

PVPOWER (HSX: POW)

- LN ròng Q3/23 tăng 24% svck đạt 83 tỷ từ nền thấp năm ngoái, lũy kế 9T23 LN ròng đạt 743 tỷ, giảm 39% svck do sản lượng nhóm điện khí và thủy điện giảm mạnh.
- LN ròng 2023 dự báo giảm 35% svck, dự kiến LN ròng 2024 sẽ tăng 24% svck hỗ trợ bởi các nhà máy sẽ vận hành trọn vẹn sau khi hoàn thành đại tu trong 2023.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 13.700 đồng/cp.

LN ròng Q3/23 vẫn ở mức thấp do đại tu các nhà máy điện khí

Doanh thu Q3/23 giảm 6% svck đạt 5.679 tỷ đồng, chủ yếu do sản lượng nhóm điện khí giảm 14% svck và thủy điện giảm 32% svck. Do có nhiều kế hoạch đại tu (Cà Mau 2, Nhơn Trạch 2) và tình trạng thừa nguồn tại khu vực, sản lượng điện giảm mạnh khiến nhiều nhà máy không bù đắp được chi phí cố định, kéo biên LN gộp của POW giảm 6,2 điểm% và LN gộp giảm 56% svck trong Q3/23. Chi phí QLDN trong Q3/23 giảm 62% svck do trong Q3/22 doanh nghiệp phải trích lập khoản phải thu khó đòi 187 tỷ đồng. Doanh thu tài chính Q3/23 tăng 45% svck do thu nhập tiền gửi tăng 71% svck. Chi phí tài chính tăng 3% svck chủ yếu do dư nợ vay tăng và lỗ tỉ giá neo cao. Tuy LN ròng Q3/23 vẫn ghi nhận tăng trưởng 24% svck đạt 83 tỷ đồng từ nền thấp Q3/22, LN ròng 9T23 giảm mạnh 39% svck đạt 743 tỷ đồng do 6T23 kém tích cực.

Khởi động sẵn sàng các tổ máy cho một năm 2024 phục hồi

Chúng tôi cho rằng khó khăn sẽ cải thiện từ Q4/23 khi Cà Mau 2 kết thúc đại tu, Vũng Áng 1 hoàn tất sửa chữa, và Nhơn Trạch 2 hoàn thành đại tu cuối T10/23. Chúng tôi dự báo doanh thu Q4/23 có thể đạt 7.246 tỷ đồng, giảm nhẹ 4% svck, và tăng 27% sv quý trước, LN ròng Q4/23 giảm 12% svck và tăng 620% sv quý trước đạt 598 tỷ đồng. Theo đó, doanh thu 2023 tăng nhẹ 2% svck, nhưng LN ròng 2023 giảm 34% svck đạt 1.339 tỷ đồng do kết quả 9T23 kém khả quan.

Nhìn sang 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng tăng 21%/24% svck, hỗ trợ bởi 1) Nhu cầu điện phục hồi từ các khu công nghiệp lớn; 2) Các nhà máy vận hành trọn vẹn cả năm sau khi đồng loạt sửa chữa lớn trong 2023; 3) Nhóm nhiệt điện dẫn dắt tăng trưởng khi pha El Nino dự kiến kéo dài đến ít nhất cuối Q2/24. Ngoài ra, POW cũng có khả năng ghi nhận thêm LN bất thường, bao gồm thoái vốn EVN Việt Lào (300 tỷ) và bồi thường từ Vũng Áng 1.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 13.700 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POW, giá mục tiêu 13.700 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 22,9%. 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 và sở hữu nhiều tiềm năng tăng giá trong dài hạn. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) Tình trạng thiếu than, khí trầm trọng hơn dự kiến; 2) Tình hình tài chính của EVN chưa được cải thiện, ảnh hưởng đến hiệu quả dòng tiền của doanh nghiệp.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-21	Dec-22	Dec-23F	Dec-24F
Doanh thu thuần	24.561	28.224	28.779	34.935
Lợi nhuận ròng	1.799	2.061	1.340	1.664
Tăng trưởng doanh thu thuần	-17,4%	14,9%	2,0%	21,4%
Tăng trưởng LN ròng	-24,0%	14,6%	-35,0%	24,2%
Biên LN gộp	10,3%	13,2%	9,2%	10,9%
Biên EBITDA	21,2%	20,1%	16,4%	16,8%
ROAE	6,2%	7,0%	4,3%	5,0%
ROAA	3,4%	3,8%	2,2%	2,3%
EPS (VND/cổ phiếu)	768	880	572	710
BVPS (VND/cổ phiếu)	22.622	24.273	27.198	33.774

Nguồn: BCTC POW, MBS dự phóng và tổng hợp

MUA

Giá mục tiêu

VND 13.700

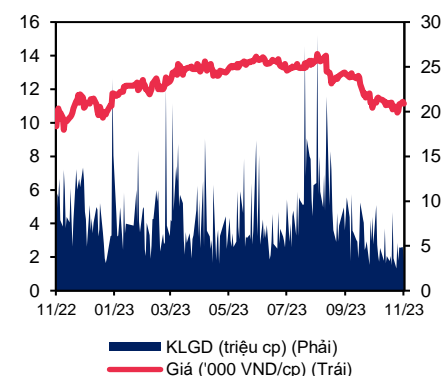
Tiềm năng tăng giá

22,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	11.250
Cao nhất 52 tuần (VND)	14.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9.580
Vốn hóa (tỷ VND)	26.346
P/E (TTM)	16,5
P/B	0,9
Thị suất cổ tức (%)	1,7%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	4,6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	79,9%
Khác	20,1%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

PVPOWER (HSX: POW)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Chúng tôi lựa chọn POW vì:

POW là doanh nghiệp điện hàng đầu, sở hữu tỉ trọng công suất nhà máy điện khí lớn nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết (~2.700MW). Với những định hướng rõ ràng của chính phủ, tập trung nguồn lực phát triển điện khí trong giai đoạn 2023-35, POW đứng trước cơ hội lớn để có thể nâng tầm vị thế cũng như quy mô lợi nhuận khi tham gia và nhiều dự án điện khí LNG trọng điểm bao gồm Nhơn Trạch 3&4 (1.600MW) và LNG Quảng Ninh (1.500MW). Trong khi LNG Quảng Ninh dự kiến là triển vọng trong dài hạn của doanh nghiệp trong 2025-30, LNG Nhơn Trạch 3&4 sẽ đi vào vận hành trong 2024-25, hỗ trợ tăng trưởng kép LN ròng trong giai đoạn này đạt 40% CAGR.

Ngoài ra, POW có những yếu tố hỗ trợ LN trong ngắn hạn gồm 1) Hoạt động kinh doanh sẽ không bị giai đoạn khi sự cố Vũng Áng được khắc phục và các hoạt động bảo dưỡng, đại tu lớn đều đã hoàn thành trong 2023, 2) Những khoản lợi nhuận bất thường từ thoái vốn EVN Việt Lào, bồi thường Vũng Áng 1 (vẫn đang tích cực đàm phán với PVI). Chúng tôi dự báo LN ròng 2023-24 sẽ tăng trưởng lần lượt -34% svck và +24% svck, chúng tôi cho rằng dự địa tăng trưởng EPS thậm chí còn đáng kể hơn nếu phản ánh thêm các khoản LN bất thường, và sẽ đưa vào định giá khi có thông tin chi tiết.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 13.700đ/cp

Hiện tại POW đang được giao dịch ở mức P/B 0,9x, thấp hơn so với trung bình ngành (1,5x), mức giá cũng đã phản ánh một phần những khó khăn năm 2023. Do đó, 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, và sở hữu nhiều tiềm năng tăng giá trong dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 13.700đ/cp, dựa trên tỉ trọng tương đương của phương pháp DCF và EV/EBITDA:

- Định giá DCF 10 năm (WACC: 12,6% COE: 16,2%, LTG: 1,0%) phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về tăng trưởng của POW.
- Hệ số EV/EBITDA mục tiêu 7,6x 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.
- Chúng tôi cho rằng vẫn có rủi ro tiềm tàng đến từ tình hình cấp khí, đặc biệt từ các mỏ Đông Nam Bộ, hiện tại khả năng cấp khí tại mỏ này đang giảm sút nghiêm trọng. Theo đó, trong trường hợp Nhơn Trạch 2 vẫn gặp tình trạng thiếu khí trong năm 2024, có thể Nhơn Trạch 1 sẽ tiếp tục không được phát điện khi nguồn khí ưu tiên nhà máy có hiệu suất cao hơn, ảnh hưởng lên sản lượng phát điện các nhà máy.

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

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	//	2034
EBITDA	4.719	5.873	8.303	9.297		9.364
(-) Chi phí khấu hao	(2.832)	(2.824)	(2.824)	(2.992)		(3.702)
EBIT	2.386	2.844	1.896	2.882		5.595
(-) Thuế	(168)	(244)	(290)	(433)		(705)
Thuế (%)	7,0%	8,6%	15,3%	15%		12,6%
EBIAT	2.218	2.600	1.606	2.449		4.891
(+) Chi phí khấu hao	2.832	2.824	2.824	2.992		3.702
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(1.533)	1.774	(2.279)	(1.393)		1.131
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(286)	(2.601)	(10.774)	(13.126)		(594)
FCFF	3.231	4.596	(8.624)	(9.078)		7.754
Giá trị dòng tiền năm cuối						67.262

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,2
Phần bù rủi ro	11,0%
Chi phí vốn	16,2%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	38.777
Nợ	(15.301)
Chi phí nợ	7,3%
Thuế (%)	15,0%
WACC	12,6%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: MBS 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	7,6x	13.837	50%	6.918
DCF 10 năm		13.541	50%	6.770
Giá hợp lý				13.689
Giá mục tiêu (làm tròn)				13.700

Nguồn: MBS Research

Hình 5: So sánh các 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 (%)				
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ		tr USD	Trượt 12T	Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023	
Doanh nghiệp nước ngoài													
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN Equity	249,8	NA	KKN	9.582,6	24,4	23,6	5,8	NA	54,8	10,3	NA	12,2
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	0,6	NA	KKN	652,6	11,7	11,7	0,5	0,5	6,1	6,8	-4,3	-5,2
Doanh nghiệp trong nước													
GENCO3	PGV VN Equity	21.700	NA	KKN	999,1	11,8	9,1	1,4	NA	6,3	NA	12,2	15,0
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN Equity	13.900	NA	KKN	256,9	8,2	7,5	1,0	0,9	3,4	3,5	12,4	13,0
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	13.800	NA	KKN	283,4	12,6	12,7	1,1	1,1	4,6	4,6	8,7	8,5
Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	23.800	31.300	NẮM GIỮ	281,4	17,6	12,1	1,7	1,5	5,7	5,2	9,0	12,2
Trung bình						17,0	16,1	1,6	1,5	9,3	7,7	11,3	11,6
PVPower	POW VN Equity	13.850	13.700	MUA	1.082,2	16,5	15,7	0,9	0,8	6,2	5,9	5,2	5,6

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 3/2023

Biên lợi nhuận thu hẹp trong bối cảnh nhiều nhà máy bảo dưỡng

Hình 6: LN ròng bị ảnh hưởng nặng nề trong bối cảnh điện khí và thủy điện ghi nhận sản lượng kém

Các tiêu chí KQKD (Tỷ đồng)	Q3/23	Tăng trường svck (%)	Tăng trường qoq (%)	Lũy kế 9T23	Tăng trường svck (%)	Nhận xét
Tổng sản lượng (triệu kWh)	2.806	-6%	-34%	11.048	9%	Sản lượng điện sản xuất giảm 6% svck, 34% sv quý trước chủ yếu do sản lượng nhóm điện khí sụt giảm khi doanh nghiệp tiến hành lịch đại tu nhiều nhà máy trong Q3/23 (Cà Mau 2, Nhơn Trạch 2).
Điện khí	1.454	-14%	-49%	7.070	8%	Sản lượng điện khí Q3/23 giảm 14% svck, 49% sv quý trước do 1) nhu cầu điện tại miền Nam duy trì ở mức thấp trong khi các nhà máy nhiệt điện phải nhường dư địa huy động cho điện NLTT trong bối cảnh thừa nguồn; 2) Thủy văn khu vực miền Nam cải thiện trong mùa mưa Q3/23 hạn chế dư địa huy động nhiệt điện kéo theo giá thị trường điện giảm; 3) Cà Mau 2 đại tu trong T7-8/23 và Nhơn Trạch 2 tiến hành đại tu từ tháng 9.
Điện than	1.029	24%	-12%	3.136	27%	Sản lượng điện than Q3/23 tăng 24% svck chủ yếu hỗ trợ bởi tổ máy 1 Vũng Áng 1 (600MW) quay trở lại hoạt động từ T8/23. Tuy nhiên, sản lượng ghi nhận giảm 24% sv quý trước do giải đoạn áp lực phụ tải khu vực miền Bắc hạ nhiệt khi hết mùa nắng nóng.
Thủy điện	322	-32%	71%	838	-25%	Sản lượng thủy điện Q3/23 giảm mạnh 32% svck từ mức nền cao 2022, chủ yếu do pha El Nino ảnh hưởng tiêu cực lên thủy văn, tuy nhiên, sản lượng thủy điện vẫn cải thiện 71% sv quý trước do khu vực miền Nam bước vào mùa mưa.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	2.025	-13,8%	0,7%	1.997	-3,2%	
Điện khí	2.285	-5%	9%	2.080	-3%	Giá bán điện khí Q3/23 giảm nhẹ 5% svck, trong bối cảnh giá khí neo cao và một số nhà máy phải chạy dầu dự phòng DO với giá bán cao hơn. Đặc biệt trong Q3/23, một số nhà máy như Nhơn Trạch 1&2 gần như không chạy nhưng vẫn nhận được tiền doanh thu Qc tối thiểu theo cam kết của hợp đồng sai khác (CfD) trong thị trường điện. Theo đó, đẩy giá bán điện bình quân lên rất cao.
Điện than	1.933	-28%	0,5%	2.014	-4%	Giá bán điện than Q3/23 giảm 28% svck, hỗ trợ bởi giá than thế giới giảm mạnh từ mức nền cao năm 2022.
Thủy điện	1.130	-27%	-8%	1.185	-14%	Giá bán thủy điện giảm 27% svck, chủ yếu do giá thị trường giảm trong Q3/23.
Doanh thu	5.679	-6%	-33%	21.533	5%	Doanh thu Q3/23 giảm 6% svck, chủ yếu do sản lượng điện khí và thủy điện suy giảm, phần nào được bù đắp bởi nhóm điện than cải thiện.
LN gộp	307	-56%	-35%	1.455	-45%	LN gộp Q3/23 giảm 56% svck với biên LN gộp thu hẹp 6% svck do 1) Doanh nghiệp ghi nhận chi phí sửa chữa, bảo dưỡng nhà máy như Vũng Áng, Cà Mau 2, Nhơn Trạch 2; 2) Giá đầu vào vẫn neo cao trong bối cảnh giá thị trường thấp; 3) Nhiều nhà máy không được huy động, dẫn đến doanh thu không bù được chi phí cố định như Nhơn Trạch 1&2.
Biên LN gộp (%)	5%	-6,2 đ%	-0,2 đ%	7%	-6,2 đ%	
Chi phí bán hàng&QLDN	149	-62%	-28%	483	-32%	Chi phí bán hàng giảm 62% svck chủ yếu do trong Q3/22, doanh nghiệp tiến hành trích lập phải thu khó đòi tiền điện từ EVN 187 tỷ.
Doanh thu tài chính	139	45%	6%	385	72%	Doanh thu tài chính tăng 45% svck, hỗ trợ bởi doanh thu tiền gửi tăng 71% svck.
Chi phí tài chính	213	3%	48%	489	-10%	Chi phí tài chính Q3/23 tăng nhẹ 3% svck và 48% sv quý trước, chủ yếu do lỗ tỉ giá tăng mạnh trong kỳ này.
Thu nhập khác	(2)	-110%	-92%	129	48%	
Lợi nhuận trước thuế	82	-63%	-66%	1.011	-40%	
Thuế	(30)	NA	-49%	(127)	46%	
Lợi nhuận sau thuế	52	-74%	-71%	884	-44%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	(30)	NA	-155%	141	-63%	
LN ròng	83	24%	-35%	743	-39%	LN ròng Q3/23 tăng 24% svck từ mức nền thấp Q3/22, tuy nhiên, đây vẫn là mức khiêm tốn, chưa thể bù đắp cho mức giảm mạnh trong 6 tháng đầu năm. LN ròng 9T23 theo đó giảm 39% svck đạt 743 tỷ đồng.

Nguồn: POW, MBS Research

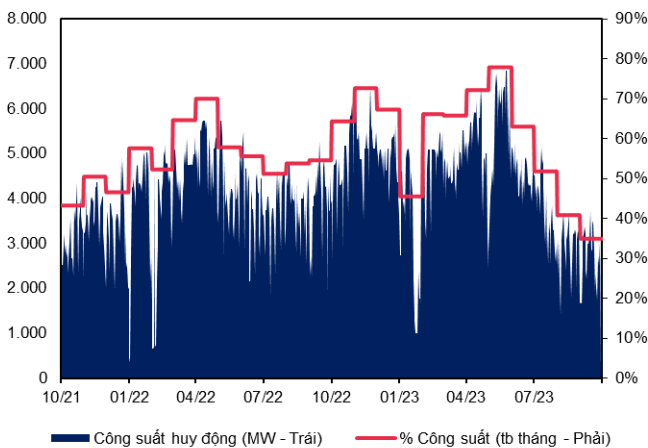
Triển vọng 2023-24: Động lực tăng trưởng đến từ nhóm nhiệt điện

Điện khí: Khởi động đầy đủ các tổ máy sau một năm 2023 khó khăn

Nhìn sang Quý 4/23, chúng tôi cho rằng tình hình huy động các nhà máy điện khí sẽ có thể cải thiện nhẹ do pha El Nino đạt đỉnh và thủy điện miền Nam bước vào mùa khô từ tháng 11. Tuy nhiên, tình trạng thừa nguồn tại khu vực cũng như sản lượng tăng thêm của nhóm điện gió khi mùa gió đến sẽ phần nào cản trở việc huy động điện khí. Cho cả năm 2023, chúng tôi dự báo:

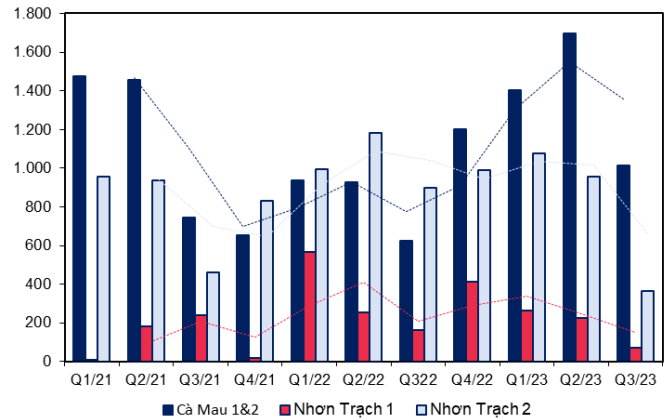
- Sản lượng điện khí sẽ đi ngang, giảm 0,3% svck đạt 9,1 tỷ kWh cho cả năm 2023, đóng góp chủ yếu từ sản lượng huy động Cà Mau 1&2, bù đắp cho Nhơn Trạch 1&2.
- Giá bán điện khí sẽ vẫn duy trì ở mức cao, chỉ giảm nhẹ 2% svck đạt 2.016đ/kWh do chúng tôi dự báo giá dầu Brent neo cao đạt 85USD/thùng, trong khi chi phí khai thác các mỏ nội địa ngày càng đắt đỏ và các mỏ khí giá rẻ đang cạn kiệt nhanh chóng.

Hình 7: Theo A0, công suất huy động điện khí giảm mạnh trong Q3/23, chủ yếu do nhu cầu phụ tải thấp tại khu vực...



Nguồn: NLDC, MBS Research

Hình 8: ... Ngoài ra, các nhà máy của POW thực hiện bảo dưỡng trong kỳ, khiến sản lượng nhóm điện khí sụt giảm mạnh (Đơn vị: tr kWh)



Nguồn: POW, MBS Research

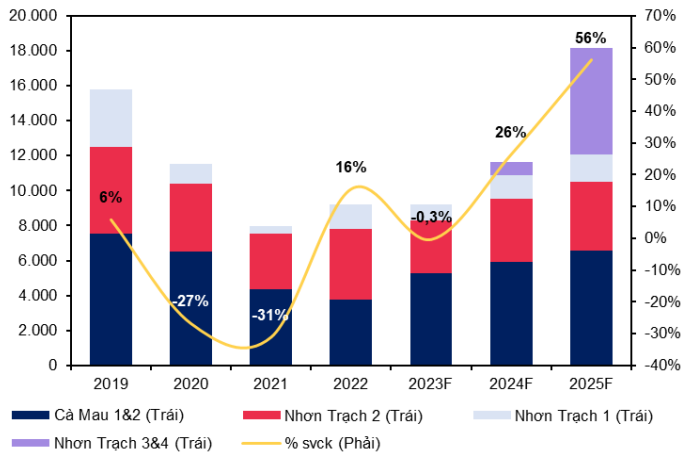
Bước sang năm 2024, chúng tôi dự báo hoạt động của nhóm điện khí như sau:

- Chúng tôi cho rằng sản lượng nhóm điện khí sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực hơn đạt 11,6 tỷ kWh (+26% svck), hỗ trợ bởi: (1) nhu cầu điện tại toàn quốc thụt giảm sau một năm 2023 ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng khiêm tốn, chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng điện sẽ đạt mức +4% svck trong 2023, thấp hơn mức Bộ Công Thương ban hành đầu năm là 6% svck, sau đó tăng trưởng 8,4% svck trong năm 2024, theo kịch bản thấp của QHĐ8, hỗ trợ bởi nhu cầu điện phục hồi nhóm Công nghiệp – Xây dựng; (2) các nhà máy điện khí bao gồm Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 2 dự kiến sẽ không có lịch sửa chữa lớn, vận hành trọn vẹn cả năm, hỗ trợ sản lượng huy động; (3) Rủi ro thiếu khí ở các mỏ vùng Đông Nam Bộ cung cấp cho Nhơn Trạch 1&2 phần nào được giảm thiểu với phương án bổ sung khí LNG từ kho cảng Thị Vải, trong khi Cà Mau 1&2 về cơ bản vẫn đang được cấp đủ khí để vận hành, (4) pha El Nino duy trì vẫn là điểm tựa hỗ trợ sản lượng huy động nhóm

nhật điện nói chung và điện khí nói riêng trong nửa cao điểm đầu năm 2024.

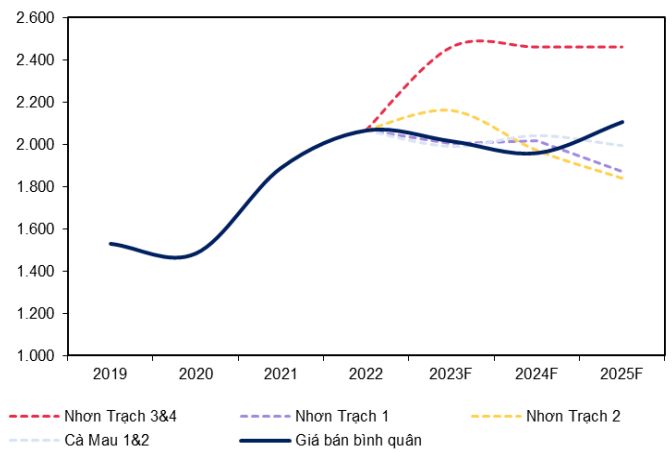
- Giá bán điện khí bình quân của POW dự kiến vẫn duy trì ở mức cao, đạt 1,959đ/kWh (-3% svck), chúng tôi cho rằng giai đoạn giá điện khí sẽ khó có thể quay trở lại trong bối cảnh chi phí khai thác ngày càng đắt đỏ. Với tình trạng thiếu khí đang trầm trọng hơn dự kiến, xu hướng bổ sung nguồn khí giá cao cũng như khí LNG cho phát điện sẽ đến sớm hơn theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 9: Sản lượng điện khí dự kiến phục hồi trong 2024, sau đó tăng trưởng mạnh với đóng góp từ NT34 trong 2025 (Đơn vị: tỷ kWh)



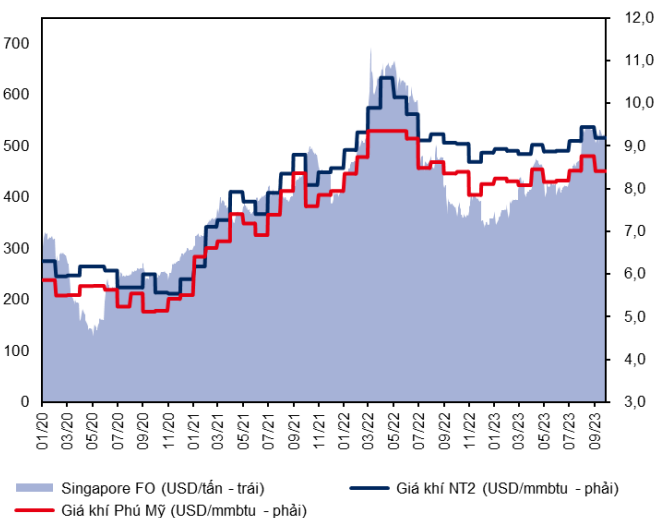
Nguồn: POW, MBS Research

Hình 10: Giá bán điện khí duy trì ở mức cao trong 2023-25 với giả định giá dầu 85-80USD/thùng + NT3&4 sử dụng khí LNG



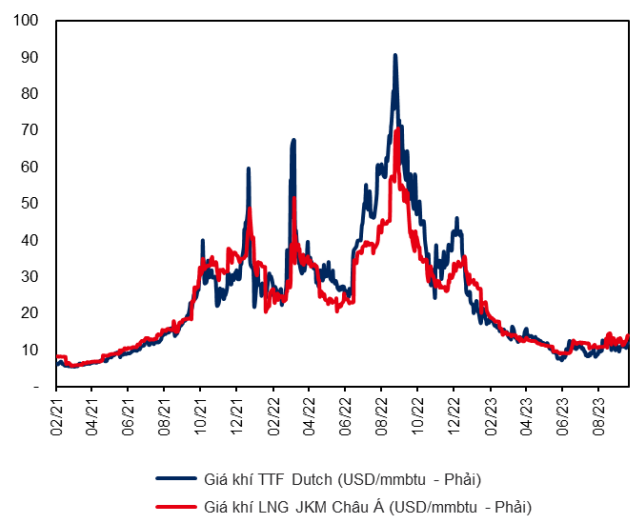
Nguồn: POW, MBS Research

Hình 11: Giá khí Việt Nam giảm nhẹ từ đỉnh 2022, nhưng vẫn neo ở mức cao theo diễn biến giá dầu HSFO trong 9T23



Nguồn: Bloomberg, NT2, GENCO3, MBS Research

Hình 12: Giá LNG cung cấp cho Nhon Trạch 3&4 dự kiến ở mức 11-13USD/mmbtu, cùng xu hướng với nhiều giá khí tiêu biểu toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Điện than: Vũng Áng 1 dự kiến sẽ vận hành trọn vẹn năm 2024

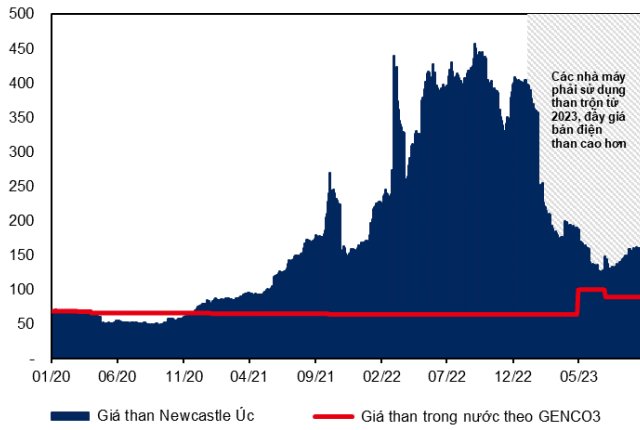
Sau gần hai năm khắc phục sự cố, và nhà máy phải chạy với chỉ 1/2 công suất, tổ máy 1 Vũng Áng 1 (600MW) đã chính thức quay trở lại hoạt động từ tháng 8/2023, hỗ trợ sản lượng của POW trong các tháng còn lại của năm 2023 và trọn vẹn năm 2024. Chúng tôi dự báo doanh thu và sản lượng điện năm 2023 sẽ đạt lần lượt 8.725 tỷ đồng (+22% svck) và 4,4 tỷ kWh (+33% svck), hỗ trợ bởi

1) nhu cầu tăng cao trong 6T mùa nóng đầu năm cũng như Vũng Áng 1 hoạt động tối đa công suất từ tháng 8; 2) Giá bán neo cao 1,976đ/kWh (-2% svck) khi nhà máy sử dụng than trộn giá cao 5a.14 (~2,5 triệu đồng/tấn) từ 2023.

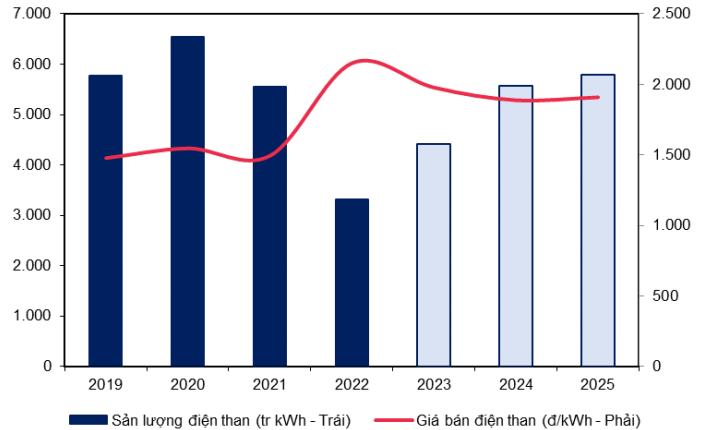
Nhìn sang 2024, dự kiến sản lượng tăng 26% svck, đạt 5,5 tỷ kWh, doanh thu tăng 20% svck đạt 10.512 tỷ đồng do giá bán giảm 4,5% svck đạt 1.887đ/kWh với giả định giá than giảm, neo theo đà giảm của giá than nhập khẩu.

Hình 13: Các nhà máy điện than phải sử dụng than trộn từ 2023, đẩy giá điện tăng do giá than nhập khẩu neo cao (Đơn vị: triệu đồng/tấn)

Hình 14: Giá bán có xu hướng giảm nhẹ trong 2023-25 và sản lượng dự kiến ghi nhận mức cải thiện do nhà máy vận hành hết công suất



Nguồn: Bloomberg, MBS Research



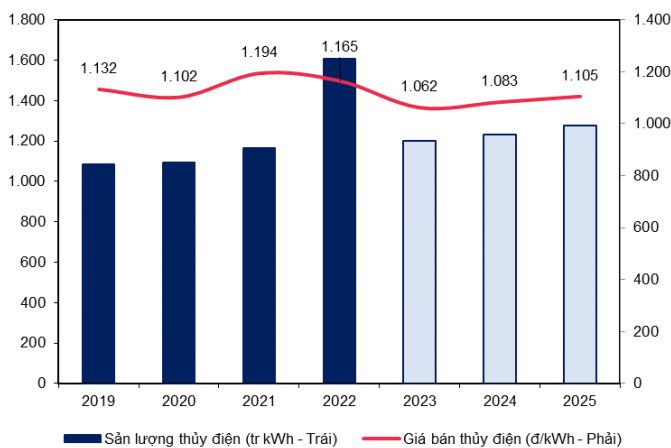
Nguồn: POW, MBS Research

Thủy điện: Khó khăn kéo dài sang giữa năm 2024

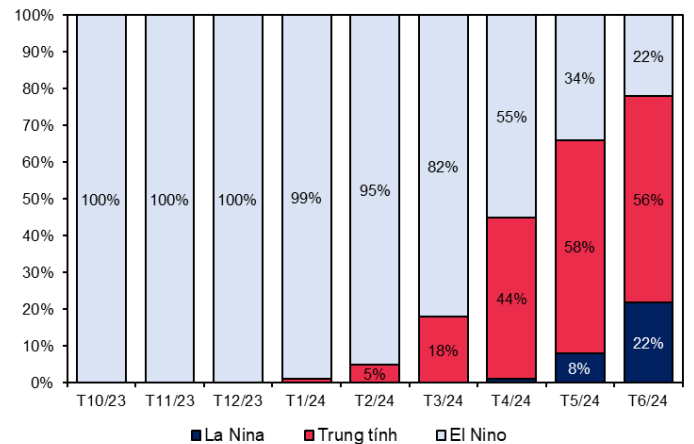
Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu (IRI), dự kiến pha El Nino sẽ đạt đỉnh trong T12/23 và T1/24, sau đó tiếp tục duy trì đến ít nhất Q2/24, kéo theo thời tiết cực đoan, nắng nóng và các đợt khô hạn dài. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là cản trở lớn nhất cho triển vọng của mảng thủy điện, tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng một sự cải thiện nhẹ trong nửa cuối 2024, khi pha thời tiết trung tính hơn và đây cũng là giai đoạn mùa mưa của đồng thời Hỏa Na và Đắk Đrinh. Dự kiến sản lượng và doanh thu nhóm thủy điện giảm 25% svck và 32% svck trong 2023, sau đó cải thiện nhẹ lần lượt 2,7% svck và 4,7% svck trong 2024.

Hình 15: Sản lượng thủy điện khó quay lại giai đoạn đột biến 2022 với pha El Nino duy trì đến ít nhất nửa sau 2024

Hình 16: Theo IRI, dự kiến pha El Nio sẽ đạt đỉnh trong cuối 2023 và duy trì đến Q2/23 với xác suất xảy ra cao nhất



Nguồn: POW, MBS Research



Nguồn: IRI, MBS Research

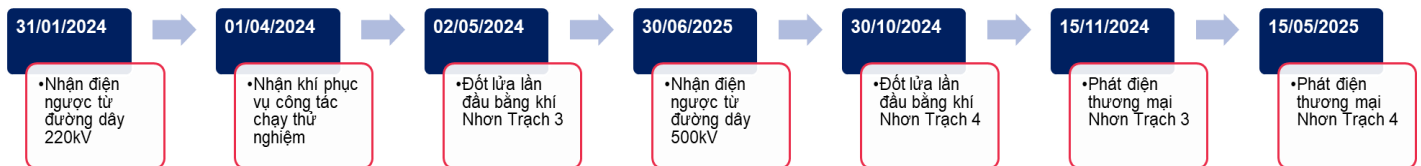
Những tín hiệu tích cực về tiến độ xây dựng Nhơn Trạch 3&4

Tính đến T10/2023, ban lãnh đạo POW chia sẻ dự án đã hoàn thành 58,8% **tiến độ tổng thể EPC** (chậm 7,8% sv kế hoạch ban đầu). Trong đó, ngày 16/10/2023 ghi nhận cột mốc nổi bật khi tuabin khí của Nhơn Trạch 3 đã được đưa vào bộ phóng, doanh nghiệp tự tin sẽ hoàn thành dự án đúng kế hoạch, COD NT3 trong Q4/2024 và NT4 trong Q2/2025, tương đương với dự phóng của chúng tôi.

Về công tác đàm phán PPA: Vẫn có những vướng mắc trong phương pháp tính giá điện theo khung giá khí LNG, và điều khoản cam kết bao tiên sản lượng Qc (doanh nghiệp tự tin không dưới 72%). Chúng tôi đánh giá việc song song xây dựng nhà máy và đàm phán PPA, GSA là một bước đi thể hiện sự cam đảm và tự tin của doanh nghiệp về tính khả thi của dự án, đặc biệt khi đây là dự án điện khí LNG đầu tiên tại Việt Nam, có vai trò quan trọng đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.

Về công tác thu xếp vốn: 1) Khoản vay nội địa VCB giá trị 4.000 tỷ đồng đã được giải ngân khoảng 700 tỷ, lãi suất năm đầu 7%, các năm sau neo theo lãi suất trung bình các ngân hàng quốc doanh +2%; 2) Khoản vay ngoại tệ từ ngân hàng Sumitomo (SMBC) giá trị 200tr USD đã được giải ngân 50tr USD trong tháng 10, lãi suất neo theo SOFR + 1,5%; 3) Khoản vay lớn nhất giá trị 500tr USD với liên danh ING và Citibank đang đi vào những vòng đàm phán cuối. Chúng tôi đánh giá đây là những khoản vay có chi phí rẻ, phần nào sẽ hỗ trợ cải thiện tỉ suất lợi nhuận của dự án này. Ngoài ra, POW có kế hoạch tăng vốn điều lệ thêm 5.000 tỷ đồng, bổ sung dòng tiền đầu tư các dự án và hiện tại đang trình lên PVN phê duyệt.

Hình 17: Một số công đoạn quan trọng của dự án Nhơn Trạch 3&4, chúng tôi tự tin về tiến độ xây dựng nhà máy



Nguồn: POW, MBS Research

Doanh nghiệp chia sẻ dòng khí đầu tiên đưa đến LNG Thị Vải từ Shell với mức giá trung bình đang giao động khoảng 11-13USD/mmbtu, cao hơn khoảng 22-40% so với mức giá khí nội địa đang cung cấp cho Nhơn Trạch 2 hay cụm Phú Mỹ. Mức giá này tương đương với giả định giá khí chúng tôi đang áp dụng là 11USD/mmbtu, với dự tính giá bán điện vào khoảng 2.462đ/kWh. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng tính toán vẫn dựa trên phương pháp tính giá điện cơ sở cho các nhà máy nội địa và việc điều chỉnh giả định tính giá sau khi có chính sách giá cho LNG là điều cần thiết. Với mức giá này, áp lực huy động cho EVN trong 2 năm tới vẫn hiện hữu.

Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh POW giai đoạn 2023-24

Hình 18: Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh POW giai đoạn 2023-24

Tỷ đồng	2022	2023	%svck	2024	%svck	Nhận xét
Tổng sản lượng (tr kWh)	14.136	14.800	4,7%	17.711	19,7%	
Điện khí	9.213	9.185	-0,3%	11.618	26,5%	
Thủy điện	1.605	1.200	-25,2%	1.233	2,7%	
Điện than	3.318	4.415	33,1%	5.571	26,2%	
Giá điện bình quân (đ/kWh)						
Điện khí	2.068	2.016	-2,5%	1.960	-2,8%	
Thủy điện	1.165	1.062	-8,8%	1.083	2,0%	
Điện than	2.149	1.976	-8,1%	1.887	-4,5%	
Tổng doanh thu	27.969	28.518	2,0%	34.619	21,4%	Doanh thu đi ngang trong 2023 do sản lượng điện đi ngang, hỗ trợ bởi sản lượng nhiệt điện, và giá bán bình quân vẫn neo cao sau đó tăng 21% svck trong 2024.
Điện khí	19.048	18.517	-2,8%	22.769	23,0%	Doanh thu điện khí giảm nhẹ 2,8% svck chủ yếu do sản lượng huy động giảm từ Nhon Trạch 1&2, nhưng phần nào được bù đắp lại từ sản lượng Cà Mau 1&2 từ nền thấp 2022. Trong 2024, dự kiến doanh thu điện khí tăng 23% svck, hỗ trợ bởi sản lượng phục hồi từ nền thấp khi các nhà máy hoàn thành bảo dưỡng và giá bán neo ở mức cao.
Thủy điện	1.875	1.276	-31,9%	1.336	4,7%	Doanh thu thủy điện 2023 giảm 32% svck do sản lượng giảm trong pha El Nino và giá bán bình quân giảm do giá thị trường giảm. Trong 2024, dự kiến doanh thu thủy điện phục hồi nhẹ 4,7% svck với sắc xuất xảy ra pha El Nino kết thúc cao hơn trong nửa cuối năm.
Điện than	7.132	8.725	22,3%	10.513	20,5%	Doanh thu điện than tăng 22,3% svck và 20,5 svck trong 2023-24, chủ yếu do nhu cầu cải thiện tại mùa hè phía Bắc và Vũng Áng 1 hoàn tất sửa chữa và chạy hết công suất từ T8/2023.
LN gộp	3.726	2.653	-28,8%	3.824	44,1%	LN gộp 2023 giảm 29% svck do nhóm nhà máy điện khí đại tu, chi phí tăng cao trong khi sản lượng huy động thấp ăn mòn biên LN gộp. Chúng tôi dự báo LN gộp sẽ cải thiện mạnh 44% svck trong 2024, hỗ trợ bởi sản lượng tăng khi các nhà máy vận hành trọn vẹn cả năm.
Biên LN gộp (%)	13,2%	9,2%	-4,0 đ%	10,9%	1,7 đ%	
Chi phí QLDN	(868)	(757)	-12,7%	(942)	24,4%	Chi phí QLDN giảm 12% svck, do không phải trích lập dự phòng phải thu khó đòi như năm 2022, sau đó tăng 24% svck trong 2024, tương ứng với mức tăng doanh thu.
EBIT	2.859	1.896	-33,7%	2.882	52,0%	
Doanh thu tài chính	445	787	76,9%	571	-27,5%	Doanh thu tài chính 2023 tăng 77% svck, phản ánh khoản thoái vốn EVN Việt Lào 300 tỷ, sau đó giảm 27% svck từ khoản LN bất thường 2023.
Chi phí tài chính	(592)	(788)	33,1%	(1.085)	37,7%	Chi phí tài chính tăng mạnh 33% và 37% svck trong 2023-24, phản ánh khoản vay bổ sung đầu tư Nhon Trạch 3&4.
LN ròng	2.061	1.340	-35,0%	1.664	24,2%	LN ròng dự kiến giảm 35% svck trong 2023, sau đó tăng 24% svck trong 2024, lần lượt đạt 1.340 tỷ đồng (1.128 tỷ đồng nếu không tính khoản thoái vốn) và 1.994 tỷ đồng.
EPS (đ/cp)	880	572	-35,0%	710	24,2%	

Nguồn: POW, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
Doanh thu thuần	24.561	28.224	28.779	34.935	LN trước thuế	2.339	2.809	1.945	2.411
Giá vốn hàng bán	(22.021)	(24.498)	(26.126)	(31.111)	Khấu hao	2.818	2.809	2.824	2.992
Lợi nhuận gộp	2.540	3.726	2.653	3.824	Thuế đã nộp	(340)	(86)	(285)	(350)
Chi phí quản lý DN	(131)	(868)	(741)	(921)	Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	(9)	-	(17)	(21)	Thay đổi VLD	1.533	(1.774)	2.279	1.393
LN từ HĐKD	2.400	2.859	1.896	2.882	LCTT từ HĐKD	5.147	3.156	5.404	6.015
EBITDA thuần	5.218	5.668	4.719	5.873	Đầu tư TSCĐ	(286)	(2.601)	(10.774)	(13.126)
LN trước thuế & lãi vay	2.400	2.859	1.896	2.882	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2	2	-	-
Thu nhập lãi	690	445	787	571	LCTT từ đầu tư	563	(3.374)	(13.278)	(13.645)
Chi phí tài chính	(653)	(592)	(788)	(1.085)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	(120)	44	(4)	(10)	Tiền vay ròng nhận được	(3.845)	444	6.284	9.248
TN từ các Cty LK & LD	22	53	53	53	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	72	802
LN trước thuế	2.339	2.809	1.945	2.411	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(710)	(199)	-	-
Thuế TNDN	(287)	(256)	(285)	(350)	LCTT từ hoạt động TC	(4.555)	245	6.357	10.050
Lợi nhuận sau thuế	2.052	2.553	1.660	2.061	Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.070	8.224	8.252	6.735
Lợi ích cổ đông thiểu số	(254)	(492)	(320)	(397)	LC tiền thuần trong năm	1.154	28	(1.517)	2.420
Lợi nhuận ròng	1.799	2.061	1.340	1.664	Tiền & tương đương tiền cuối kì	8.224	8.252	6.735	9.154
Chi trả cổ tức	(710)	(199)	-	-					
Lợi nhuận giữ lại	1.088	1.862	1.340	1.664					

Bảng cân đối kế toán	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	Các chỉ số cơ bản	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
Tiền và tương đương tiền	8.224	8.252	6.735	9.154	Tăng trưởng doanh thu thuần	-17,4%	14,9%	2,0%	21,4%
Đầu tư ngắn hạn	531	1.650	4.585	5.618	Tăng trưởng EBITDA	-15,8%	8,6%	-16,7%	24,5%
Phải thu khách hàng	5.800	12.538	9.357	9.980	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-28,8%	19,1%	-33,7%	52,0%
Hàng tồn kho	1.838	2.086	2.092	2.491	Tăng trưởng LN trước thuế	-18,6%	20,1%	-30,8%	23,9%
Các tài sản ngắn hạn khác	2.028	400	984	1.515	Tăng trưởng LN ròng	-24,0%	14,6%	-35,0%	24,2%
Tổng tài sản ngắn hạn	18.420	24.925	23.744	28.756	Tăng trưởng EPS	-24,0%	14,6%	-35,0%	24,2%
Tài sản cố định	31.835	29.123	29.390	37.643	Biên LN gộp	10,3%	13,2%	9,2%	10,9%
Tài sản vô hình	34	32	32	32	Biên EBITDA	21,2%	20,1%	16,4%	16,8%
Xây dựng cơ bản dở dang	405	936	8.620	10.501	Biên LN ròng	7,3%	7,3%	4,7%	4,8%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	6,2%	7,0%	4,3%	5,0%
Đầu tư vào công ty LDLK	828	878	931	984	ROAA	3,4%	3,8%	2,2%	2,3%
Khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROIC	4,5%	4,9%	2,7%	2,7%
Tài sản dài hạn khác	1.454	949	968	1.175	Vòng quay tài sản	45,9%	124,8%	107,3%	105,2%
Tổng tài sản dài hạn	34.557	31.918	39.949	50.339	Cổ tức chi trả/LN ròng	39,5%	39,7%	55,2%	51,6%
Tổng tài sản	52.977	56.843	63.693	79.095	Tổng nợ vay/VCSH	27,2%	9,9%	8,5%	6,4%
Vay & nợ ngắn hạn	4.769	5.635	6.127	8.168	Nợ vay ròng/VCSH	0,8%	2,3%	24,5%	40,8%
Phải trả người bán	7.240	7.346	6.905	8.628	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	0,4%	1,3%	13,4%	19,5%
Phải trả ngắn hạn khác	4.803	5.344	5.465	6.693	Khả năng thanh toán lãi vay	4,7	6,5	2,4	2,7
Tổng nợ ngắn hạn	16.811	18.326	18.498	23.489	Số ngày phải thu	97	119	119	104
Vay & nợ dài hạn	3.689	3.382	9.174	16.382	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	30	29	29	29
Các khoản phải trả khác	1.351	1.854	1.064	1.460	Số ngày phải trả tiền bán	99	109	96	101
Tổng nợ dài hạn	5.040	5.236	10.238	17.841	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,4	1,3	1,2
Tổng nợ	21.852	23.562	28.736	41.331	Khả năng thanh toán nhanh	1,0	1,2	1,2	1,1
Vốn điều lệ	23.419	23.419	23.419	23.419	Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,5	0,6	0,6
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	768	880	572	710
LN giữ lại	3.010	3.420	4.704	6.312	BVPS (đồng/cp)	22.622	24.273	27.198	33.774
Các quỹ thuộc VCSH	2.209	3.677	3.750	4.552	P/E (lần)	14,6	12,8	19,7	15,8
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/B (lần)	0,9	0,9	0,8	0,8
Vốn chủ sở hữu	28.917	29.604	31.208	33.212					
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.488	2.765	3.085	3.482					
Tổng vốn chủ sở hữu	31.125	33.281	34.957	37.764					
Tổng nợ và VCSH	52.977	56.843	63.693	79.095					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Lê Minh Anh

Lê Ngọc Hưng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Lan Phương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly