

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Tỷ lệ D/E sẽ tăng dần từ năm 2022 từ các khoản vay mới cho Nhon Trạch 3&4 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

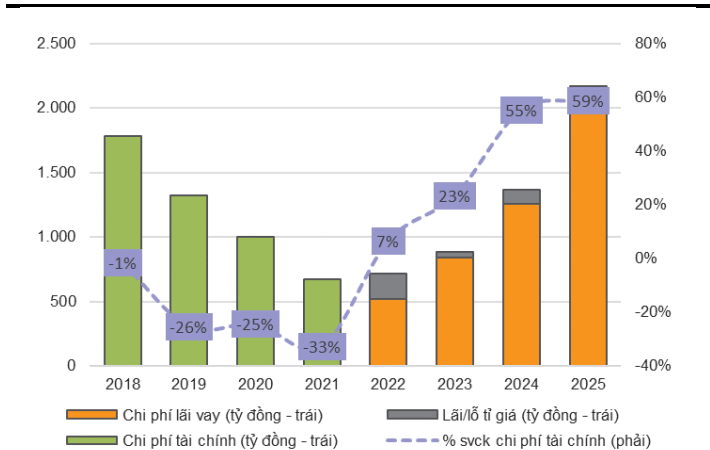
Từ năm 2023, chúng tôi nhận thấy khoản vay bằng USD cho Nhon Trạch 3&4 khoảng 1,1 tỷ USD sẽ gây áp lực lớn hơn lên tình hình tài chính của công ty. Đặc biệt, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ nợ vay/VCSH tăng từ 63% trong năm 2022 lên 111% trong năm 2025 sẽ làm tăng chi phí tài chính trong giai đoạn đầu tư Capex lớn này. Do đó, chúng tôi nhận thấy rủi ro tiềm ẩn từ môi trường lãi suất cao và lỗ tỷ giá sẽ có thể gia tăng từ năm 2023. Đối với cơ cấu nguồn vốn dự

án NT3&4, dự kiến sẽ được tài trợ bởi 25% vốn chủ sở hữu và 75% vốn vay.
Về cơ cấu nợ:

- Khoảng 4.000 tỷ đồng khoản vay thương mại trong nước đang vào giai đoạn cuối cùng chờ VCB phê duyệt.
- Phần còn lại (900 triệu USD theo ước tính của chúng tôi) là các khoản vay tín dụng xuất khẩu (ECA) và vay thương mại. Mặc dù chúng tôi nhận thấy các khoản vay ECA sẽ được hưởng chính sách lãi suất thấp hơn, nhưng chúng tôi cho rằng chỉ số đồng đô la duy trì ở mức cao sẽ làm tăng chi phí đầu tư và ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của dự án. Hiện tại, PVPower đã phối hợp với Tập đoàn tư vấn Citibank (Mỹ) và ING (Hà Lan) thu xếp vốn cho NT3&4 với hình thức không bảo lãnh Chính phủ và kết quả đạt được rất khả quan.

Chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy để xem tác động của lãi suất và sự tăng giá của đồng USD, chúng tôi giả định lãi suất cho vay mới sẽ duy trì ở mức 7% với đồng USD tăng giá 1% so với VND vào năm 2023. Mặc dù chúng tôi nhận thấy tác động của lỗ tỷ giá hối đoái là khiêm tốn, nhưng chúng tôi đánh giá cứ 1% thay đổi của lãi suất sẽ làm tăng thêm 63 tỷ đồng cho tổng chi phí tài chính của POW trong năm 2023.

Hình 18: Chi phí tài chính sẽ tăng trong giai đoạn 2022-2025 sau các dự án mới là Nhơn Trạch 3&4



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

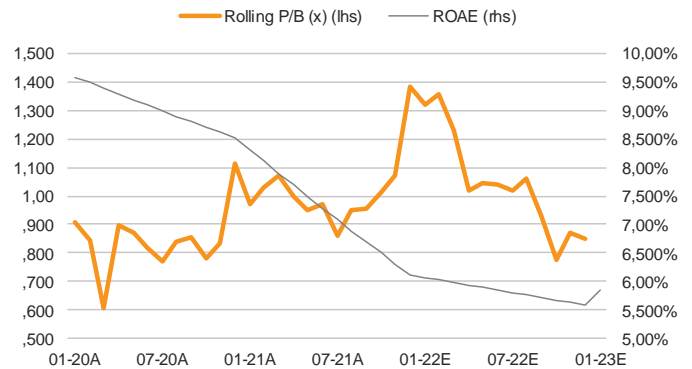
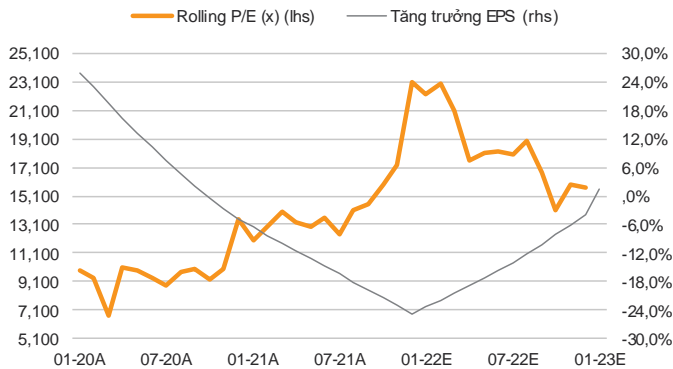
Hình 19: Chúng tôi đưa ra phân tích độ nhạy để minh họa tác động của nợ từ NT3&4 đến tổng chi phí tài chính POW trong năm 2023 (Đơn vị: tỷ đồng)

Bảng phân tích độ nhạy

Tỷ giá (%)	% chi phí lãi vay Nhơn Trạch 3&4						
	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
-3%	753,1	784,7	816,3	848,0	879,6	911,3	942,9
-2%	753,4	785,1	816,7	848,4	880,0	911,7	943,3
-1%	753,8	785,4	817,1	848,7	880,4	912,0	943,7
0%	754,2	785,8	817,5	849,1	880,8	912,4	944,1
1%	754,5	786,2	817,8	849,5	881,1	912,8	944,4
2%	754,9	786,6	818,2	849,9	881,5	913,2	944,8
3%	755,3	786,9	818,6	850,2	881,9	913,5	940,5

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	27.368	34.008	42.049
Giá vốn hàng bán	(24.073)	(29.411)	(36.037)
Chi phí quản lý DN	(819)	(898)	(1.107)
Chi phí bán hàng	(19)	(24)	(30)
LN hoạt động thuần	2.458	3.675	4.874
EBITDA thuần	5.828	7.045	8.916
Chi phí khấu hao	(3.371)	(3.371)	(4.043)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.458	3.675	4.874
Thu nhập lãi	509	578	746
Chi phí tài chính	(659)	(525)	(1.312)
Thu nhập ròng khác	(13)	(18)	(32)
TN từ các Cty LK & LD	9	9	9
LN trước thuế	2.304	3.718	4.284
Thuế	(350)	(557)	(631)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(244)	(394)	(456)
LN ròng	1.711	2.767	3.197
Thu nhập trên vốn	1.711	2.767	3.197
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	1.711	2.767	3.197

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	4.748	4.797	6.076
Đầu tư ngắn hạn	3.852	6.749	9.401
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.702	8.328	10.573
Hàng tồn kho	1.949	2.381	2.918
Các tài sản ngắn hạn khác	131	322	471
Tổng tài sản ngắn hạn	17.382	22.577	29.438
Tài sản cố định	34.263	41.720	50.874
Tổng đầu tư	818	827	835
Tài sản dài hạn khác	3.321	4.135	5.105
Tổng tài sản	55.785	69.259	86.253
Vay & nợ ngắn hạn	6.083	6.503	7.357
Phải trả người bán	5.957	7.278	9.185
Nợ ngắn hạn khác	3.866	5.134	6.089
Tổng nợ ngắn hạn	15.907	18.916	22.631
Vay & nợ dài hạn	4.904	11.376	19.969
Các khoản phải trả khác	691	982	1.348
Vốn điều lệ và	23.419	23.419	23.419
LN giữ lại	5.673	8.383	11.524
Vốn chủ sở hữu	31.552	34.860	38.723
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.731	3.126	3.581
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	55.785	69.259	86.253

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
LN trước thuế	2.304	3.718	4.284
Khấu hao	3.371	3.371	4.043
Thuế đã nộp	(350)	(557)	(631)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.381)	(1.128)	(1.301)
Thay đổi VLĐ	(1.456)	150	(218)
LC tiền thuần HKĐK	2.488	5.553	6.177
Đầu tư TSCĐ	(5.370)	(10.827)	(13.197)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	138	768	895
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(3.321)	(2.897)	(2.652)
LC tiền từ HĐĐT	(8.553)	(12.956)	(14.954)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	2.336	6.854	9.333
Dòng tiền từ HĐTC khác	252	597	723
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	2.588	7.452	10.056
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8.224	4.748	4.797
LC tiền thuần trong năm	(3.476)	49	1.279
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.748	4.797	6.076

Các chỉ số cơ bản

	12-22E	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	6,3%	8,1%	7,6%
Vòng quay TS	0,50	0,54	0,54
ROAA	3,1%	4,4%	4,1%
Đòn bẩy tài chính	1,78	1,88	2,11
ROAE	5,6%	8,3%	8,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	89,4	89,4	92,0
Số ngày nắm giữ HTK	29,6	29,6	29,6
Số ngày phải trả tiền bán	90,3	90,3	93,3
Vòng quay TSCĐ	0,82	0,90	0,91
ROIC	3,8%	5,0%	4,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,2	1,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	1,1	1,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,7
Vòng quay tiền	28,6	28,6	28,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	11,4%	24,3%	23,6%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	2,2%	49,5%	32,6%
Tăng trưởng LN ròng	(3,8%)	61,7%	15,5%
Tăng trưởng EPS	(3,8%)	61,7%	15,5%

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 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>