

# TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam - CTCP (POW)

## Triển vọng dài hạn tích cực

18/11/2021

Chuyên viên phân tích  
Nguyễn Ngọc Hiếu  
hieunn@kbsec.com.vn

### Doanh thu thuần, lợi nhuận 3Q2021 của PVPower

Doanh thu và lợi nhuận công ty mẹ 3Q2021 của PVPower đạt lần lượt là 5,342 tỷ đồng (-12.6% YoY) và 483 tỷ đồng tăng gấp 4.5 lần cùng kỳ do POW đã bám sát kế hoạch sản lượng Qc được giao với giá bán trung bình cao hơn đủ bù đắp chi phí cũng như đem lại lợi nhuận cho POW, bên cạnh đó chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp giảm đáng kể so với cùng kỳ góp. Sản lượng sản xuất trong 3Q2021 đạt 2.7 tỷ kWh (-35.7% YoY) do tác động của làn sóng covid lần thứ 4 cũng như nhà máy điện Vũng Áng 1 tiến hành đại tu.

### Triển vọng 2022 khi sản lượng dần hồi phục trở lại

Chúng tôi kỳ vọng các biện pháp giãn cách được nới lỏng ở các tỉnh thành phía Nam, cũng như các khu vực công nghiệp hồi phục sản xuất dẫn tới nhu cầu sử dụng điện tăng trở lại. Bên cạnh đó, việc đại tu và trung tu cũng được hoàn thành trong năm 2021 do vậy chúng tôi ước tính sản lượng điện của POW năm 2022 tăng trưởng 14% so với cùng kỳ đạt 22.2 tỷ kWh.

### Dự án nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 là động lực tăng trưởng dài hạn

Dự án nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 đang được PVPower tích cực triển khai với việc mở gói thầu EPC ngày 23/8/2021, ban quản lý dự án và các bộ phận liên quan đang đàm phán với nhà thầu để sớm hoàn thành công tác lựa chọn nhà thầu. Khi các hạng mục được hoàn tất và nhà máy đi vào hoạt động 2024 sẽ nâng tổng công suất phát điện của POW lên 5,705 MW, tăng 36%.

### Khuyến nghị NĂM GIỮ với giá mục tiêu 15,800 VNĐ/CP

Kỳ vọng nhu cầu phụ tải tăng trở lại khi các biện pháp giãn cách được nới lỏng, các nhà máy của POW đi vào hoạt động ổn định sau khi tu bổ. Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu 15,800 VNĐ/CP, upside 7.8 %.

## NĂM GIỮ

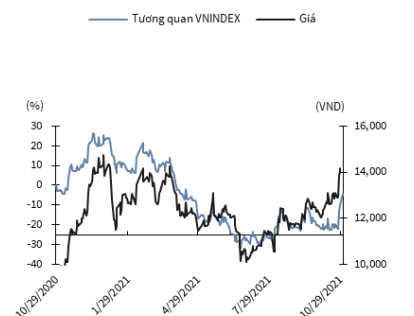
Giá mục tiêu	VNĐ 15,800
Tăng/giảm	7,8%
Giá hiện tại (Nov 18)	VNĐ 14,650
Giá mục tiêu đồng thuận	VNĐ 16,000
Vốn hóa (nghìn tỉ VNĐ/tỉ USD)	33.1/1.4

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	20%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VNĐ/triệu USD)	198/8.3
Sở hữu nước ngoài (%)	2.99%

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	21	23	25	47
Tương đối	15	11	14	-4

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	35,374	29,731	29,931	34,079
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	3,116	2,855	3,199	3,799
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (tỷ VNĐ)	2,509	2,365	2,563	3,058
EPS (VNĐ)	1071	1009	1094	1305
Tăng trưởng EPS (%)	30%	-5.7%	8.4%	19.2%
P/E (x)	12.74	13.52	12.47	10.45
P/B (x)	10.83	10.22	9.51	8.77
ROE (%)	8.5%	7.6%	7.6%	8.4%
Tỷ suất cổ tức (%)	3%	2%	2%	2%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Hoạt động kinh doanh

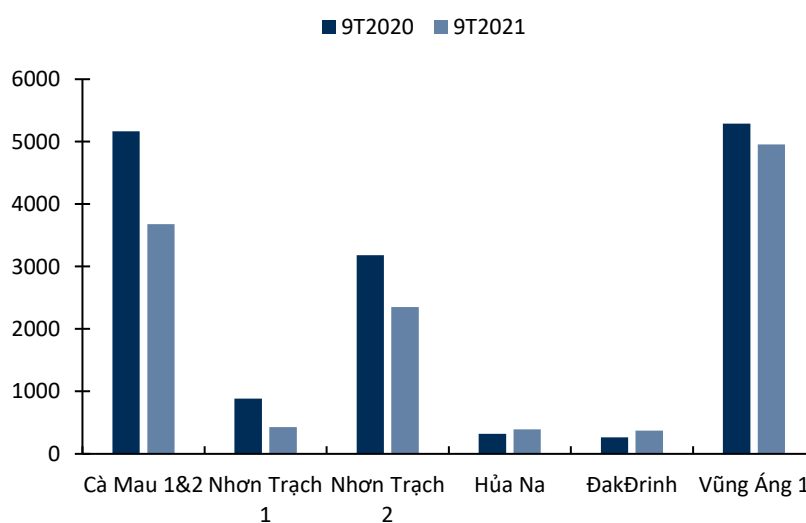
### Doanh thu thuần, lợi nhuận 3Q2021 của PVPower

Lợi nhuận thuần đạt 483 tỷ đồng (+359% YoY), doanh thu đạt 5,342 tỷ đồng (-12.6% YoY) với sản lượng đạt 2.7 tỷ kWh trong đó thủy điện là 263 triệu kWh (-12.6% YoY), nhiệt than là 998 triệu kWh (-21% YoY) và nhiệt khí là 1.44 tỷ kWh (-28.9% YoY). Sự suy giảm sản lượng do nhu cầu phụ tải trên toàn hệ thống điện thấp trong quý 3 dưới sự ảnh hưởng nặng nề từ việc giãn cách toàn xã hội trong đợt dịch covid lần thứ 4.

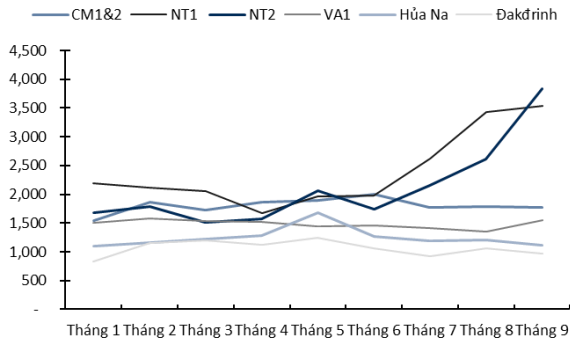
Lũy kế 9T2021, lợi nhuận đạt 1,841 tỷ đồng (+41.3% YoY), doanh thu đạt 20,996 tỷ đồng (-3.6% YoY) với sản lượng đạt 12.17 tỷ kWh (-19.4% YoY). Các nhà máy thủy điện của POW có lợi thế về điều kiện thời tiết khi Lanina chiếm ưu thế và được ưu tiên huy động với giá thành rẻ do vậy sản lượng 9 tháng đạt 764 triệu kWh (+30% YoY), trong khi đó các nhà máy điện khí gặp nhiều khó khăn khi giá khí đầu vào tăng cao, cùng nhu cầu huy động thấp dẫn đến sản lượng lũy kế 9 tháng đạt 6.456 tỷ kWh (-30% YoY). Nhà máy điện than Vũng Áng 1 hoạt động tương đối ổn định nhờ sử dụng nguồn than trong nước, sản lượng giảm nhẹ đạt 4.96 tỷ kWh (-6.2% YoY)

Biên lợi nhuận gộp của công ty trong 3Q2021 đạt 15.8% cao hơn so với mức 9% của 3Q2020 và cao hơn so với quý trước là do công ty đã bám sát Qc được giao, chào giá để vận hành hợp lý và hiệu quả, không phát điện vào những thời điểm mà giá thị trường cạnh tranh không đủ bù đắp chi phí biến đổi. Bên cạnh đó, biên gộp cải thiện do sự đóng góp lớn từ phía các nhà máy thủy điện Hòa Na và ĐakĐrinh khi phần lớn thời gian trong năm nay xảy ra hiện tượng Lanina.

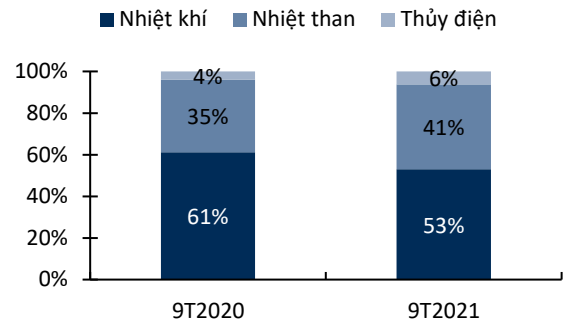
**Biểu đồ 1. Sản lượng điện sản xuất theo từng nhà máy (triệu kWh)**



Nguồn: POW, KBSV

**Biểu đồ 2. Giá bán điện trung bình (VNĐ/kWh)**

Nguồn: POW, KBSV

**Biểu đồ 3. Tỷ trọng theo từng loại hình (%)**

Nguồn: POW, KBSV

**Sản lượng phục hồi từ 4Q2021 và năm 2022**

Trong tháng 10, các biện pháp giãn cách xã hội dần được nới lỏng hoạt động sản xuất được nối lại ở những khu vực trọng điểm đóng góp lớn vào GDP của đất nước như các tỉnh thành phố phía Nam thì sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện năng phục vụ hoạt động kinh doanh do vậy các nhà máy điện như POW sẽ được hưởng lợi khi POW có 4 nhà máy điện khí chiếm 64% công suất được đặt tại miền Nam.

Năm 2022 sẽ là một năm hoàn toàn phục hồi khi tỷ lệ bao phủ vaccin trên cả nước lên tới 70% trong 1Q2022 và tiến tới 100% trong khoảng thời gian còn lại. Chỉ tiêu tăng trưởng GDP của năm 2022 đã được Quốc hội biểu quyết thông qua ở mức 6-6.5%, do vậy chúng tôi cho rằng mức độ tăng trưởng về tiêu thụ điện năng sẽ phải cao hơn hoặc bằng với tốc độ tăng trưởng GDP mà Quốc hội đề ra. Bên cạnh đó, các nhà máy điện của POW cũng đã hoàn thành xong công tác đại tu như nhà máy điện Hòa Na (3/5/2021-31/5/2021), nhà máy điện Vũng Áng 1 đại tu nhà máy số 2 (17/8/2021-26/10/2021 vượt tiến độ 5 ngày) từ đó góp phần tăng hiệu quả sản xuất và đóng góp tích cực vào hiệu quả hoạt động cho POW. Chúng tôi kì vọng sản lượng điện của POW năm 2022 tăng trưởng 14% so với cùng kỳ đạt 22.2 tỷ kWh

**Lợi nhuận cao hơn từ Nhà máy điện Cà Mau 1&2 sau khi hết khấu hao**

Nhà máy điện Cà Mau 1&2 hết khấu hao trong năm 2021 và đang trong tiến trình đàm phán lại hợp đồng mua bán điện PPA với EVN. Chúng tôi cho rằng giá bán điện mới sẽ không thấp hơn giá hiện quá nhiều, cùng với đó là nhà máy điện hết khấu hao, dẫn đến lợi nhuận của nhà máy điện Cà Mau 1&2 đem lại cho POW sẽ được cải thiện.

**Dự án nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 là động lực tăng trưởng dài hạn**

PVPower đang thực hiện công tác mở gói thầu EPC, lựa chọn nhà thầu các gói thầu dự án nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3&4. Hồ sơ mời thầu (HSMT) có sự tư vấn từ CTCP Tư vấn Xây dựng điện 2 (TV2) và Tư vấn Fitchner (Liên bang Đức). Công ty đang tích cực thực hiện công tác giải phóng mặt bằng, huy động vốn, đàm phán ký kết hợp đồng PPA, GSA. Dự kiến, Nhơn Trạch 3 sẽ vận hành thương mại vào quý IV 2023 và Nhơn Trạch 4 sẽ vận hành thương mại vào quý II/2024, nâng tổng công suất phát điện của POW lên 5,705 MW, tăng 36%.

## Dự phóng và định giá

### Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2021 và 2022

Kì vọng các biện pháp giãn cách xã hội dần được nới lỏng, hoạt động sản xuất được nối lại ở những khu vực trọng điểm như các tỉnh thành phố phía Nam nơi mà PVPower sở hữu 4 nhà máy điện khí chiếm tới 64% tổng công suất, đồng thời việc hoàn thành đại tu cho các nhà máy điện quan trọng Hòa Na, Vũng Áng 1 sẽ góp phần tăng doanh thu cũng như lợi nhuận cho POW trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi sau đại dịch và tỷ lệ bao phủ vaccin đạt 100% trong năm 2022. Chúng tôi ước tính doanh thu đạt 29,931 tỷ đồng tăng nhẹ 0.6% so với cùng kỳ, lợi nhuận thuần đạt 2,563 tỷ đồng (+8.6% YoY).

Biểu đồ 4. Dự phóng sản lượng từ các loại hình phát điện của POW

	2019	2020	2021F	2022F
<b>Doanh thu từ bán điện</b>	<b>33,700.36</b>	<b>29,119.70</b>	<b>29,329.88</b>	<b>33,466.98</b>
<b>Sản lượng</b>	<b>22,525.90</b>	<b>19,163.00</b>	<b>19,448.23</b>	<b>22,201.70</b>
- Điện khí	15,762.80	11,550.00	12,784.13	14,143.41
- Điện than	5,770.50	6,542.00	5,694.00	7,008.00
- Thủy điện	992.60	1,071.00	970.10	1,050.29
<b>Chi phí nguyên vật liệu</b>	<b>15,892.87</b>	<b>11,706.40</b>	<b>17,147.30</b>	<b>18,137.17</b>
<b>Giá bán bình quân</b>	<b>1,496.07</b>	<b>1,519.58</b>	<b>1,508.10</b>	<b>1,507.41</b>
<b>Chi phí nguyên liệu bình quân</b>	<b>705.54</b>	<b>610.89</b>	<b>881.69</b>	<b>816.93</b>

Nguồn: KBSV

### Khuyến nghị **NẮM GIỮ** với định giá **15,800 VNĐ/CP**

POW là doanh nghiệp có công suất phát điện lớn thứ 2 tại Việt Nam, các nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 sẽ là các yếu tố thúc đẩy kết quả kinh doanh trong dài hạn.

Chúng tôi sử dụng trung bình 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF) và P/E để xác định giá trị hợp lý của POW, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu 15,800 VNĐ/CP, upside 7.8% so với giá đóng của ngày 18/11/2021:

-Theo phương pháp P/E, chúng tôi định giá POW ở mức P/E hợp lý là 10 lần, tương đương mức cổ phiếu đạt 12,000 VND/CP

-Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF), chúng tôi định giá POW ở mức 19,600 VND/CP

## KHOẢ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình**  
Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

**Dương Đức Hiếu**  
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Hoàng Bảo Nga**  
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Lê Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng  
tungla@kbsec.com.vn

**Nguyễn Ngọc Hiếu**  
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng  
hieunn@kbsec.com.vn

**Phạm Nhật Anh**  
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics  
anhpn@kbsec.com.vn

**Lương Ngọc Tuấn Dũng**  
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng  
dunglnt@kbsec.com.vn

**Khối Phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

**Trần Đức Anh**  
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

**Lê Hạnh Quyên**  
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng  
quyenlh@kbsec.com.vn

**Thái Hữu Công**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
congth@kbsec.com.vn

**Trần Thị Phương Anh**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

**Nguyễn Cẩm Thơ**  
Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương**  
Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656  
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276  
Email: ccc@kbsec.com.vn  
Website: www.kbsec.com.vn

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.