

KHUYẾN NGHỊ		MUA		TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM - CTCP (HOSE: POW) CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3/2023		
Giá hiện tại:	11,550	Ngày viết báo cáo:	10/11/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG		
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	2,342	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	79.9%	
Giá mục tiêu mới:	14,504	Vốn hóa (tỷ VND)	27,300	PYN Elite Fund (Non-UCITS)	2.5%	
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản 6M (Triệu CP)	7.83	Norges Bank	1.3%	
Tiềm năng tăng giá	26%	Sở hữu nước ngoài	0.0%			

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Tỷ đồng	Q3.2022	Q3.2023	% YoY	9M.2022	9M.2023	% YoY	Cập nhật kết quả kinh doanh
DT thuần	6,042	5,679	-6%	20,566	21,533	5%	KQKD Q3/2023: DTT và LNST lần lượt đạt 5,679 tỷ VND (-6% YoY) và 52 tỷ VND (-74% YoY). Kết quả kém khả quan này đến từ:
Giá vốn	5,339	5,373	1%	(17,907)	(20,078)	12%	
Lãi gộp	703	307	-56%	2,659	1,455	-45%	- Sản lượng điện giảm -6% YoY do nhà máy NT2 gặp sự cố trong tháng 8 và có lịch đại tu từ tháng 9, các nhà máy thủy điện được huy động thấp.
DT tài chính	96	139	45%	224	385	72%	- Giá điện trung bình tăng +4% YoY do 1) chi phí nhiên liệu trung bình tăng +1.7% YoY và 2) tỷ trọng sản lượng của thủy điện giảm (có giá thấp hơn).
CP tài chính	(207)	(213)	3%	(541)	(489)	-10%	- Doanh thu khác giảm -95% YoY do không có nguồn thu từ bán phế phẩm.
Lãi vay	(118)	(134)	13%	(315)	(391)	24%	
Lãi từ CTLK	-	-		25	13	-48%	
CP BH	-	-		-	-		
CP QLDN	(387)	(149)	-62%	(705)	(483)	-32%	
Lãi từ HĐKD	205	84	-59%	1,663	869	-48%	Biên lợi nhuận gộp của mảng điện đạt 5% , giảm 6 điểm phần trăm so với cùng kỳ vì các nhà máy có biên gộp cao như NT2, Hòa Na, Đakđinh có sản lượng phát điện sụt giảm. (3 NMD này chiếm 64% LNG năm 2022)
TN khác, ròng	19	(2)	-111%	30	129	330%	
LNST	224	82	-63%	1,693	1,011	-40%	
Thuế	23	30	30%	(102)	(127)	25%	
LNST	201	52	-74%	1,591	884	-44%	Doanh thu tài chính tăng 45% YoY (chủ yếu là lãi tiền gửi) và chi phí lãi vay tăng 13% YoY do lãi suất cao hơn so với cùng kỳ.
CĐTS	134	(30)	-123%	381	141	-63%	
LNST-CĐTS	67	83	24%	1,210	743	-39%	Tỷ lệ chi phí SG&A/DT đạt mức 3% , giảm 3 điểm % so với cùng kỳ vì trong kỳ không phát chi phí dự phòng đáng kể.
Chỉ số							
Biên LNG	12%	5%	-622.6 bsp	13%	7%	-617.2 bsp	
Biên LNR	1%	1%	+34.9 bsp	8%	3%	-428.9 bsp	Lũy kế 9M2023, DTT và LNST lần lượt đạt 21,533 tỷ VND (+5% YoY) và 884 tỷ VND (-44% YoY) hoàn thành 71% DT kế hoạch và 79% LNST kế hoạch.
SG&A/DT	6%	3%	-378.1 bsp	3%	2%	-118.5 bsp	

Nguồn: BSC Research

CẬP NHẬP ANALYST MEETING

-Tình hình sửa chữa các nhà máy:

+NMĐ NT2 đã hoàn thành đại tu từ cuối tháng 10.

+NMĐ Cà Mau 2 hoàn thành đại tu từ tháng 8.

+NMĐ Vũng Áng 1 (tổ máy S1) hoàn thành sửa chữa lớn từ tháng 8.

Như vậy, đa số các nhà máy đều đã tập trung đại tu trong năm 2023, do đó trong năm 2024, POW sẽ có sản lượng điện tốt hơn (+15% YoY).

-Nguyên liệu đầu vào: Nguồn khí cho khu vực Nam Bộ đang tiếp tục suy giảm và dự báo sẽ thiếu hụt trong năm 2024 và giải pháp hiện tại là sử dụng LNG để bổ sung, chủ yếu sẽ được nhập qua kho cảng LNG Thị Vải. Như vậy, bài toán nguyên liệu đầu vào có thể được giải quyết và sản lượng huy động của các nhà máy điện khí vẫn có thể tăng cao do 1) phụ tải có thể tăng trưởng khoảng 9% YoY, 2) tổng công suất nguồn điện năm 2024 tăng không đáng kể.

-POW đã hoàn thành quyết toán Vũng Áng 1 để điều chỉnh lại giá điện hợp đồng PPA. Giá trị quyết toán thực tế ước tính là 29,200 tỷ VND, cao hơn 2,800 tỷ VND so với ban đầu, khoản chênh lệch này sẽ được phân bổ vào giá điện hợp đồng PPA cho thời gian hoạt động còn lại của nhà máy.

-Cập nhật hoạt động đầu tư NT3, NT4:

+Tổng mức đầu tư là 1.4 tỷ USD, dự kiến NT3 sẽ đi vào thử máy trong tháng 11/2024, thời gian hoàn thành NT4 dự kiến 01/2025.

+Việc thu xếp vốn cho dự án về cơ bản đã hoàn thành, tuy nhiên, sẽ phát sinh rủi ro về tỷ giá, chi phí lỗ tỷ giá sẽ không được vốn hóa vào dự án, do đó có thể ảnh hưởng không tốt đến KQKD năm 2024 của POW.

+Hợp đồng PPA cho 2 nhà máy này vẫn đang đàm phán và đang ở những bước cuối cùng.

Tuy nhiên, với cách nhìn thận trọng, chúng tôi không đưa NT3 và NT4 vào định giá.

-Kế hoạch tăng vốn của POW: dự kiến công ty sẽ phát hành tăng vốn điều lệ trong năm 2024 với số tiền huy động ước tính là 5,000 tỷ VND, số tiền sẽ được sử dụng để đầu tư các dự án hiện tại. Ban lãnh đạo không chia sẻ về cách thức tăng vốn, BSC cho rằng, công ty sẽ ưu tiên sử dụng vốn tự có như LNST chưa phân phối, ...

-Kế hoạch niêm yết HNA: POW đã nộp hồ sơ niêm yết HNA lên HSX và dự kiến chuyển sàn trong năm 2024. POW sẽ tiếp tục duy trì sở hữu trên 51% vì HNA sẽ trả hết nợ trong năm 2024 và bắt đầu trả cổ tức tiền mặt.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ & ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu 14,500 VND/cp (upside 26% so với giá đóng cửa ngày 10/11/2023) dựa trên phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu 2024F là 4.9x.

Luận điểm đầu tư

(1) Định giá hấp dẫn POW đang giao dịch với mức chiết khấu 40% so với EV/EBITDA trung bình 5Y và P/B 2024F = 0,8x. Với EV/EBITDA mục tiêu 2024F = 4,9x, giá mục tiêu năm 2024F là 14,500 VND/cp (tăng +26%);

(2) Lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ 2024F (+54% YoY) nhờ: các nhà máy lớn không có lịch đại tu và Vũng Áng 1 trở lại hoạt động ổn định.

Catalyst: (1) Thu nhập lỗ tỷ giá từ EVN và (2) Bồi thường bảo hiểm cho sự cố Vũng Áng

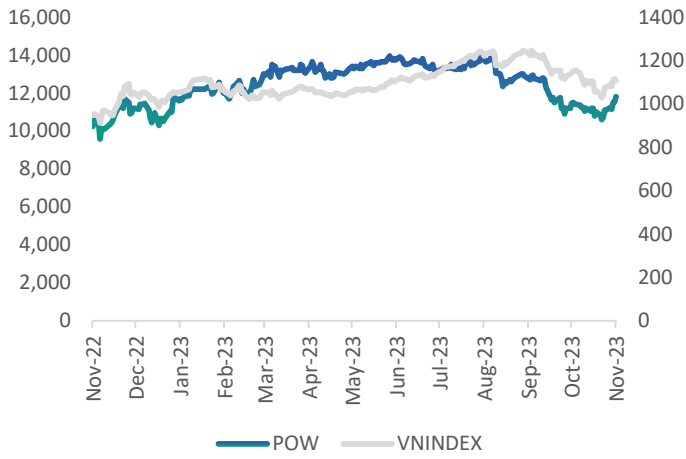
Rủi ro: (1) Rủi ro hoạt động do gặp sự cố; (2) Tỷ giá USD/VND tăng mạnh hơn ước tính và (3) Nhu cầu điện thấp hơn ước tính do rủi ro kinh tế chậm lại

Bảng: Định giá

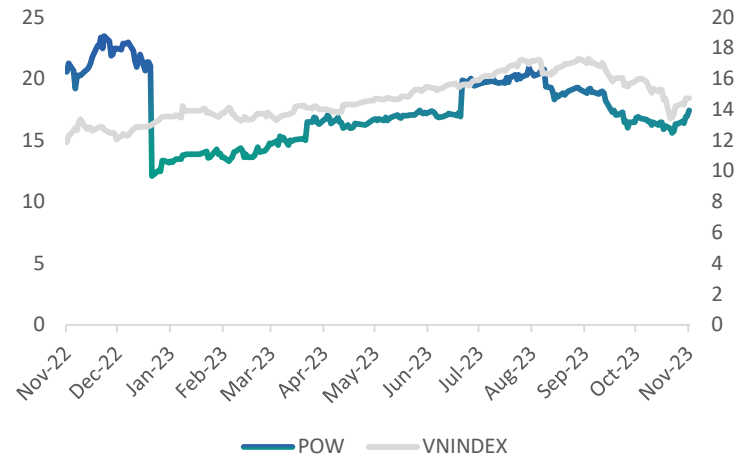
Phương pháp EV/EBITDA	
EBITDA 2024	2,960
EV/EBITDA mục tiêu (lần)	4.9x
Giá mục tiêu 2024 (VNĐ/CP)	14,504
Tỷ suất cổ tức dự kiến	0%
Upside so với giá hiện tại	26%

Nguồn: BSC Research

Biểu đồ: Diễn biến VNIndex & giá cổ phiếu POW



Biểu đồ: so sánh P/E của VNIndex và POW



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8, 9 Thaiholdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

