

**PVPOWER - POW**

**Khả quan**

**Tái khởi động tăng trưởng nhóm nhiệt điện**

Giá mục tiêu (12T)  
**VND17.800**

Điện | CẬP NHẬT

Consensus\*: Mua:7 Giữ:2 Bán:1

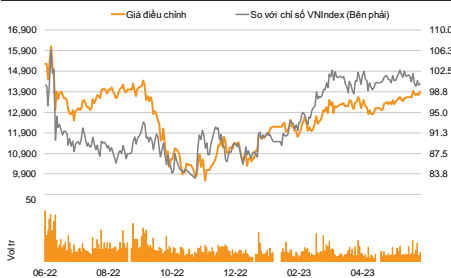
Giá mục tiêu / Consensus: -1,9%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➢ Điều chỉnh giảm EPS 2023-24 lần lượt 15%/15%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND18.400
Giá thị trường	VND13.850
Cao nhất 52 tuần (VND)	16.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9.580
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	97.718
Thị giá vốn (tỷ VND)	32.201
Free float	65%
Tỷ suất cổ tức	0,00%
P/E trượt (x)	15,6
P/B hiện tại (x)	1,0

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

PVN	79,9%
Khác	20,1%

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Hà Đức Tùng**

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

- Doanh thu Q1/23 tăng 5% svck đạt 7.424 tỷ đồng, hỗ trợ bởi sản lượng điện tăng 10% svck, tuy nhiên LN ròng giảm 26% svck do tỉ trọng Qc giảm.
- LN ròng 2023 tăng 7% svck nhờ khoản LN bất thường từ thoái vốn, LN ròng 2024 tăng 17% svck do kết quả mảng kinh doanh cốt lõi cải thiện.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 17.800đ/cp.

**KQKD Q1/23: Sản lượng hợp đồng giảm thu hẹp biên LN gộp**

Doanh thu Q1/23 POW tăng 5% svck đạt 7.424 tỷ đồng, hỗ trợ bởi sản lượng điện tăng 10% svck cùng với giá bán bình quân nhóm nhiệt điện cải thiện. Tuy nhiên, LN gộp giảm 34% svck do nhiều nhà máy như Nhơn Trạch 1, Vũng Áng 1 và Cà Mau 1&2 ghi nhận sản lượng huy động từ thị trường điện cạnh tranh cao với giá thấp hơn, thu hẹp biên LN gộp 5 điểm %. Doanh thu tài chính tăng 90% svck do doanh thu tiền gửi tăng mạnh, trong khi chi phí tài chính tăng 30% svck do khoản vay bổ sung Nhơn Trạch 3&4 trong môi trường lãi suất neo cao. Hơn nữa, POW ghi nhận 149 tỷ đồng khoản bồi thường Vũng Áng 1 trong Q1/23, theo đó, LN ròng giảm 26% svck đạt 534 tỷ đồng, hoàn thành 20% dự phóng của chúng tôi.

**Triển vọng 2023-24: Nhóm nhiệt điện thúc đẩy tăng trưởng sản lượng**

Trong 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng 15% svck, hỗ trợ bởi tăng trưởng sản lượng tích cực nhóm nhiệt điện, bù đắp những mất mát từ thủy điện trong bối cảnh thủy văn kém thuận lợi. Chúng tôi kỳ vọng khoản thoái vốn CTCP EVN Việt-Lào khoảng 300 tỷ đồng trong 2023 sẽ củng cố mức tăng trưởng LN ròng 7% svck. Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng sẽ tăng lần lượt 25% svck và 17% svck, nhờ 1) Nhóm điện khí tăng trưởng sản lượng tích cực hơn sau khi hoàn thành nhiều kế hoạch đại tu trong 2023; 2) Tổ 1 Vũng Áng 1 (600MW) đi vào hoạt động từ Q3/23 và vận hành cả năm 2024. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng khoản bồi thường bảo hiểm cho Vũng Áng 1 sẽ là một động lực tăng trưởng LN tích cực, hiện tại POW đang làm việc với PVI để có thể ghi nhận được giá trị đền bù hợp lý nhất, chúng tôi kỳ vọng thương vụ sẽ được phân bổ trong 2023-24.

Đối với Nhơn Trạch 3&4, mặc dù có nhiều điểm tích cực trong quá trình thu xếp vốn, về cơ bản POW đã chốt được ba khoản vay cơ bản khoảng 1 tỷ USD với lãi suất hấp dẫn, dự án vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro chậm tiến độ liên quan đến thống nhất điều khoản trong PPA, GSA và những vướng mắc trong thi công đường dây của EVN.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 17.800đ/cp**

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu POW đi 9,6% sv dự phóng trước do chúng tôi điều chỉnh giảm tăng trưởng EPS 2023-24 đi 15%/15%. Hiện tại POW đang được giao dịch ở mức P/B 1,0x, thấp hơn so với trung bình ngành. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy một doanh nghiệp điện khí hàng đầu, hưởng lợi từ quan điểm phát triển nguồn điện dài hạn của Chính phủ. Giá mục tiêu dựa trên tỉ trọng tương đương của phương pháp DCF và EV/EBITDA. Tiềm năng tăng giá: 1) Kế hoạch bồi thường cụ thể cho Vũng Áng 1 được công bố; 2) Nhu cầu điện phục hồi mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) Khó khăn tài chính của EVN chưa được giải quyết, kéo theo rủi ro về trích lập dự phòng và gián đoạn dòng tiền kinh doanh; 2) Cung đầu vào (than, khí) thiếu, ảnh hưởng đến khả năng huy động.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	24.561	28.224	32.394	40.536
Tăng trưởng DT thuần	(17,4%)	14,9%	14,8%	25,1%
Biên lợi nhuận gộp	10,3%	13,2%	11,9%	12,8%
Biên EBITDA	23,1%	21,5%	21,0%	20,4%
LN ròng (tỷ)	1.799	2.061	2.204	2.575
Tăng trưởng LN ròng	(24,0%)	14,6%	7,0%	16,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	768	880	941	1.100
EPS điều chỉnh	768	880	941	1.100
BVPS	12.229	13.031	14.180	15.709
ROAE	6,3%	7,0%	6,9%	7,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tái khởi động tăng trưởng nhóm nhiệt điện

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 17.800đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu POW đi 9,6% sv dự phóng trước do chúng tôi điều chỉnh giảm tăng trưởng EPS 2023-24 đi lần lượt 15%/15%. Hiện tại POW đang được giao dịch ở mức P/B 1,0x, thấp hơn so với trung bình ngành. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy một doanh nghiệp điện khí hàng đầu, hưởng lợi từ quan điểm phát triển nguồn điện dài hạn của Chính phủ. Đồng thời, POW cũng sở hữu một sức khỏe tài chính mạnh mẽ, sở hữu nhiều tiềm năng tăng giá trong cả ngắn và dài hạn. Giá mục tiêu dựa trên tỉ trọng tương đương của phương pháp DCF và EV/EBITDA:

- Định giá DCF 10 năm (WACC: 13,0% 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 8,5x (tương đương hệ số trong báo cáo trước) phản ánh mức EV/EBITDA trung bình ngành điện 2023-24.

#### Tiềm năng tăng giá bao gồm:

- Khoản bồi thường bảo hiểm sự cố Vũng Áng 1 (hiện tại Q1/23 đã ghi nhận 149 tỷ đồng), chúng tôi cho rằng tổng giá trị bồi thường sẽ cao hơn nhiều so với con số hiện tại và chúng tôi nhận thấy đây sẽ là một tiềm năng tăng trưởng đáng chú ý của POW trong thời gian tới, và sẽ đưa vào mô hình định giá khi có thêm thông tin chi tiết.
- Nhu cầu điện tăng trưởng mạnh hơn dự kiến, hỗ trợ huy động sản lượng tích cực hơn.

#### Rủi ro giảm giá bao gồm:

- Khó khăn tài chính của EVN chưa được giải quyết, gây gián đoạn dòng tiền kinh doanh của POW cũng như rủi ro trích lập dự phòng.
- Nhiên liệu đầu vào (than, khí) thiếu, cản trở tăng trưởng huy động sản lượng điện.

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

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026 //	2034
EBITDA	5.800	7.592	9.777	10.524	10.862
(-) Chi phí khấu hao	(2.832)	(2.824)	(2.824)	(3.496)	(4.237)
EBIT	2.386	2.844	2.976	4.096	6.287
(-) Thuế	(168)	(244)	(455)	(615)	(792)
Thuế (%)	7,0%	8,6%	15,3%	15%	12,6%
EBIAT	2.218	2.600	2.521	3.481	5.496
(+) Chi phí khấu hao	2.832	2.824	2.824	3.496	4.237
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(1.533)	1.774	(1.963)	(1.647)	1.231
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(286)	(2.601)	(10.811)	(13.182)	(629)
<b>FCFF</b>	<b>3.231</b>	<b>4.596</b>	<b>(7.429)</b>	<b>(7.853)</b>	<b>9.127</b>
<b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b>					<b>75.290</b>

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	47.007
Nợ	(14.706)
Chi phí nợ	7,3%
Thuế (%)	15,0%
WACC	13,2%
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	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
		đồng/cp	%	đồng/cp
Trung bình EV/EBITDA 2023-24	8,5x	18.218	50%	9.109
DCF 10 năm		17.479	50%	8.740
Giá hợp lý				17.849
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>				<b>17.800</b>

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	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			tr USD	Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023	Trượt 12T
<b>Doanh nghiệp nước ngoài</b>													
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	257,0	NA	KKN	5.124,7	28,5	27,1	2,3	2,0	19,0	10,3	8,2	9,1
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN Equity	221,5	NA	KKN	8.581,2	21,2	20,0	2,5	2,2	15,2	12,0	13,0	11,7
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	0,6	NA	KKN	629,2	22,6	16,1	0,5	0,5	NA	3,7	2,8	4,7
<b>Doanh nghiệp trong nước</b>													
GENCO3	PGV VN Equity	24.700	NA	KKN	1.182,0	12,1	12,4	1,6	1,4	6,8	6,3	12,8	14,3
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN Equity	17.200	NA	KKN	329,7	10,1	8,8	1,3	1,2	4,2	NA	12,4	13,0
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	16.100	NA	KKN	342,9	14,7	NA	1,3	1,2	5,3	NA	8,7	NA
Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	32.300	33.000	Khả quan	396,1	10,0	12,0	2,0	2,0	5,2	NA	20,9	17,1
<b>Trung bình</b>						<b>17,0</b>	<b>16,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>9,3</b>	<b>7,7</b>	<b>11,3</b>	<b>11,6</b>
<b>PVPower</b>	<b>POW VN Equity</b>	<b>13.850</b>	<b>17.800</b>	<b>Khả quan</b>	<b>1.381,6</b>	<b>15,6</b>	<b>22,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg  
Dữ liệu tại ngày 13/06/2023

## KQKD Q1/23: Sản lượng hợp đồng giảm thu hẹp biên LN gộp

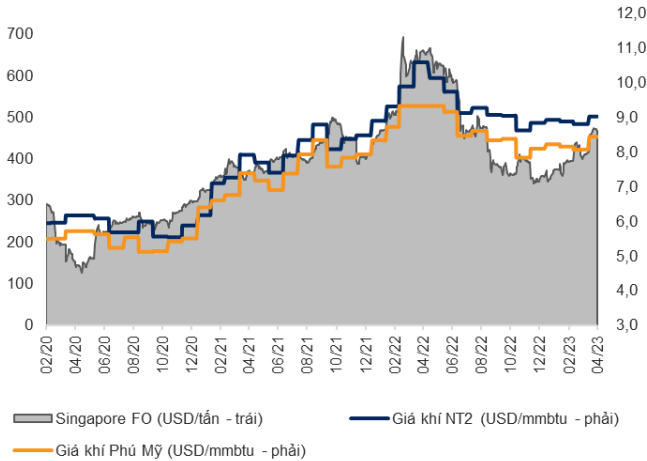
Hình 6: Tổng hợp KQKD Q1/23 của POW

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/23	Q1/22	%svck	Sv dự phóng trước	Nhận xét
<b>Tổng sản lượng (triệu kWh)</b>	<b>4.002</b>	<b>3.653</b>	<b>10%</b>	<b>25%</b>	<b>Tổng sản lượng Q1/23 tăng 10% svck nhờ nhóm nhiệt điện huy động tích cực.</b>
Điện khí	2.739	2.498	10%	26%	Sản lượng điện khí tăng 10% svck do sản lượng nhiệt điện Cà Mau 1&2 cải thiện đáng kể từ mức thấp trong Q1/22.
Điện than	934	821	14%	18%	Sản lượng điện than tăng 14% svck do nhu cầu điện dân cư tăng trong bối cảnh thủy điện ghi nhận thủy văn không thuận lợi. Tuy nhiên, đây vẫn là mức thấp hơn kế hoạch do công tác sửa chữa Vũng Áng kéo dài.
Thủy điện	328	333	-1%	31%	Sản lượng thủy điện trong Q1/23 giảm 1% svck, nhà máy đặt tại khu vực miền Trung, Q1/23 vẫn là thời điểm mùa mưa, và đều là nhà máy có khả năng điều tiết.
<b>Giá bán bình quân (đ/kWh)</b>	<b>1.955</b>	<b>1.950</b>	<b>0,3%</b>	<b>0%</b>	<b>Giá bán bình quân neo cao, chỉ giảm nhẹ 0,3% svck do chi phí đầu vào như than, khí không giảm đáng kể trong Q1/23.</b>
Điện khí	1.974	2.015	-2%	0%	Giá bán bình quân điện khí giảm 2% svck, hỗ trợ bởi giá khí giảm 5% svck.
Điện than	2.218	1.975	12%	0%	Giá bán bình quân Vũng Áng 1 tăng 12% svck do chi phí đầu vào như than nhập khẩu tăng cao trong khi nhà máy phải sử dụng hoàn toàn than trộn từ 2023.
Thủy điện	1.240	1.398	-11%	0%	
<b>Doanh thu</b>	<b>7.424</b>	<b>7.061</b>	<b>5%</b>	<b>22%</b>	<b>Doanh thu tăng 5% svck nhờ sản lượng tăng mạnh cùng với giá bán neo cao.</b>
LN gộp	679	1.027	-34%	16%	LN gộp giảm 34% svck do nhiều nhà máy ghi nhận sản lượng huy động từ thị trường điện cạnh tranh với giá thấp hơn giá Qc như Nhơn Trạch 1, Vũng Áng 1 và Cà Mau 1&2, kéo biên lợi nhuận gộp giảm từ mức cao trong Q1/22.
<b>Biên LN gộp (%)</b>	<b>9%</b>	<b>15%</b>	<b>-5 điểm%</b>		
Chi phí bán hàng&QLDN	126	116	9%	14%	
Doanh thu tài chính	125	66	90%	19%	Doanh thu tài chính tăng 90% svck do doanh thu tiền gửi tăng mạnh.
Chi phí tài chính	140	108	30%	16%	Chi phí tài chính tăng 30% svck do khoản vay bổ sung đầu tư Nhơn Trạch 3&4 trong bối cảnh lãi suất neo cao.
Thu nhập khác	153	10	1386%	0%	Trong Q1/23 POW ghi nhận 149 tỷ đồng khoản bồi thường sự cố Vũng Áng 1 từ PVI.
Lợi ích cổ đông thiểu số	116	82	41%	-31%	
<b>LN ròng</b>	<b>534</b>	<b>721</b>	<b>-26%</b>	<b>20%</b>	<b>Theo đó, LN ròng Q1/23 giảm 26% svck đạt 534 tỷ đồng, hoàn thành 20% dự phóng của chúng tôi.</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

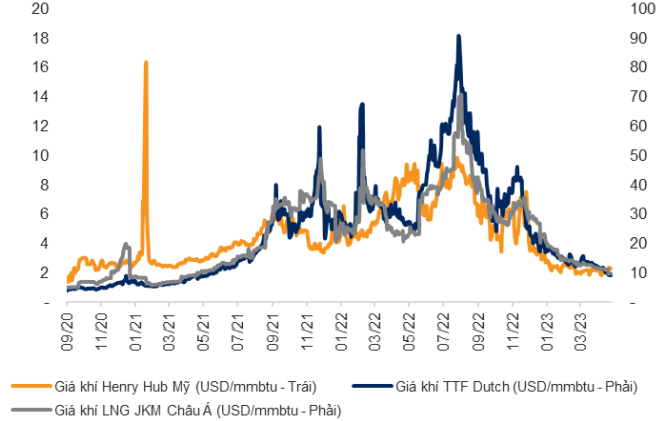
## Triển vọng 2023-24: Nhiệt điện phục hồi thúc đẩy tăng trưởng sản lượng điện

**Hình 7:** Giá khí đã giảm đáng kể từ mức đỉnh 2022, tuy nhiên, đã giảm chậm lại trong 4T23 trong bối cảnh giá dầu FO thế giới neo cao và chi phí khai thác các mỏ nội địa ngày càng đắt đỏ



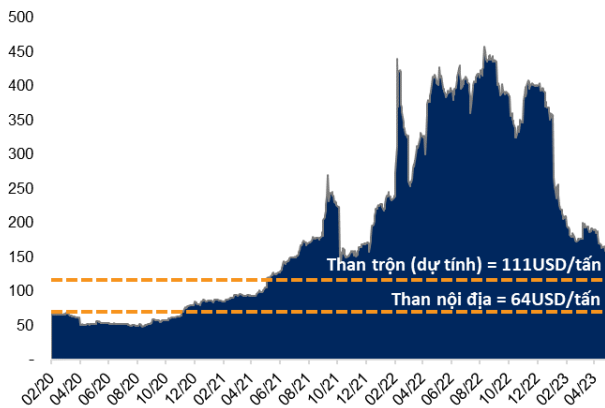
Nguồn: GENCO3, Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8:** Nhiều chỉ số giá khí trên thế giới ghi nhận mức giảm mạnh từ T1/23, phần nào hỗ trợ quá trình đàm phán PPA của Nhơn Trạch 3&4 theo sau là tiền độ hợp đồng GSA



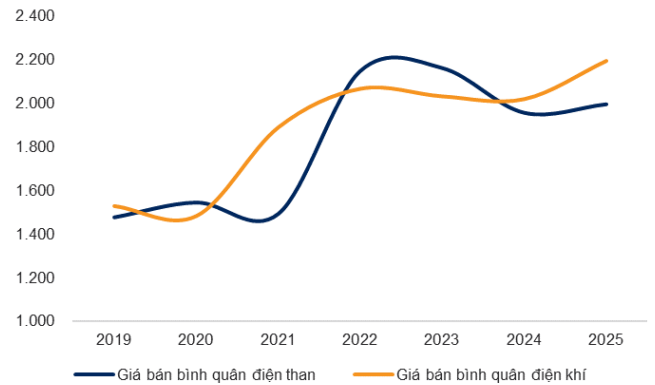
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9:** Giá than thế giới giảm mạnh từ đỉnh 2022, hiện tại giao động quanh mức 136USD/tấn. Mặc dù vẫn cao hơn sv quá khứ, điều này hỗ trợ giải tỏa một phần áp lực cho các nhà máy có tỉ lệ than trộn cao như Vũng Áng 1 (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

**Hình 10:** Xu hướng giá đầu vào giảm sẽ hỗ trợ giá bán điện bình quân nhóm nhiệt điện giảm trong giai đoạn 2023-24, tuy nhiên, mức giá sẽ vẫn cao hơn tương đối so với mức trước dịch Covid (Đơn vị: đ/kWh)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 11:** Theo EVN, mực nước thượng lưu các sông và hồ chứa thủy điện trên toàn quốc đang ghi nhận giảm mạnh so với cùng kỳ, đặc biệt tại khu vực Đông Bắc, Tây Bắc và Đông Nam Bộ (Đơn vị: %)

	Đông Bắc Bộ		Tây Bắc Bộ					Bắc Trung Bộ			Nam Trung Bộ					Tây Nguyên					Đông Nam Bộ		
	Tuyên Quang		Sơn La	Hòa Bình	Thác Bà	Bản Chát	Lai Châu	Bản Vẽ	Trung Sơn	Khe Bô	Sông Ba Hạ	A Vương	Sông Tranh 2	Sông Hinh	Sông Bung 4	Buôn Srah	Tua rông	Pleik rông	Ialy	Đồng Nai 3	Sê San 4A	Hàm Thuận	Trị An
Tháng 1	0,3%	-2,7%	7,4%	3,4%	-1,0%	-3,0%	-0,5%	-1,3%	-0,6%	0,2%	0,4%	0,7%	0,0%	0,5%	0,2%	-0,1%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,9%	-0,6%	-4,7%	-0,4%
Tháng 2	-5,0%	-2,9%	3,0%	-1,5%	-1,9%	-3,9%	-3,4%	-7,9%	-0,8%	0,0%	-0,2%	0,2%	0,0%	-1,0%	-0,1%	-0,4%	-0,6%	-0,3%	0,9%	-0,7%	-5,9%	-0,7%	
Tháng 3	-7,1%	-10,4%	5,7%	-4,4%	-5,1%	-1,5%	-5,0%	-2,5%	-0,2%	-1,4%	-3,2%	-2,7%	-1,1%	-1,3%	-1,2%	-1,7%	-1,0%	-1,2%	-2,5%	-0,9%	-13,2%	-1,7%	
Tháng 4	-7,1%	-10,4%	5,7%	-4,4%	-5,1%	-1,5%	-5,0%	-2,5%	-0,2%	-1,4%	-3,2%	-2,7%	-1,1%	-1,3%	-1,2%	-1,7%	-1,0%	-1,2%	-2,5%	-0,9%	-13,2%	-1,7%	
Tháng 5	-21,3%	-14,7%	2,8%	-10,7%	-6,8%	-6,1%	-9,4%	-8,5%	0,1%	-0,4%	-2,5%	-6,5%	-1,8%	-1,7%	-0,4%	-1,2%	-1,4%	-1,3%	-2,9%	-0,8%	-5,0%	-3,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EVN

#### **Đối với nhóm điện khí:**

- Chúng tôi dự phóng sản lượng 2023 tăng 15% svck, củng cố bởi 1) Chúng tôi dự kiến tăng trưởng kép nhu cầu điện toàn quốc đạt 7% trong 2023-30; 2) Nhóm thủy điện ghi nhận thủy văn không thuận lợi, tạo dư địa lớn cho các nhà máy nhiệt điện huy động ở mức cao hơn cùng với xu hướng tăng cường truyền tải điện từ Nam ra Bắc.
- Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí tiếp tục tăng 24% svck. Chúng tôi cho rằng tình trạng thừa nguồn tại khu vực miền Nam sẽ sớm được hấp thụ hết bởi nhu cầu ngày càng tăng trong khi tốc độ tăng trưởng nguồn điện đang chững lại. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu điện nhóm Công nghiệp & Xây dựng (thường chiếm 45-50% tổng nhu cầu) sẽ đáng kể hơn khi kinh tế Việt Nam quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng sau năm 2023 ghi nhận hoạt động sản xuất kém.
- Dự kiến giá bán bình quân 2023-24 điện khí sẽ duy trì ở mức cao, đạt lần lượt 2.032đ/kWh và 2.022đ/kWh, giảm nhẹ 2% svck và 1% svck do xu hướng giảm giá dầu FO. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức giảm là khiêm tốn trong bối cảnh chi phí khai thác các mỏ nội địa đang ngày càng đắt đỏ. Hơn nữa, dự kiến từ Q4/24, Nhon Trạch 3 sử dụng khí LNG sẽ đi vào hoạt động, phần nào ngăn cản đà giảm giá của nhóm điện khí.
- Theo đó, doanh thu điện khí 2023-24 dự kiến tăng lần lượt 13% svck và 26% svck. LN gộp 2023-24 cũng đồng thời tăng lần lượt 23% svck và 38% svck theo dự phóng của chúng tôi.

#### **Đối với nhóm điện than**

- Chúng tôi cho rằng sự quay trở lại của tổ 1 Vũng Áng 1 (600MW) từ Q3/23 sẽ là động lực chính cho tăng trưởng của nhóm trong 2023-24. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ được hưởng lợi lớn hơn trong bối cảnh mực nước thấp tại các hồ thủy điện khu vực miền Bắc, Trung gây ra thiếu điện nghiêm trọng. Tính đến hết 5T23, sản lượng điện của Vũng Áng đã cải thiện rõ rệt 24% svck, và đây dự kiến sẽ tiếp tục là xu hướng trong phần còn lại của giai đoạn El Nino cho đến ít nhất nửa sau 2024, giúp sản lượng của nhà máy dự kiến tăng 27% svck trong 2023, sau đó tăng 38% svck trong 2024 khi Vũng Áng 1 hoạt động với công suất tiềm năng tối đa theo đánh giá của chúng tôi.
- Trong bối cảnh các nhà máy điện than sẽ phải sử dụng hoàn toàn than trộn, chúng tôi cho rằng giá bán bình quân Vũng Áng 1 sẽ neo ở mức cao đạt 2.162đ/kWh (+1% svck) trong 2023, sau đó giảm 9% svck trong 2024, hỗ trợ bởi xu hướng giảm của giá than nhập khẩu.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN gộp 2023 của Vũng Áng 1 sẽ tăng lần lượt 30% svck và 42% svck, sau đó tiếp tục tăng 37% svck và 27% svck trong 2024.

#### **Đối với nhóm thủy điện**

- Chúng tôi dự kiến sản lượng thủy điện sẽ giảm 25% svck trong 2023 do tình hình thủy văn kém tích cực, sau khi phục hồi 14% svck trong 2024 do chúng tôi kỳ vọng pha El Nino thường chỉ kéo dài trong tầm 8-12 tháng.
- Giá bán bình quân giao động ở 1.063-1.086đ/kWh trong 2023-24, và doanh thu sẽ điều chỉnh lần lượt -33% svck/+14% svck. Do đó, LN gộp dự kiến giảm 50% svck trong 2023 và tăng trở lại 32% svck trong 2024.

**Hình 12: Cơ cấu doanh thu và LN theo nhóm điện trong 2023-24**

	2022	2023	%svck	2024	%svck
<b>Tổng sản lượng (tr kWh)</b>	<b>14.136,0</b>	<b>16.087,7</b>	<b>14%</b>	<b>19.276,4</b>	<b>20%</b>
Điện khí	9.213,0	10.577,7	15%	13.445,7	27%
Thủy điện	1.605,0	1.200,1	-25%	1.366,6	14%
Điện than	3.318,0	4.309,9	30%	5.886,7	37%
<b>Giá bán bình quân (đ/kWh)</b>					
Điện khí	2.067,5	2.032,7	-2%	2.019,9	-1%
Thủy điện	1.164,7	1.063,8	-9%	1.086,5	2%
Điện than	2.149,5	2.162,8	1%	1.957,6	-9%
<b>Tổng doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>27.968,7</b>	<b>32.100,9</b>	<b>15%</b>	<b>40.169,0</b>	<b>25%</b>
Điện khí	19.048,2	21.500,9	13%	27.158,9	26%
Thủy điện	1.875,3	1.278,4	-32%	1.486,4	16%
Điện than	7.132,0	9.321,6	31%	11.523,7	24%
<b>LN gộp (tỷ đồng)</b>	<b>3.726,1</b>	<b>3.855,4</b>	<b>3%</b>	<b>5.194,9</b>	<b>35%</b>
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>		<i>13%</i>	
Điện khí	1.908,6	2.351,7	23%	3.254,9	38%
Thủy điện	1.174,8	585,3	-50%	770,7	32%
Điện than	642,7	912,5	42%	1.162,0	27%
Doanh thu tài chính	445,2	797,8	79%	621,1	-22%
Chi phí tài chính	(591,8)	(763,3)	29%	(1.019,6)	34%
<b>LN ròng</b>	<b>2.060,9</b>	<b>2.204,4</b>	<b>7%</b>	<b>2.575,1</b>	<b>17%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### **Mặc dù có nhiều nỗ lực trong thu xếp tài chính, Nhon Trạch 3&4 vẫn tiềm ẩn nhiều nguy cơ chậm tiến độ**

**Về tiến độ thi công:** Hiện tại dự án đã hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng, POW đã bàn giao cho tổng thầu EPC để tiến hành san lấp cát và đóng cọc đại trà.

**Về công tác đàm phán hợp đồng:** Hiện tại điều khoản bao tiêu sản lượng dài hạn (Qc) vẫn chưa được POW và EVN thống nhất, ảnh hưởng đến tiến độ đàm phán hợp đồng điện (PPA), theo sau là hợp đồng khí (GSA).

**Về công tác thu xếp vốn:** Tổng mức đầu tư dự tính Nhon Trạch 3&4 vào khoảng 1,4 tỷ USD, trong đó, huy động vốn vay khoảng 1 tỷ USD. Hiện tại, về cơ bản POW đã thống nhất được ba khoản vay bao gồm: 1) Khoản vay 200 triệu USD từ một ngân hàng Nhật Bản, lãi vay tính theo SOFR + 1,5%; 2) Khoản vay 4.000 tỷ đồng từ Vietcombank, lãi suất năm đầu 7%, các năm sau neo theo lãi suất tiền gửi 12 tháng + 2%; 3) Khoản vay lớn nhất trị giá 500 triệu USD do Citibank và IG thu xếp, dự kiến doanh nghiệp sẽ thương lượng được chính sách lãi vay rất ưu đãi (SOFR công mức biên tối thiểu)

Đặc biệt, hiện tại EVNNPT chịu trách nhiệm triển khai thi công các công trình đường dây 220kV, 500kV để đồng bộ với tiến độ thi công nhà máy điện Nhon Trạch 3&4. Tuy nhiên, do những khó khăn vướng mắc trong giải phóng mặt bằng, EVNNPT đề xuất điều chỉnh lộ trình đường dây 200kV Nhon Trạch 3 – Thủ Đức thành đường dây 220kV Nhon Trạch 3 – Mỹ Xuân – Cát Lái. Chúng tôi nhận thấy việc thay đổi kế hoạch tiềm ẩn nguy cơ làm chậm tiến độ cho toàn dự án do công việc xin ý kiến cấp thẩm quyền cần phải phê duyệt lại từ đầu.

### Điều chỉnh dự phóng 2023-24

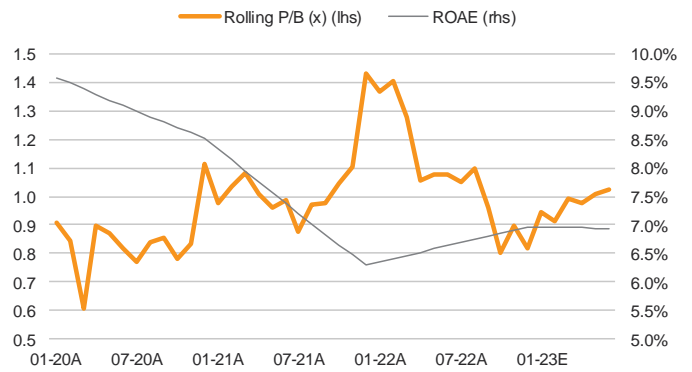
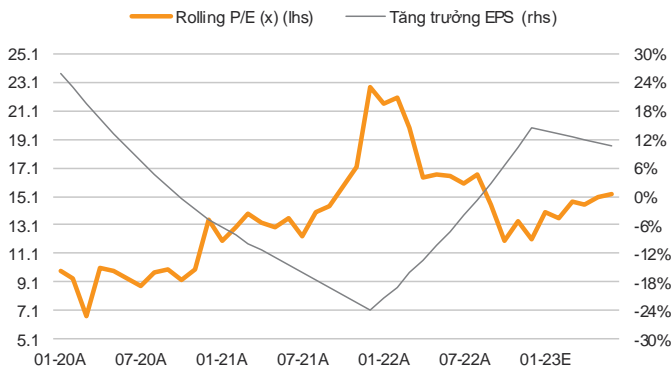
Hình 13: Điều chỉnh dự phóng KQKD POW 2023-24

Tỷ đồng	2022	2023			2024			Nhận xét
		Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	
<b>Doanh thu</b>	<b>27.969</b>	<b>33.081</b>	<b>32.101</b>	<b>-3%</b>	<b>41.108</b>	<b>40.169</b>	<b>-2%</b>	<b>Điều chỉnh giảm doanh thu 2023-24 lần lượt 3%/2% do dự phóng sản lượng nhóm nhiệt điện thấp hơn</b>
Điện khí	19.048	22.354	21.501	-4%	29.711	27.159	-9%	Điều chỉnh giảm doanh thu điện khí 4%/9% trong 2023-24, phản ánh nhu cầu tiêu thụ điện thấp hơn dự kiến.
Thủy điện	1.875	1.224	1.278	4%	1.299	1.486	14%	Điều chỉnh tăng doanh thu 2024 14%, phản ánh mức phục hồi tốt hơn từ nền thấp 2023.
Điện than	7.132	9.173	9.322	2%	9.687	11.524	19%	Điều chỉnh tăng doanh thu 2023 2% với ảnh hưởng hai chiều: 1) Giảm sản lượng do công tác sửa chữa Vũng Áng 1 chậm hơn dự kiến; 2) Tăng giá bán bình quân phản ánh giá đầu vào cao hơn. Cho 2024, điều chỉnh tăng doanh thu 19% theo mức tăng giá bán điện.
Giá vốn hàng bán	(24.498)	(28.814)	(28.539)	-1%	(35.428)	(35.341)	-0,2%	
<b>LN gộp</b>	<b>3.726</b>	<b>5.239</b>	<b>3.855</b>	<b>-26%</b>	<b>5.680</b>	<b>5.195</b>	<b>-9%</b>	<b>Điều chỉnh giảm LN gộp 2023-24 26%/9% tương ứng vs doanh thu giảm và biên LN gộp mỏng hơn.</b>
Biên LN gộp (%)	13%	13%	12%		14%	13%		Điều chỉnh giảm biên LN gộp giảm 1 điểm% cho 2023-24 do chi phí sửa chữa Vũng Áng 1 kéo dài hơn dự kiến và các kế hoạch đại tu (Cà Mau 2, Nhơn Trạch 2).
Chi phí bán hàng&QLDN	(868)	897	(880)	-198%	(1.112)	(1.099)	-1%	
EBIT	2.859	3.371	2.976	-12%	4.568	4.096	-10%	
Doanh thu tài chính	445	971	798	-18%	843	621	-26%	Điều chỉnh giảm doanh thu tài chính 18%/26% với dự phóng doanh thu tiền gửi thấp hơn.
Chi phí tài chính	(592)	(851)	(763)	-10%	(1.339)	(1.020)	-24%	Điều chỉnh giảm chi phí tài chính tương ứng với khoản nợ thấp hơn dự kiến trong Q1/23, doanh nghiệp cũng hoàn thành tốt các nghĩa vụ nợ hiện tại.
<b>LN ròng</b>	<b>2.061</b>	<b>2.592</b>	<b>2.204</b>	<b>-15%</b>	<b>3.022</b>	<b>2.575</b>	<b>-15%</b>	<b>Theo đó, LN ròng 2023-24 điều chỉnh giảm lần lượt 15%/15%.</b>
EPS (đ/cp)	880	1.107	941	-15%	1.291	1.100	-15%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty



**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	28.224	32.394	40.536
Giá vốn hàng bán	(24.498)	(28.539)	(35.341)
Chi phí quản lý DN	(868)	(861)	(1.075)
Chi phí bán hàng	0	(19)	(24)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>2.859</b>	<b>2.976</b>	<b>4.096</b>
EBITDA thuần	5.668	5.800	7.592
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(2.809)</b>	<b>(2.824)</b>	<b>(3.496)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2.859</b>	<b>2.976</b>	<b>4.096</b>
Thu nhập lãi	387	442	565
Chi phí tài chính	(534)	(407)	(963)
Thu nhập ròng khác	44	146	(12)
TN từ các Cty LK & LD	53	53	53
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.809</b>	<b>3.210</b>	<b>3.739</b>
Thuế	(256)	(479)	(550)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(492)	(526)	(615)
<b>LN ròng</b>	<b>2.061</b>	<b>2.204</b>	<b>2.575</b>
Thu nhập trên vốn	2.061	2.204	2.575
Cổ tức phổ thông			
<b>LN giữ lại</b>	<b>2.061</b>	<b>2.204</b>	<b>2.575</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	8.252	5.892	8.040
Đầu tư ngắn hạn	1.650	6.033	9.069
Các khoản phải thu ngắn hạn	12.538	10.523	11.576
Hàng tồn kho	2.086	2.285	2.830
Các tài sản ngắn hạn khác	400	1.075	1.721
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>24.925</b>	<b>25.808</b>	<b>33.237</b>
Tài sản cố định	30.091	38.078	47.764
Tổng đầu tư	878	931	984
Tài sản dài hạn khác	950	1.099	1.368
<b>Tổng tài sản</b>	<b>56.843</b>	<b>65.916</b>	<b>83.352</b>
Vay & nợ ngắn hạn	5.635	5.713	7.270
Phải trả người bán	7.346	7.543	9.801
Nợ ngắn hạn khác	5.344	5.970	7.603
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>18.326</b>	<b>19.226</b>	<b>24.674</b>
Vay & nợ dài hạn	3.382	8.993	16.290
Các khoản phải trả khác	1.854	1.198	1.694
Vốn điều lệ và	23.419	23.419	23.419
LN giữ lại	3.420	5.569	8.088
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>30.516</b>	<b>33.208</b>	<b>36.788</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.765	3.291	3.906
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>56.843</b>	<b>65.916</b>	<b>83.352</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.809</b>	<b>3.210</b>	<b>3.739</b>
Khấu hao	2.809	2.824	3.496
Thuế đã nộp	(86)	(479)	(550)
Các khoản điều chỉnh khác	(603)	(1.357)	(447)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(1.774)</b>	<b>1.963</b>	<b>1.647</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>3.156</b>	<b>6.160</b>	<b>7.886</b>
Đầu tư TSCĐ	(2.601)	(10.811)	(13.182)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(15)	0	0
Các khoản khác	361	442	565
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(1.136)	(4.383)	(3.036)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(3.391)</b>	<b>(14.752)</b>	<b>(15.653)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	444	5.689	8.854
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	543	1.061
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(199)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>245</b>	<b>6.232</b>	<b>9.915</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8.224	8.252	5.892
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>11</b>	<b>(2.360)</b>	<b>2.148</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8.235	5.892	8.040

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	7,3%	6,8%	6,4%
Vòng quay TS	0,51	0,53	0,54
ROAA	3,8%	3,6%	3,5%
Đòn bẩy tài chính	1,86	1,93	2,13
ROAE	7,0%	6,9%	7,4%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	162,1	118,6	104,5
Số ngày nắm giữ HTK	31,1	29,2	29,3
Số ngày phải trả tiền bán	109,5	96,5	101,5
Vòng quay TSCĐ	0,91	0,95	0,94
ROIC	4,9%	4,3%	4,0%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,3	1,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,2	1,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,7
Vòng quay tiền	83,8	51,3	32,3
<b>Chỉ số tăng trưởng (voy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	14,9%	14,8%	25,1%
Tăng trưởng LN từ HKKD	19,1%	4,1%	37,7%
Tăng trưởng LN ròng	14,6%	7,0%	16,8%
Tăng trưởng EPS	14,6%	7,0%	16,8%

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.

### Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: [tung.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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