

Khó khăn trong 2022 nhưng tích cực trong năm 2023

Chuyên viên phân tích – Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@kbsec.com.vn

19/09/2022

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 2/2022 tiếp tục sụt giảm so với cùng kỳ

Trong Quý 2/2022, POW ghi nhận Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 7,463 tỷ VNĐ (-6% YoY) và 586 tỷ VNĐ (-32% YoY). Biên lợi nhuận gộp giảm 1.9 điểm % so với cùng kì, đạt 12.45% do sự sụt giảm sản lượng từ nhiệt điện Cà Mau 1&2 và Vũng Áng 1 không bù đắp được bằng kết quả kinh doanh ấn tượng của cụm nhiệt điện khí Nhơn Trạch.

Nhiệt điện khí: Nhơn Trạch 2 sẽ là bệ đỡ chính cho mảng điện khí của POW trong ngắn hạn và triển vọng ngành sẽ sáng hơn trong 2023 khi tình hình thủy văn không còn thuận lợi cho thủy điện

Trong 1H2022, sản lượng mảng điện khí của POW đạt 4,789 triệu kWh (-4.5% YoY) do việc đưa vào đại tu nhiệt điện Cà Mau 1 và tình hình nguồn cung khí cho cụm nhiệt điện Cà Mau chưa được giải quyết triệt để. Tuy nhiên, chúng tôi thấy rằng, NT2 tiếp tục là một điểm sáng bù đắp cho những sự cố khách quan tại nhiệt điện Cà Mau khi sản lượng 1H2022 của NT2 tiếp tục tăng trưởng tích cực, đạt 2,176 triệu kWh (+15% YoY), Do vậy, chúng tôi dự báo rằng NT2 sẽ tiếp tục là động lực dẫn dắt mảng điện khí của POW tăng trưởng cả về sản lượng cũng như doanh thu trong năm 2022 (. Dựa trên quan điểm này, chúng tôi dự báo sản lượng điện khí của POW trong năm 2022 sẽ tăng trưởng 23.5% YoY, đạt 9,843 triệu kWh.

Các khoản đền bù sẽ giảm thiểu áp lực suy giảm KQKD trong năm 2022

Chúng tôi cho rằng thu nhập từ các khoản đền bù khoảng 854 tỷ sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho LNST của POW trong năm nay khi các nhà máy của POW đang gặp những yếu tố khó khăn trong hoạt động cốt lõi. Tổng các khoản đền bù này sẽ đạt khoảng hơn 770 tỷ VNĐ LNST cho POW, chiếm khoảng 34% LNST năm 2022 của POW theo ước tính của chúng tôi.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 18,000 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 18,000 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 26.3% so với giá tại ngày 15/09/2022.

Mua

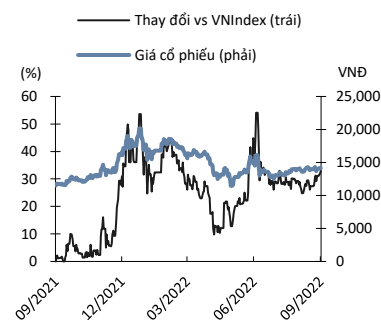
Giá mục tiêu	VNĐ 18,000
Tăng/giảm (%)	36.6%
Giá hiện tại (15/09/2022)	VNĐ14,250
Giá mục tiêu thị trường	VNĐ16,900
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	33,372

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	20.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	204.94
Sở hữu nước ngoài (%)	46.5%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (79.94%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
POW	1.1	-7.2	-12.4	23.0
VNINDEX	2.2	-8.8	2.9	32.0

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	29,732	24,565	28,352	32,587
EBIT	3,371	2,405	2,065	2,953
LN sau CĐTS	2,365	1,779	1,966	1,969
EPS (VNĐ)	999	760	839	841
Thay đổi EPS (%)	-2.8	-23.9	10.0	0.0
P/E (x)	42.5	95.4	23.5	23.4
EV/EBITDA (x)	17.3	33.0	10.7	10.3
P/B (x)	3.2	5.3	1.3	1.2
ROE (%)	8.5	6.3	6.2	5.6
Tỷ suất cổ tức (%)	1.0	0.4	0.0	0.0



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 2/2022 tiếp tục sụt giảm so với cùng kỳ

Trong Quý 2/2022, POW ghi nhận Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 7,463 tỷ VNĐ (-6% YoY) và 586 tỷ VNĐ (-32% YoY). Biên lợi nhuận gộp giảm 1.9 điểm % so với cùng kỳ, đạt 12.45% do sự sụt giảm sản lượng từ nhiệt điện Cà Mau 1&2 và Vũng Áng 1 không bù đắp được bằng kết quả kinh doanh ấn tượng của cụm nhiệt điện khí Nhơn Trạch.

Sản lượng điện giảm mạnh do ảnh hưởng từ sự cố nhà máy nhiệt điện Vũng Áng

Sản lượng điện thương phẩm Quý 2/2022 đạt 3,451 triệu kWh (-29% YoY), trong đó sản lượng điện khí đạt 2,292 triệu kWh (-11% YoY), thủy điện đạt 307 triệu kWh (+45% YoY) và điện than đạt 853 triệu kWh (-58% YoY). Sản lượng điện than giảm mạnh do sự cố tại tổ máy số 1 của nhà máy nhiệt điện Vũng Áng bắt đầu từ Tháng 9/2021 đã khiến nhiệt điện Vũng Áng cần đại tu và sửa chữa kéo dài tới Quý 3/2022, ảnh hưởng nghiêm trọng tới tổng sản lượng của POW. Ngoài ra, sản lượng điện khí tiếp tục suy giảm do tình hình thiếu khí tại nhiệt điện Cà Mau 1&2 khiến cho nhà máy này chỉ có thể vận hành 01 hoặc 02 tổ máy của theo sát sản lượng điện hợp đồng (Qc).

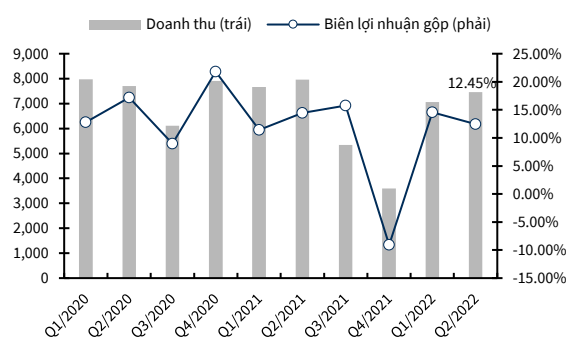
Nhiệt điện Cà Mau 1 thực hiện đại tu trong Quý 3/2022

Theo như kế hoạch tại ĐHCĐ, POW đã thực hiện đại tu Nhiệt điện Cà Mau tại mức 100,000 giờ vận hành tương đương. Theo như POW, kỳ đại tu này sẽ kéo dài từ 19/06 tới khoảng giữa tháng 9/2022. Kỳ đại tu này kết hợp với sản lượng khí cấp thấp, khoảng 1.4-2.0 triệu m³/ngày đã khiến cho hoạt động của Cà Mau 1&2 bị ảnh hưởng lớn và là tác nhân chính kéo lùi sản lượng Quý 2/2022 mặc dù Nhiệt điện Nhơn Trạch 1&2 có kết quả tương đối khả quan trong quý vừa rồi.

Nhiệt điện Vũng Áng 1 sẽ thực hiện sửa chữa lâu hơn kì vọng

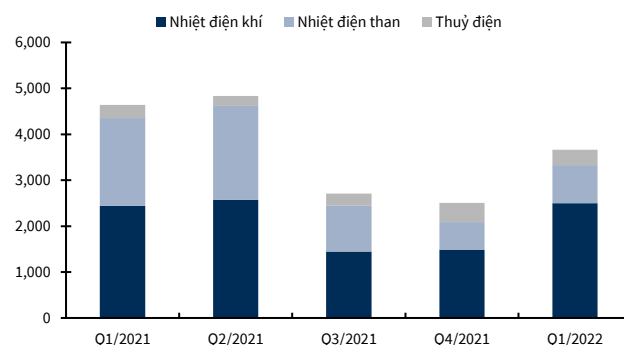
Theo như ghi nhận của chúng tôi tại buổi gặp mặt với chuyên viên phân tích ([link](#)), toàn bộ thiết bị chính của Vũng Áng 1 gặp sự cố và cần được gửi ra nước ngoài để sửa chữa. BLD cũng dự kiến Vũng Áng 1 sẽ hoàn thành việc sửa chữa và hoạt động hồi phục hoàn toàn trong tháng 2/2023. Kết quả này kéo dài hơn so với kì vọng khi chúng tôi dự phóng Vũng Áng 1 sẽ hoạt động ổn định trở lại trong Quý 4/2022.

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của POW, 2020 – 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 2. Sản lượng điện của POW, 2021 - 2022 (triệu kWh)



Nguồn: POW, KBSV

Bảng 1. Tổng hợp KQKD 1H2022 của POW

Tỷ VNĐ	1H2021	1H2022	YoY %	Nhận xét
Sản lượng (triệu kWh)	9,473	7,111	-24.9%	Sản lượng giảm mạnh do ảnh hưởng từ sự cố tại nhiệt điện Vũng Áng và thiếu khí tại nhiệt điện Cà Mau 1&2
Nhiệt điện khí	5,013	4,789	-4.5%	Sản lượng sụt giảm nhẹ do tình trạng thiếu khí từ nhiệt điện Cà Mau 1&2 ảnh hưởng tới tổng sản lượng điện khí
Nhiệt điện than	3,958	1,682	-57.5%	Ảnh hưởng từ sự cố tổ máy 1 nhiệt điện Vũng Áng
Thủy điện	502	640	27.6%	Tình hình thủy văn thuận lợi giúp thủy điện được huy động nhiều hơn
Giá bán trung bình (VNĐ/kWh)	1,649	2,042	23.8%	Dẫn dắt chủ yếu nhờ giá NVL đầu vào (khí, than) tăng dẫn tới giá bán trung bình cao hơn
Nhiệt điện khí	1,762	2,079	18.0%	Giá bán khí tăng cao do ảnh hưởng từ đà tăng giá của dầu Brent dẫn tới giá bán trung bình cao hơn của các nhà máy điện khí
Nhiệt điện than	1,504	1,762	17.2%	Giá bán điện than cao hơn do chi phí NVL đầu vào cao hơn do khan hiếm nguồn cung than
Thủy điện	1,139	1,247	9.5%	Giá bán trung bình cao hơn nhờ mặt bằng giá CGM cao hơn
Doanh thu (tỷ VNĐ)	15,624	14,524	-7.0%	
Nhiệt điện khí	8,834	9,959	12.7%	
Nhiệt điện than	5,951	2,964	-50.2%	
Thủy điện	571	798	39.7%	
Lợi nhuận gộp	2,026	1,956	-3.4%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	12.97%	13.47%		Biên lợi nhuận gộp cao hơn nhờ diễn biến giá tích cực trên thị trường điện cạnh tranh (CGM)
Chi phí SG&A	(380)	(318)	-16.3%	
% SG&A / doanh thu	-2.43%	-2.19%		
LN từ HĐKD	1,646	1,639		
Thu nhập tài chính	471	129		
Chi phí tài chính	(368)	(335)		
Thu nhập khác (ròng)	-120	11		
LN trước thuế	1,629	1,444	-11.4%	
LN sau thuế	1,430	1,390	-2.8%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	9.15%	9.57%		

Nguồn: POW, KBSV

Nhiệt điện khí: Nhon Trạch 2 sẽ là bệ đỡ chính cho mảng điện khí của POW trong ngắn hạn và triển vọng ngành sẽ sáng hơn trong 2023 khi tình hình thủy văn không còn thuận lợi cho thủy điện

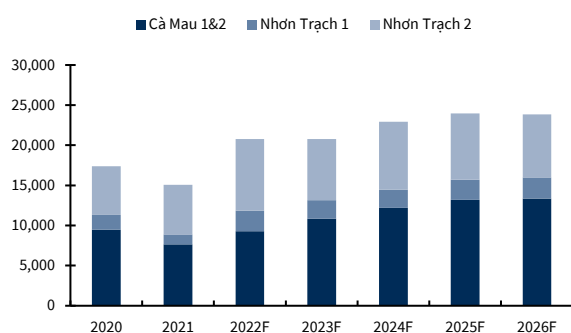
Trong 1H2022, sản lượng mảng điện khí của POW đạt 4,789 triệu kWh (-4.5% YoY) do việc đưa vào đại tu nhiệt điện Cà Mau 1 và tình hình nguồn cung khí cho cụm nhiệt điện Cà Mau chưa được giải quyết triệt để đã kéo lùi tổng sản lượng điện khí. Tuy nhiên, chúng tôi thấy rằng, NT2 tiếp tục là một điểm sáng bù đắp cho những sự cố khách quan tại nhiệt điện Cà Mau khi sản lượng 1H2022 của NT2 tiếp tục tăng trưởng tích cực, đạt 2,176 triệu kWh (+15% YoY). Do vậy, chúng tôi dự báo rằng NT2 sẽ tiếp tục là động lực dẫn dắt mảng điện khí của POW tăng trưởng cả về sản lượng cũng như doanh thu trong năm 2022 (Chi tiết trong [Báo cáo cập nhật Quý 2/2022 của NT2](#)). Dựa trên quan điểm này, chúng tôi dự báo sản lượng điện khí của POW trong năm 2022 sẽ tăng trưởng **23.5%** YoY, đạt 9,843 triệu kWh.

Về cụm nhiệt điện Cà Mau, chúng tôi cho rằng tình hình thiếu khí của Cà Mau sẽ

là một trở ngại lớn cho việc thực hiện phát điện theo hợp đồng PPA và cả tính hấp dẫn trên thị trường điện cạnh tranh (CGM). Tình trạng thiếu khí này trên quan điểm của chúng tôi sẽ không được giải quyết hoàn toàn trong năm 2022. Với quy trình mua bán khí phức tạp và cần thời gian đàm phán lâu, chúng tôi cho rằng việc đàm phán để mua thêm khí từ Petronas để bổ sung cho nhiệt điện Cà Mau sẽ được hoàn thành trong năm 2023 và sẽ là cơ sở để giúp sản lượng của Cà Mau 1&2 hồi phục. KBSV dự báo sản lượng điện của nhiệt điện Cà Mau 1&2 sẽ tăng trưởng 12.7% trong năm 2023, đạt 5,112 triệu kWh. Đây là mức tăng trưởng tương đối tích cực so với tăng trưởng sản lượng 2022 khoảng 4.7%, theo ước tính của chúng tôi.

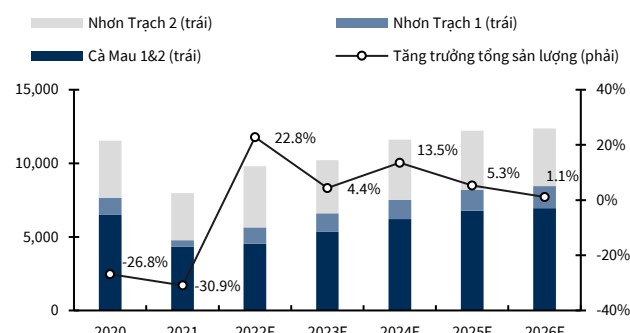
Bên cạnh các yếu tố cơ bản dần hồi phục nhờ vào nhu cầu sử dụng điện toàn hệ thống phục hồi, chúng tôi nhận thấy một yếu tố tích cực nữa đến với các nhà máy nhiệt điện khí theo dự báo từ các tổ chức khí tượng trên thế giới cho thấy hiện tượng La Nina – hình thái thái tiết hỗ trợ cho các nhà máy thủy điện, sẽ có khả năng kết thúc vào cuối năm 2022 và dần chuyển qua hình thái trung tính trong năm 2023 (Biểu đồ 5). Kết hợp với việc giá dầu Brent được dự báo sẽ hạ nhiệt trong 2023, đạt trung bình 90 USD/thùng sẽ là yếu tố cộng hưởng giúp cho các nhà máy nhiệt điện khí tăng khả năng cạnh tranh và được huy động ở mức sản lượng cao hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng triển vọng mảng điện khí của POW sẽ rõ ràng hơn từ năm 2023 khi các vấn đề về kĩ thuật được giải quyết giúp các yếu tố nội tại được phát huy tối đa cũng như cơ cấu nguồn điện huy động được thay đổi có lợi hơn cho POW.

Biểu đồ 3. Doanh thu các nhà máy điện khí của POW, 2020-2026F (tỷ VNĐ)



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 4. Sản lượng điện các nhà máy điện khí của POW, 2020-2026F (triệu kWh)



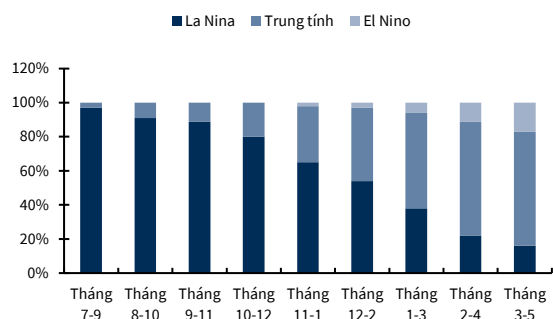
Nguồn: POW, KBSV

Mảng thủy điện: Tiếp tục tích cực nhờ vào tình hình thủy văn thuận lợi

Theo dự báo của các tổ chức khí tượng lớn trên thế giới chỉ ra rằng hiện tượng La Nina sẽ tiếp tục duy trì tới hết năm 2022, đồng nghĩa với việc lượng nước sẽ được đảm bảo cho các nhà máy thủy điện và với việc sở hữu danh mục thủy điện đa dạng sẽ giúp POW sẽ được tiếp tục hưởng lợi nhờ xu hướng thủy văn thuận lợi này trước khi chuyển qua pha trung tính vào năm 2023 khiến cho các nhà máy thủy điện gặp khó khăn. Ngoài ra, với diễn biến thiếu nguồn cung than cho các nhà máy điện than cũng như giá khí đầu vào của các nhà máy điện khí cao cũng góp phần đẩy giá thị trường điện cạnh tranh (CGM) duy trì ở mức cao, điều này là 1 tín hiệu tích cực với thủy điện khi sản lượng bán trên thị trường điện cạnh tranh thường chiếm khoảng 20% trên tổng sản lượng điện thương phẩm và chi phí để phát điện của các nhà máy thủy điện thấp, dẫn tới lợi nhuận từ thị trường điện cạnh tranh cao hơn cho các nhà máy điện này. Do đó, chúng

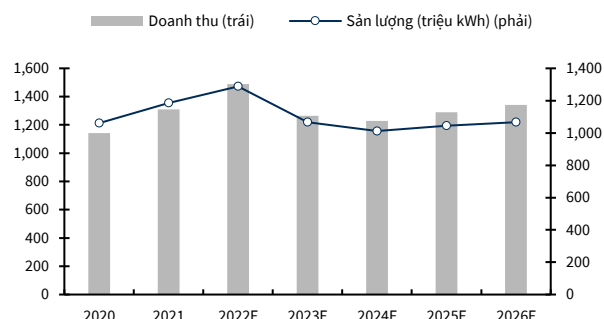
tôi cho rằng mảng thủy điện của POW sẽ tiếp tục có diễn biến thuận lợi trong năm 2022.

Biểu đồ 5. La Nina tiếp tục kéo dài tới hết năm 2022



Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 6. Doanh thu và sản lượng cụm thủy điện của POW, 2020-2026F

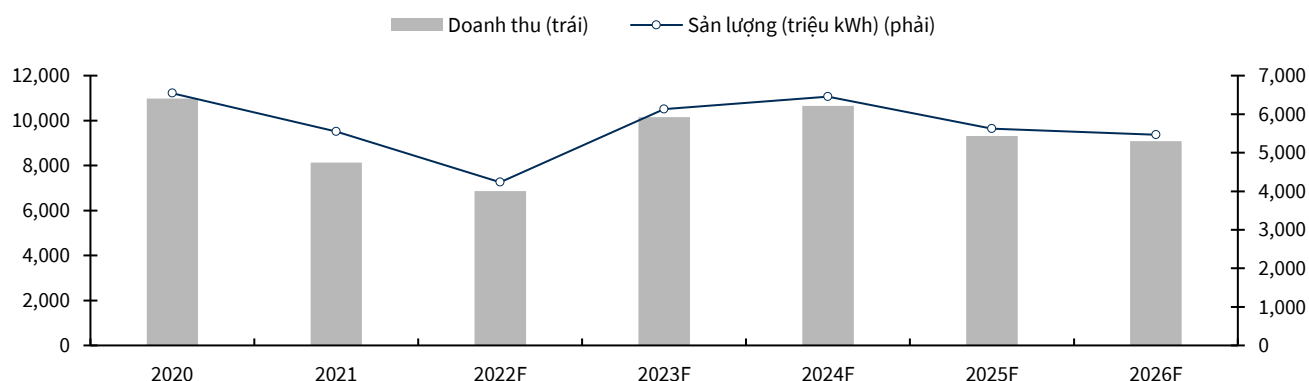


Nguồn: POW, KBSV

Điện than: Triển vọng kém khả quan trong năm 2022 nhưng sẽ tốt lên trong 2023 nhờ vào cả yếu tố chủ quan và khách quan

Vào tháng 9/2021, tổ máy số 1 của nhà máy nhiệt điện Vũng Áng đã xảy ra sự cố và cần phải thực hiện đại tu để sửa chữa. Ở báo cáo trước đây, chúng tôi dự phóng việc sửa chữa sẽ được hoàn thiện trong tháng 11/2022, tuy nhiên BLĐ đã thông báo việc sửa chữa sẽ kéo dài hơn dự kiến và Vũng Áng 1 sẽ hoàn toàn vận hành hết công suất trong tháng 2/2023. Việc sửa chữa kéo dài hơn dự kiến theo chúng tôi sẽ ảnh hưởng lớn tới sản lượng của Vũng Áng khi chỉ 1/2 tổ máy được vận hành để phát điện. Ngoài ra, với áp lực về nguồn cung than không được đảm bảo, chúng tôi cho rằng triển vọng của Vũng Áng trong năm 2022 sẽ tiếp tục kém khả quan. Tuy nhiên sản lượng của Vũng Áng sẽ được phục hồi trở lại vào năm 2023 do: **(1)** Quá trình sửa chữa các máy móc chính hoàn tất, **(2)** Nguồn cung than được đảm bảo trong 2023 khi TKV có thể tìm được các nguồn cung than ngoại giá rẻ, **(3)** Nhiệt điện sẽ được tăng cường huy động do tình hình thủy văn không còn phù hợp cho thủy điện như đã trình bày ở trên. Từ các luận điểm này, chúng tôi dự phóng sản lượng điện thương phẩm của Vũng Áng trong năm 2023 sẽ hồi phục mạnh mẽ, đạt 6,134 triệu kWh (+45% YoY), theo đó là doanh thu đạt 10,161 tỷ VNĐ (+48% YoY).

Biểu đồ 9. Doanh thu và sản lượng nhiệt điện Vũng Áng 1, 2020-2026F



Nguồn: POW, KBSV

Các khoản đền bù sẽ giảm thiểu áp lực suy giảm KQKD trong năm 2022

Trong kế hoạch nêu ra tại ĐHCĐ 2022, BLĐ POW kì vọng khoản đền bù tỷ giá khoảng 584 tỷ sẽ được đền bù vào cuối năm 2022. Bên cạnh đó, BLĐ cũng cho biết thêm nhiệt điện Vũng Áng 1 đã được mua bảo hiểm gián đoạn kinh doanh và sẽ được nhận được khoảng 300 tỷ tiền đền bù trong năm nay. Chúng tôi cho rằng thu nhập từ các khoản đền bù này sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho LNST của POW trong năm nay khi các nhà máy của POW đang gặp những yếu tố khó khăn trong hoạt động cốt lõi. Tổng các khoản đền bù này sẽ đạt khoảng hơn 770 tỷ VNĐ LNST cho POW, chiếm khoảng 34% LNST năm 2022 của POW theo ước tính của chúng tôi.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2022: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 22.6% YoY và 51.9% YoY

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của POW sẽ lần lượt đạt 28,352 tỷ VNĐ (+ 15% YoY) và 2,264 tỷ VNĐ (+ 11% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Giá dầu Brent trung bình năm 2022 đạt 105 USD/thùng, dẫn tới giá khí đầu vào trung bình đạt 10.2 USD/MMBTU (+28.7% YoY).
- Giá CGM trung bình năm đạt 1,400 VNĐ/kWh (+40% YoY).
- Vũng Áng 1 chưa hoàn thành đại tu trong 2022.
- Nhiệt điện Cà Mau 1&2 tiếp tục thiếu nguồn cung khí đầu vào.
- POW ghi nhận 300 tỷ tiền bảo hiểm bồi thường sự cố của Vũng Áng 1 và 584 tỷ VNĐ lỗ tỷ giá do EVN đền bù trong cuối năm 2022.

Bảng 2. Dự phóng KQKD 2022 của POW

Tỷ VNĐ	2021	2022	YoY %	Nhận xét
Sản lượng (triệu kWh)	14,711	15,365	4.4%	
Nhiệt điện khí	7,973	9,843	23.5%	Sản lượng hồi phục nhờ vào mức nền thấp của năm 2021 và nhu cầu huy động bù đắp cho việc thiếu hụt than của các nhà máy điện than
Nhiệt điện than	5,553	4,234	-23.8%	Ảnh hưởng từ sự cố tổ máy 1 nhiệt điện Vũng Áng và việc thiếu than cũng như việc sửa chữa kéo dài hơn dự kiến
Thủy điện	1,185	1,288	8.7%	Tình hình thủy văn thuận lợi với La Nina kéo dài tới cuối năm 2022 giúp thủy điện được huy động nhiều hơn trước khi bước vào pha trung tính trong năm 2023
Giá bán trung bình (VNĐ/kWh)				
Nhiệt điện khí	1,888	2,036	7.8%	Giá bán khí tăng cao do ảnh hưởng từ đà tăng giá của dầu Brent dẫn tới giá bán trung bình cao hơn của các nhà máy điện khí
Nhiệt điện than	1,464	1,612	10.1%	Giá bán điện than cao hơn do chi phí NVL đầu vào cao hơn do khan hiếm nguồn cung than
Thủy điện	1,105	1,156	4.6%	Giá bán trung bình cao hơn nhờ mặt bằng giá CGM cao hơn
Doanh thu (tỷ VNĐ)	24,565	28,352	15.4%	
Nhiệt điện khí	15,055	20,039	33.1%	
Nhiệt điện than	8,131	6,824	-16.1%	
Thủy điện	1,309	1,489	13.7%	
Lợi nhuận gộp	2,543	2,847	12.0%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	10.35%	10.04%		Biên lợi nhuận gộp thấp hơn do diễn biến giá NVL đầu vào tăng mạnh ảnh hưởng tới khả năng cạnh tranh trên thị trường phát điện cạnh tranh
Chi phí SG&A	(138)	(782)	466.7%	Chi phí SG&A cao trở lại do hoạt động các nhà máy trở lại bình thường
% SG&A / doanh thu	-0.56%	-2.76%		
LN từ HĐKD	2,405	2,065		
Thu nhập tài chính	697	1,259		Dự kiến cuối 2022 POW ghi nhận 584 tỷ VNĐ khoản lỗ đền bù tỷ giá của EVN
Chi phí tài chính	(671)	(794)		Chi phí lãi vay cao hơn do huy động vốn để thực hiện dự án Nhơn Trạch 3 & 4
Thu nhập khác (ròng)	-120	300		300 tỷ VNĐ ghi nhận bồi thường sự cố tại Vũng Áng 1 trong năm 2022
LN trước thuế	2,319	2,585	11.5%	
LN sau thuế	2,032	2,264	11.4%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	8.27%	7.99%		

Nguồn: POW, KBSV

Định giá

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) và phương pháp EV/EBITDA với tỷ lệ 50/50 để định giá cổ phiếu POW và đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 18,000 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 26.3% so với giá đóng cửa ngày 15/09/2022. Định giá của chúng tôi thấp hơn chủ yếu tới từ việc điều chỉnh sản lượng cũng như giá bán của nhiệt điện Cà Mau 1&2 và Vũng Áng 1 trong thời điểm 2 nhà máy này có những trục trặc ảnh hưởng tới hoạt động của mình. Ngoài ra, hệ số mục tiêu EV/EBITDA cũng được hạ xuống mức 8.5 lần so với 9 lần của báo cáo trước để phản ánh những yếu tố gây gián đoạn hoạt động kinh doanh của 2 nhà máy nêu trên của POW trong năm 2022. Định giá của chúng tôi chưa bao gồm dự án nhiệt điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4 do chưa có thông tin chi tiết về hợp đồng PPA của dự án cũng như phương pháp tính giá bán khí LNG tại Việt Nam.

Bảng 3. Định giá SOTP của POW

Định giá	Phương pháp	Giá trị của POW
Cà Mau 1&2	DCF	8,616
Nhơn Trạch 1	DCF	2,875
Nhơn Trạch 2	DCF	6,419
Hỏa Na	DCF	6,317
Đakđrinh	DCF	6,316
Vũng Áng 1	DCF	20,352
Tổng giá trị		50,895
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn		7,171
(-) Vay nợ ròng		-9,157
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		-2,785
Giá trị VCSH		46,124
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)		2,341.90
Giá trị cổ phiếu		19,695

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 4. Tổng hợp định giá POW

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
SOTP	19,695	50%	9,848
EV/EBITDA (9x)	16,219	50%	8,110
Giá mục tiêu (làm tròn)			18,000
Giá hiện tại (15/09/2022)			14,250
Upside			26.3%

Nguồn: KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN 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

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannnd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Tiêu Phan Thanh Quang – Chuyên viên phân tích
quangtpt@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@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

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
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 KHOÁN 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.