

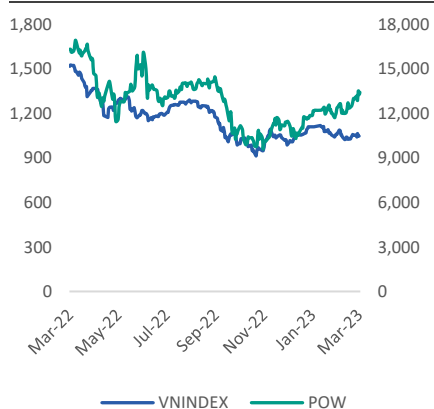
KHUYẾN NGHỊ THEO DÕI TCT ĐIỆN LỰC ĐẦU KHÍ VIỆT NAM - CTCP (HSX: POW) NHIỆT ĐIỆN TRỞ LẠI

Giá hiện tại:	13,300	Ngày viết báo cáo:	04/04/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	2,342	Dầu khí Việt Nam	79.94%
Giá mục tiêu mới:	14,500	Vốn hóa (tỷ VND)	31,029	Norges Bank	1.27%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản BQ 30n (Triệu)	9.01	Amersham Industries	0.71%
Tiềm năng tăng giá	10%	Sở hữu nước ngoài	5.9%		

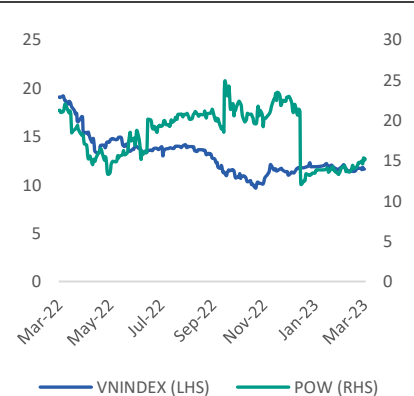
Bộ phận Research:

Lưu Thuý Linh
(Điện, Phân bón – Hoá chất)
Linhlt2@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **POW** với giá trị hợp lý năm **2023** là **14,500 VNĐ/CP** (Upside 10% so với giá đóng cửa ngày 04/04/2023), dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) với mức chiết khấu -10% cho rủi ro thị trường. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ EV/EBITDA mục tiêu đối với POW trong năm 2023 6.2x, mức này phù với trung bình EV/EBITDA 5Y 2018 – 2022 là 6.3x.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2023

- Nhà máy điện Vũng Áng vận hành ổn định trở lại;
- Thủy văn quay trở lại chu kỳ khô hạn khiến sản lượng thủy điện giảm tuy nhiên được bù đắp bởi các nhà máy nhiệt điện tăng sản lượng huy động.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo **DTT** và **LNST** của POW trong năm 2022 lần lượt đạt **31,299 tỷ VND (+11% YoY)** và **2,779 tỷ VND (+13% YoY)** tương đương **EPS fw 2023 = 958 VNĐ/CP, P/E fw 2023 = 13.8x**. Dựa trên các giả định:

- Sản lượng các nhà máy nhiệt điện khí tăng +15.2% YoY và
- Sản lượng huy động nhiệt điện than phục hồi từ nền thấp +30% YoY
- bù đắp lại sự sụt giảm sản lượng thủy điện ~30% YoY;
- Lợi nhuận hoạt động cốt lõi cải thiện nhờ chi phí nguyên liệu giảm và hiệu suất các nhà máy nhiệt điện cải thiện.

Nếu loại trừ doanh thu liên quan tỷ giá 2022, doanh thu và lợi nhuận gộp 2023 dự báo tăng 16%/43% svck, đồng thời biên lợi nhuận gộp tăng 2 điểm phần trăm.

RỦI RO

- Sản lượng mảng nhiệt điện khí, than có thể tiếp tục chịu sự cạnh tranh từ mảng điện tái tạo;
- Rủi ro suy thoái kinh tế khiến sản lượng tiêu thụ điện thấp hơn dự kiến;
- Rủi ro tăng giá: ghi nhận doanh thu chênh lệch tỷ giá 2019 - 2022

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- Doanh thu thuần 2022 tăng +15% YoY đạt 28,235 tỷ VND nhờ giá bán bình quân tăng +19% YoY bù đắp sản lượng điện sản xuất giảm 3.4% YoY đạt 14,197 triệu kWh;
- Sản lượng điện năm 2022 của POW giảm do: **(1)** Tổ máy S1 của nhà máy Vũng Áng gặp sự cố và **(2)** nhà máy Cà Mau 1&2 được giao sản lượng Qc thấp;
- Lợi nhuận sau thuế 2022 đạt 2,061 tỷ VND (+14.5% YoY). Việc trích lập dự phòng khoản dự phòng phải thu khó đòi của EVN khiến chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh (trong khi cùng kỳ 2021 POW thực hiện hoàn nhập).

Chỉ số	2021	2022	2023F	VNIndex	KQKD	2020	2021	2022	2023F
PE (x)	23.1	12.2	13.8x	10.98	Doanh thu thuần	29,732	24,561	28,224	31,299
PB (x)	1.4	0.8	1.0	1.68	Lợi nhuận gộp	4,580	2,540	3,726	3,712
PS (x)	1.7	0.9	1.2	1.37	NPATMI	2,365	1,799	2,553	2,779
ROE (%)	6.6%	7.1%	8.5%	15%	EPS	999	757	871	958
ROA (%)	3.4%	3.8%	5.0%	2.5%	Tăng trưởng EPS	-3%	-24%	15%	10%

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

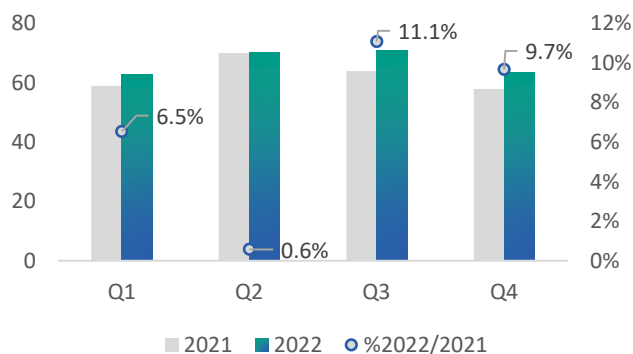
Bảng: Tóm tắt KQKD của POW Q4/2022 và cả năm 2022

Đơn vị: Tỷ VND	2022	2021	%YoY	Q4/22	Q4/21	%YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	28,224	24,561	15%	7,669	3,598	113%	- Doanh thu thuần tăng 15% svck nhờ giá bán điện bình quân tăng mạnh hơn so với sản lượng điện sụt giảm, lần lượt là +19% YoY/-3.4%YoY
Giá vốn	(24,498)	(22,021)	11%	(6,561)	(3,925)	67%	- Bên cạnh đó, năm 2022 POW ghi nhận khoản doanh thu chênh lệch tỷ giá 1,131 tỷ VND (chiếm 30% lợi nhuận gộp)
Lợi nhuận gộp	3,726	2,540	47%	1,108	(326)	-440%	
DT tài chính	445	690	-35%	211	107	97%	- DTTC giảm svck do cùng kỳ phát sinh hoạt động thoái vốn
Chi phí tài chính	(592)	(653)	-9%	(95)	(166)	-43%	- Chi phí tài chính 2022 giảm chủ yếu do chi phí lãi vay giảm
<i>Trong đó: Lãi vay</i>	<i>(438)</i>	<i>(510)</i>	<i>-14%</i>	<i>(123)</i>	<i>(110)</i>	<i>12%</i>	
Lãi từ CTLK	53	22	137%	37	-		
Chi phí bán hàng	-	(9)		-	-		- CP QLDN 2022 tăng 737 tỷ VND do tăng trích lập dự phòng phải thu với EPTC trong khi cùng kỳ POW thực hiện hoàn nhập 705 tỷ VND (737 tỷ VND đã bao gồm khoản hoàn nhập dự phòng của NT2 trong Q4/22)
Chi phí QLDN	(868)	(131)	563%	(420)	397	-206%	
Lãi từ HĐKD	2,765	2,459	12%	841	12	7069%	
LN khác ròng	44	(120)		30	(0)		
LN trước thuế	2,809	2,339	20%	871	11	7530%	
Thuế TNDN	(256)	(287)		(139)	(13)		
LN sau thuế	2,553	2,052	24%	732	(1)	64791%	
Lợi ích CĐTS	492	254	94%	48	62	-22%	
NPATMI	2,061	1,799	15%	684	(63)	1191%	
Biên LN gộp	13.2%	10.3%		14.4%	-9.1%		- Ghi nhận doanh thu liên quan đến tỷ giá (đóng góp 30% lợi nhuận gộp 2022); - Thủy điện: nguồn phát chi phí rẻ được tăng huy động và nhà máy điện khí NT2 được tăng huy động đã cải thiện biên lợi nhuận gộp của POW
Chi phí QLDN/DT	-3.1%	-0.5%	-2.5%	-5.5%	11.0%	-16.5%	- Dù biên LNG cải thiện tuy nhiên chi phí QLDN tăng mạnh khiến BLN ròng giảm 0.6% svck
Biên LN ròng	7.3%	7.3%	0.0%	8.9%	-1.7%	10.7%	
Sản lượng điện (Tr. kWh)	14,197	14,701	▼-3.4%	4,052	2,508	▲61.6	- Sản lượng điện được huy động từ nhà máy điện khí NT2 cũng như các nhà máy thủy điện như Hỏa Na, Đakdrink tăng đáng kể
Giá bán BQ (VND/kWh)	1,989	1,671	▲19.0%	1,893	1,435	▲31.9	- Giá bán BQ tăng do chi phí than, khí tăng kéo theo giá bán các nhà máy nhiệt điện tăng

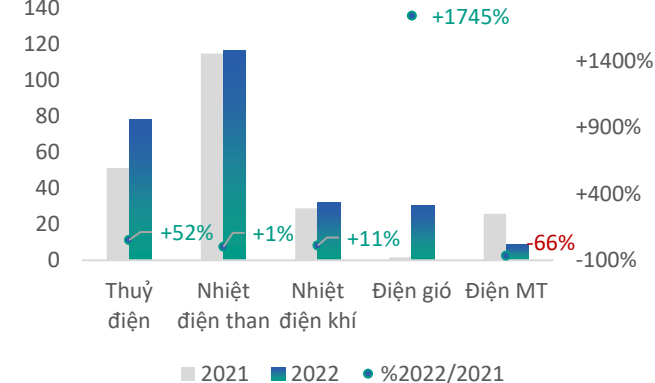
Nguồn: POW, BSC Research

2022 Thủy văn thuận lợi, giá than ở mức cao giúp thủy điện và nhiệt điện khí được tăng huy động (*Chi tiết tại báo cáo Triển vọng ngành điện 2023*)

Hình: Sản lượng điện EVN huy động 2022 (tỷ kWh)



Hình: Sản lượng điện EVN huy động 2022 (tỷ kWh)



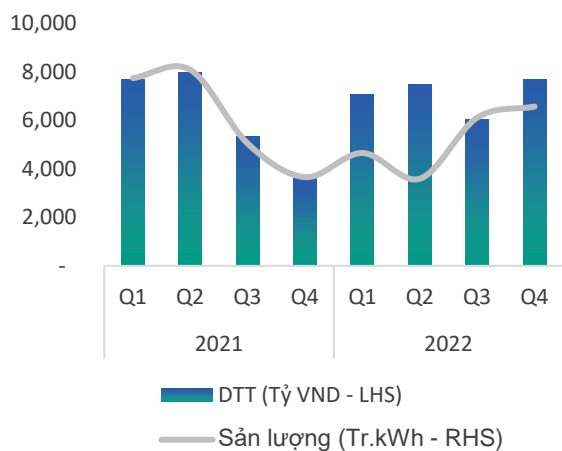
Nguồn: POW, BSC Research

Sản lượng huy động EVN 2022 đạt 268 tỷ kWh (+6.8% YoY) trong đó thủy điện được huy động mạnh nhờ thủy văn thuận lợi, sản lượng thủy điện tăng mạnh 52% so với cùng kỳ. Giá than cao giúp nhiệt điện khí trở nên cạnh tranh hơn và sản lượng huy động tăng 11% so với 2021.

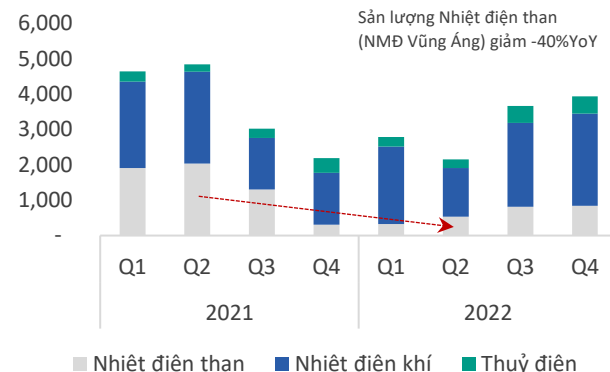
Doanh thu thuần POW năm 2022 tăng +15% svck đạt 28,235 tỷ VND nhờ giá bán bình quân tăng +19% YoY bù đắp sản lượng điện sản xuất giảm 3.4% svck đạt 14,197 triệu kWh.

Sản lượng huy động của POW năm 2022 kém khả quan so với toàn ngành điện do: sản lượng huy động tăng thêm từ các nhà máy thủy điện và nhiệt điện khí khác không đủ bù đắp sự sụt giảm sản lượng tại nhà máy Vũng Áng (-40% YoY) và nhà máy Cà Mau 1&2 (-17% YoY).

Hình: Doanh thu và sản lượng điện của POW 2021 - 2022



Hình: Sản lượng nhiệt điện than giảm, thủy điện và nhiệt điện khí tăng (Triệu kWh)



Nguồn: POW, BSC Research

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2023

Kế hoạch kinh doanh 2023 thận trọng

Bảng: Kế hoạch kinh doanh của POW từ 2019 – 2023

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ VND)	2019	2020	2021	2022	2022 (TH)	2023	KH 2023/22
Doanh thu kế hoạch	32,769	35,449	28,404	24,242	28,235	30,332	+7.4%
LNTT kế hoạch	2,500	2,395	1,549	865	2,564	1,277	-50.2%
LNST kế hoạch	2,275	2,044	1,325	743	2,323	1,118	-51.9%
Sản lượng kế hoạch (Tr. kWh)	21,617	21,600	18,700	13,909	14,197	15,590	+9.8%
% Hoàn thành Doanh thu	108%	84%	86%	116%			
% Hoàn thành LNTT	127%	120%	151%	296%			
% Hoàn thành LNST	125%	130%	155%	313%			

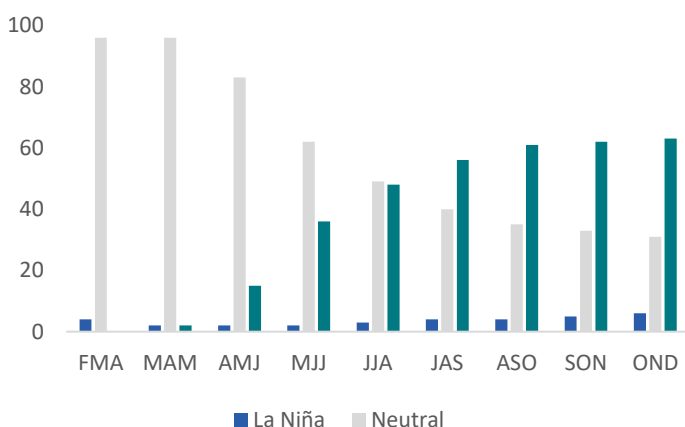
Nguồn: POW, BSC Research

Năm 2023 POW đặt kế hoạch **doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế** lần lượt là **30,332 tỷ VND (+25% YoY)** và **1,118 tỷ VND (-52% YoY)** với giá bán bình quân đạt 1,946 VND/kWh (-2% YoY) và sản lượng điện thương phẩm đạt 15,590 triệu kWh (+10% YoY).

Kế hoạch sản lượng của POW tăng 9.8% YoY thấp hơn một chút so với ước tính của chúng tôi là +13%. BSC cho rằng kế hoạch kinh doanh của POW năm 2023 tương đối thận trọng, và POW thường vượt kế hoạch kinh doanh đã đề ra.

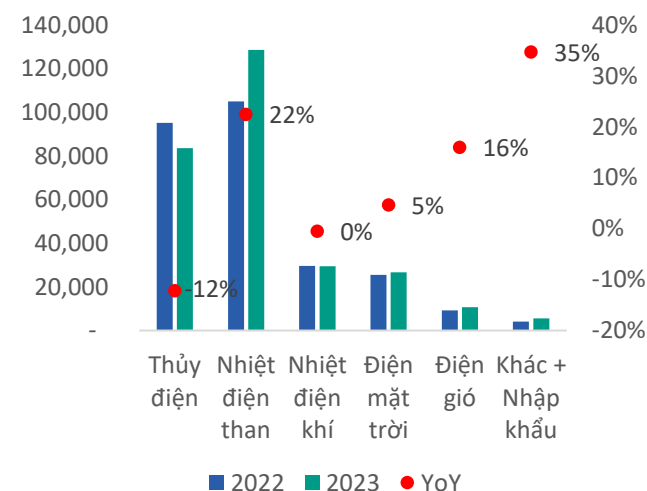
2023: Xác suất Elnino tăng dần, các nhà máy nhiệt điện hưởng lợi

Hình: Dự báo ENSO năm 2023: Xác suất Elnino tăng dần từ Q2/2023



Nguồn: NOAA

Hình: Dự báo sản lượng điện EVN huy động 2023: Thủy điện giảm, nhiệt điện than tăng



Nguồn: Tổng cục thống kê, EVN

Theo NOAA, thủy văn sẽ kém thuận lợi trong 2023 do:

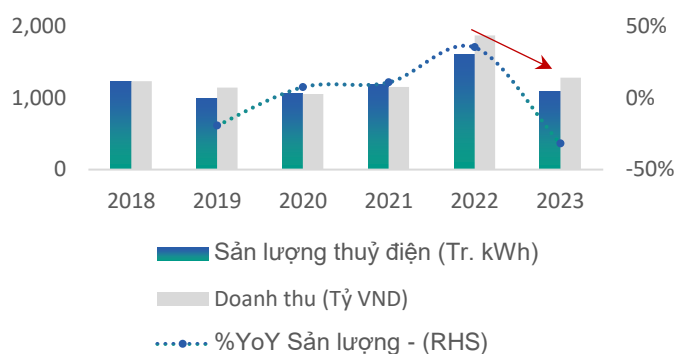
- Xác suất Lanina giảm và xác suất trung tính cao trong 1H/2023 và giảm dần về cuối năm
- Xác suất Elnino tăng dần từ Q2/2023 và xác suất Elnino >50% trong 2H/2023

Xác suất Elnino tăng kỳ vọng giúp các doanh nghiệp nhiệt điện tăng sản lượng huy (Chi tiết tại báo cáo Triển vọng ngành điện 2023)

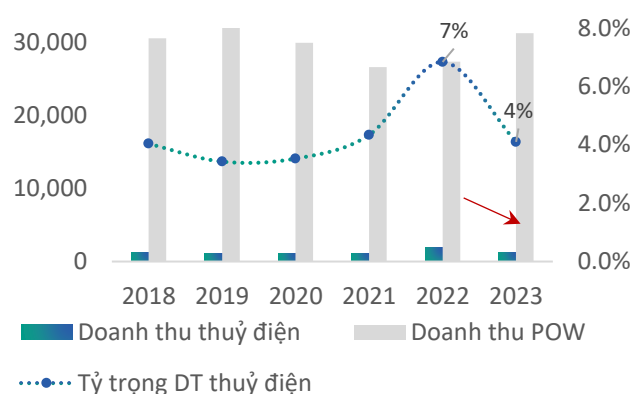
Chúng tôi dự báo trong 2023 sản lượng điện EVN huy động từ nhiệt điện than sẽ tăng 22% và nhiệt điện khí đi ngang (phân hoá giữa các nhà máy điện khí). Chúng tôi cho rằng POW sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này nhờ sở hữu danh mục các nhà máy nhiệt điện lớn (1,200 MW nhiệt điện than và 2,700 MW nhiệt điện khí).

Điều kiện thủy văn bất lợi, sản lượng thủy điện của POW dự báo giảm khoảng 30% từ mức nền cao 2022

Hình: Sản lượng thủy điện ước tính giảm 30% YoY



Hình: Năm 2023 thủy điện dự báo đóng góp 4% doanh thu so với 7% trong năm 2022



Nguồn: POW, BSC Research

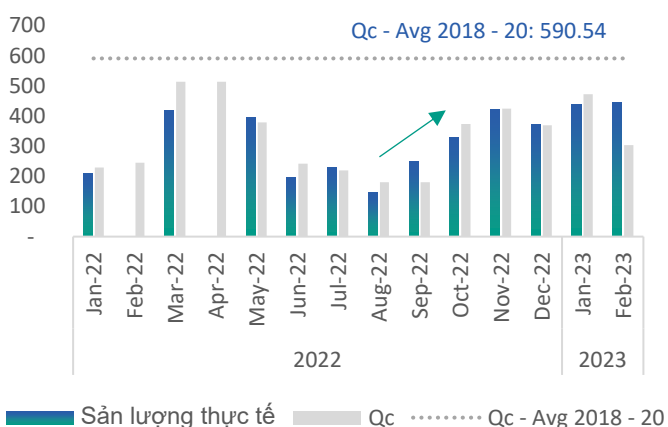
Với xác suất Elnino tăng dần, điều kiện thủy văn trở nên bất lợi hơn chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện của POW năm 2023 ước tính giảm 30% YoY từ mức nền cao 2022. **Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng từ mảng điện khí và điện than sẽ bù đắp sự sụt giảm từ mảng thủy điện từ đó dẫn dắt đà tăng trưởng lợi nhuận của POW trong năm 2023.**

BSC kỳ vọng tổng sản lượng điện khí của POW tăng trưởng 15% trong năm 2023

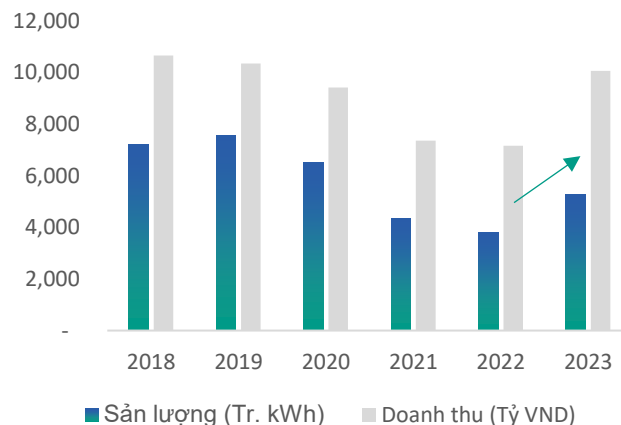
Năm 2023 tăng trưởng sản lượng nhiệt điện khí của POW sẽ đến từ nhà máy Cà Mau 1&2 (+38% YoY) và nhà máy NT1 (+12% YoY) bù đắp cho nhà máy NT2 giảm -5.5% sản lượng.

Bên cạnh hiệu ứng từ Elnino, chúng tôi cho rằng sản lượng nhà máy Cà Mau 1&2 sẽ phục hồi từ mức nền thấp trong năm 2022. Nhà máy Cà Mau 1&2 bắt đầu tham gia thị trường điện cạnh tranh từ đầu năm 2022 vì vậy sản lượng hợp đồng được giao năm 2022 đạt mức thấp kỷ lục. Từ Q4/2022 sản lượng hợp đồng nhà máy Cà Mau 1&2 đã phục hồi về gần so với năm 2021.

Hình: Sản lượng hợp đồng nhà máy Cà Mau 1 & 2 phục hồi từ Q4/2022



Hình: Doanh thu và sản lượng nhà máy Cà Mau 1 & 2 phục hồi trong năm 2023



Nguồn: POW, BSC Research

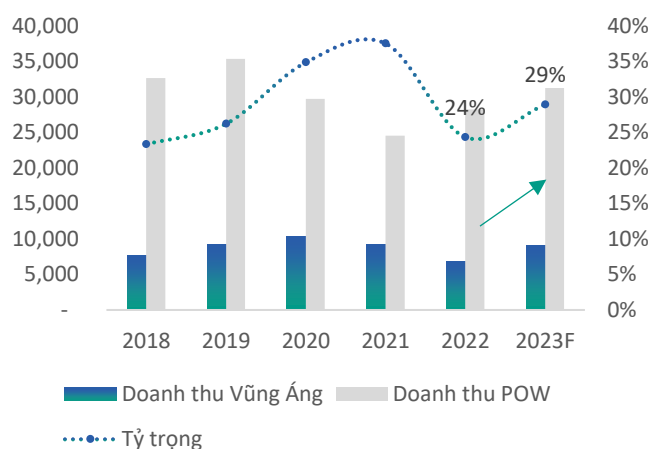
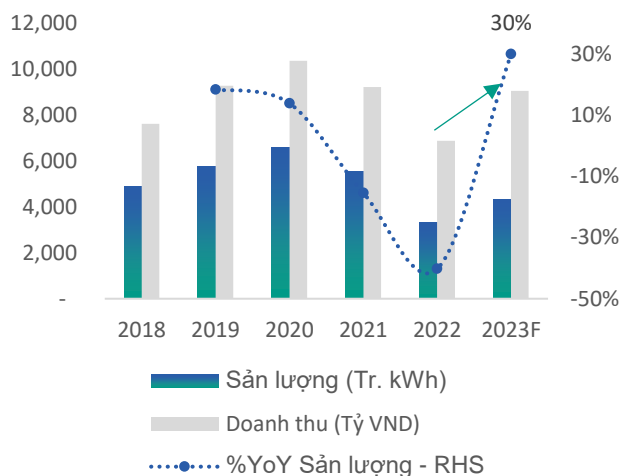
Nhiệt điện than: điểm sáng của POW trong năm 2023

Theo thông tin từ POW, tổ máy số 1 của nhà máy Vũng Áng 1 kỳ vọng sẽ vận hành ổn định từ cuối tháng 3/2023. BSC dự phóng sản lượng của Vũng Áng 1 đạt khoảng 4,310 triệu kWh (+30% YoY). Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng nhà máy sẽ được nhận khoảng 300 tỷ tiền bồi thường bảo hiểm trong năm tới.

Nhà máy Vũng Áng gặp sự cố từ cuối năm 2021 khiến sản lượng điện cả năm 2022 đạt mức thấp -40% YoY. Quá trình sửa chữa hoàn tất cùng với giá nguyên liệu hạ nhiệt sẽ giúp nhà máy Vũng Áng phục hồi sản lượng trong 2023.

Hình: Sản lượng huy động nhà máy Vũng Áng +30% YoY

Hình: Vũng Áng dự báo đóng góp xấp xỉ 30% doanh thu của POW trong năm 2023

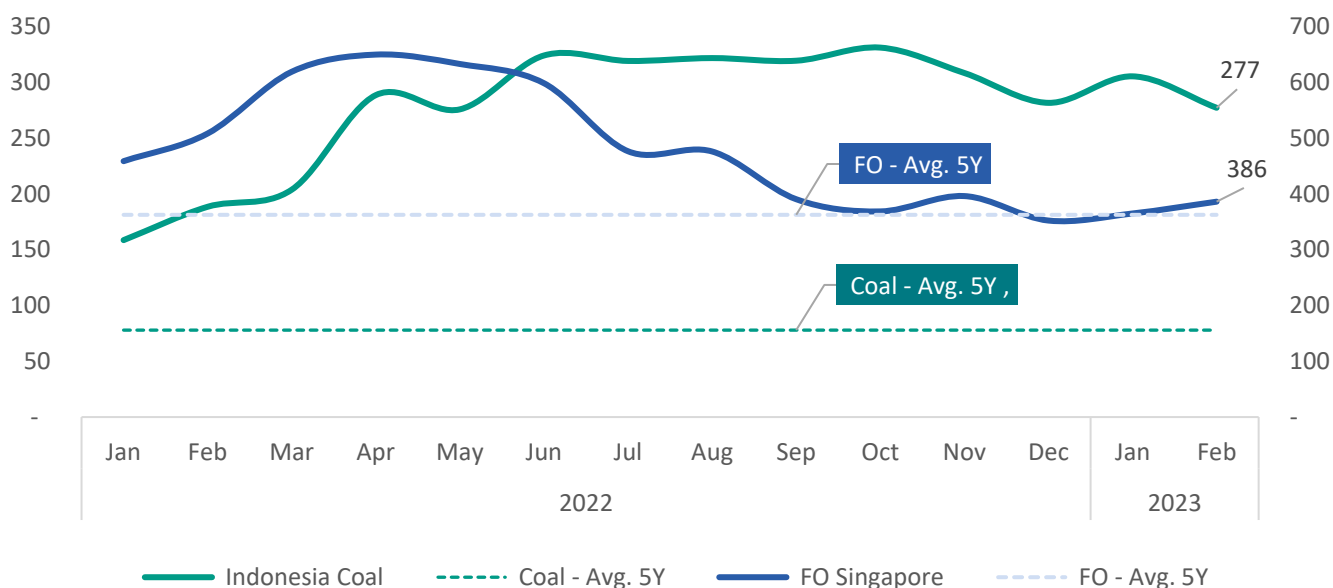


Nguồn: POW, BSC Research

Giá nguyên liệu giảm giúp giá phát điện các máy nhiệt điện của POW cạnh tranh hơn

2023 BSC kỳ vọng giá than trung bình sẽ giảm so với trung bình cả năm 2022, giúp giảm chi phí biến đổi cho các nhà máy điện than

Hình: Giá dầu FO đã giảm về mức trung bình 5Y trong khi giá than đang tiếp tục giảm (USD/tấn)



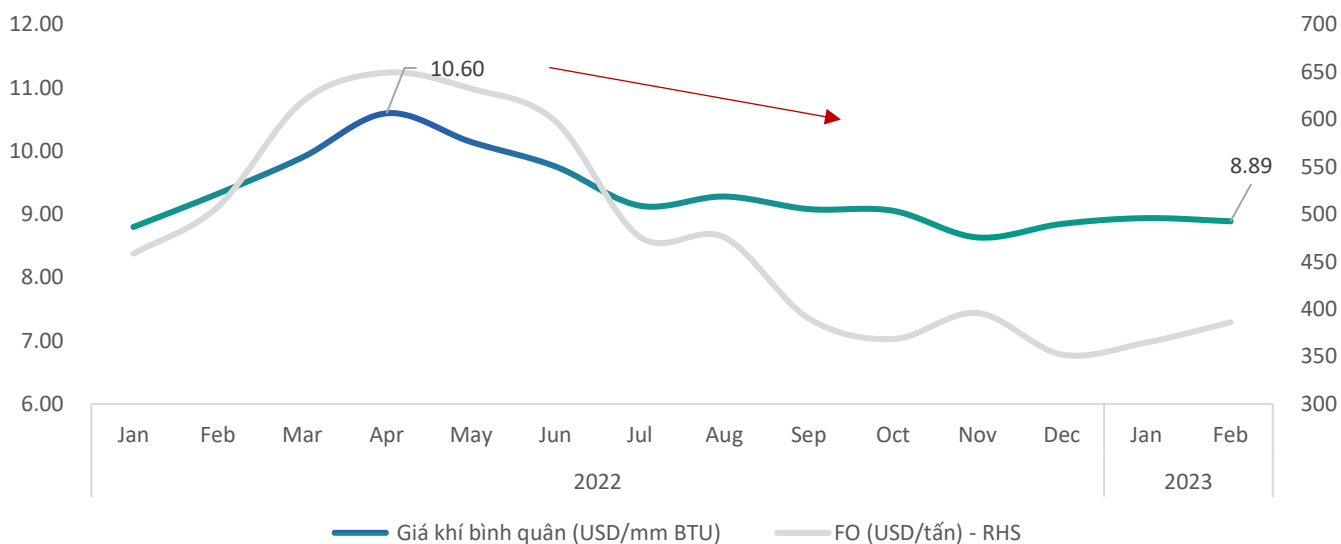
*Avg. 5Y: 2014 - 2019

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá than 2023 được kỳ vọng giảm từ mức nền cao 2022 và giảm theo đà giảm của giá năng lượng thế giới.

Chúng tôi kỳ vọng giá dầu FO sẽ đi ngang so với mức giá cuối năm 2022, tuy nhiên chi phí vận chuyển sẽ tăng 10 – 15% do các nhà máy phải huy động từ mỏ khí xa bờ hơn, nhưng tựu chung lại giá khí bình quân cả năm 2023 sẽ thấp hơn so với trung bình cả năm 2022 nhờ giá dầu FO đã giảm mạnh so với mức đỉnh thiết lập Q2/2022.

Hình: Giá khí nhập của nhà máy NT2 đã giảm mạnh so với hồi đầu năm 2022 (USD/mmBTU)



Nguồn: NT2, BSC Research

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

BSC dự báo DTT và LNST của POW trong năm 2023 lần lượt đạt **31,299 tỷ VND (+11% YoY)** và **2,779 tỷ VND (+13% YoY)** tương đương **EPS fw 2023 = 958 VND/CP**, **P/E fw 2023 = 13.8x**. Dựa trên các giả định:

- (1) Sản lượng các nhà máy nhiệt điện khí tăng +15.2% YoY và (2) Sản lượng huy động nhiệt điện than phục hồi từ nền thấp +30% YoY (3) bù đắp lại sự sụt giảm sản lượng thủy điện ~30% YoY;
- (4) Lợi nhuận hoạt động cốt lõi cải thiện nhờ chi phí nguyên liệu giảm và hiệu suất các nhà máy nhiệt điện cải thiện.

Năm 2022 POW ghi nhận 1,131 tỷ doanh thu liên quan đến chênh lệch tỷ giá, nếu loại trừ khoản doanh thu này, doanh thu và lợi nhuận gộp 2023 của POW lần lượt tăng 16%/43% svck, tương đương biên lợi nhuận gộp tăng 2 điểm phần trăm.

Bảng: Dự báo kết quả kinh doanh POW năm 2023

	2020	2021	2022	2023F	%YoY	(Loại trừ doanh thu liên quan chênh lệch tỷ giá)
Doanh thu	29,732	24,561	28,224	31,299	11%	Doanh thu từ hoạt động bán điện tăng 16% YoY
Cà Mau 1&2	9,410	7,351	7,153	10,059	41%	Sản lượng nhiệt điện than và nhiệt điện khí bù đắp
Nhơn Trạch 1	2,150	725	2,527	2,883	14%	sự sụt giảm từ thủy điện
Nhơn Trạch 2	6,082	6,150	8,788	8,025	-9%	
Hỏa Na	522	592	1,059	707	-33%	
Dakdrinh	537	565	816	577	-29%	
Vũng Áng 1	10,366	9,218	6,872	9,048	32%	
Lợi nhuận gộp	4,580	2,540	3,726	3,712	0%	Lợi nhuận gộp +1,117 tỷ VND/+43% YoY
Biên LNG	15%	10%	13%	12%		Biên lợi nhuận gộp +2% so với 2022
Chi phí BH & QLDN	(1,209)	(140)	(868)	(668)	-23%	
Doanh thu tài chính	440	690	445	494	11%	
Chi phí tài chính	(999)	(653)	(592)	(542)	-8%	
Lãi/lỗ khác	20	(120)	44	22	-50%	
Lợi nhuận từ CTLK	44	22	53	40	-25%	
LNTT	2,875	2,339	2,809	3,058	9%	
LNST	2,663	2,052	2,553	2,779	9%	
EPS	999	757	871	958	10%	

Nguồn: POW, BSC Research

RỦI RO

- Sản lượng mảng nhiệt điện khí, than có thể tiếp tục chịu sự cạnh tranh từ mảng điện tái tạo;
- Rủi ro suy thoái kinh tế khiến sản lượng tiêu thụ điện thấp hơn dự kiến;
- Rủi ro tăng giá: ghi nhận doanh thu chênh lệch tỷ giá 2019 - 2022

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **POW** với giá trị hợp lý năm **2023** là **14,500 VNĐ/CP** (Upside 10% so với giá đóng cửa ngày 04/04/2023), dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) với mức chiết khấu -10% cho rủi ro thị trường. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ EV/EBITDA mục tiêu đối với POW trong năm 2023 6.2x, mức này phù với trung bình EV/EBITDA 5Y 2018 – 2022 là 6.3x.

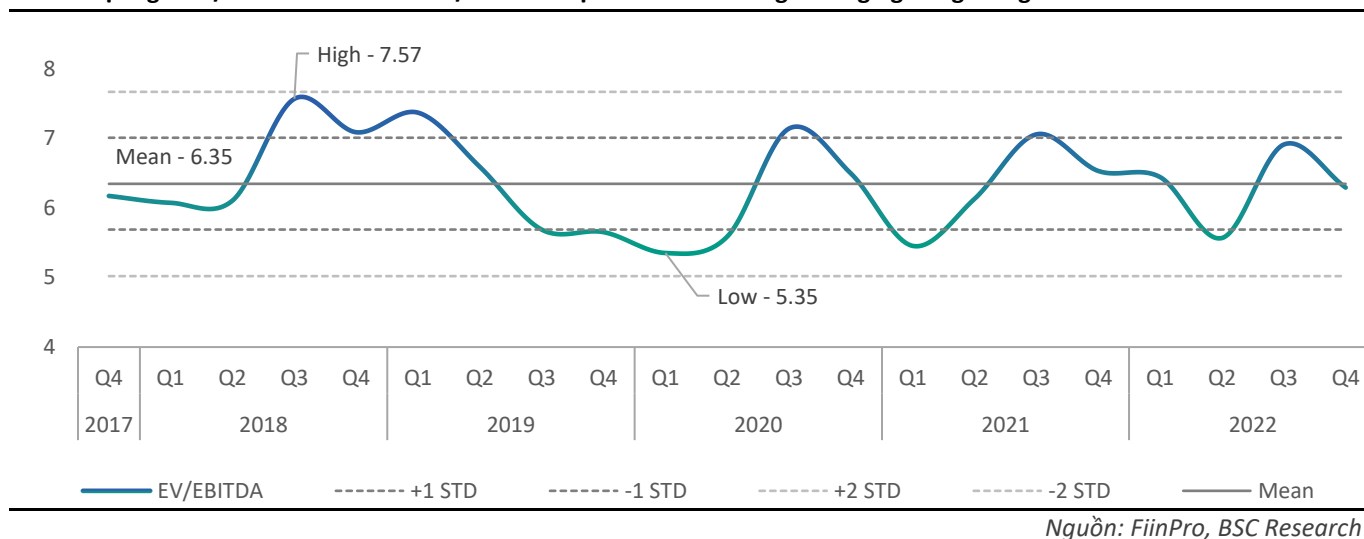
Cụ thể, chúng tôi sử dụng EV/EBITDA mục tiêu của các mảng điện khí, thủy điện và điện than lần lượt là 5.2x, 5.3x và 9.0x tương đương với trung bình ngành, chi tiết cụ thể ở các bảng dưới đây.

Bảng: Định giá cổ phiếu POW

Nhà máy	EBITDA	EV/EBITDA mục tiêu	% sở hữu của POW	EV đóng góp
Cà Mau 1&2	1,111	5.2	100%	5,776
Nhơn Trạch 1	214	5.2	100%	1,113
Nhơn Trạch 2	1,386	5.2	59%	4,280
Hỏa Na	524	5.3	84%	2,320
Đăk Đrinh	435	5.3	95%	2,180
Vũng Áng 1	2,531	9.0	100%	22,782
Tổng cộng				37,519
(+) Tiền và tương đương tiền				8,252
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn				9,017
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)				2,342
Giá trị cổ phiếu(VND)				16,092
Chiết khấu				-10%
Giá mục tiêu (VND)				14,500

Nguồn: BSC Research

Hình: Định giá EV/EBITDA của POW: EV/EBITDA mục tiêu 2023 tương đương ngưỡng trung bình 5Y



Bảng: EV/EBITDA các doanh nghiệp thủy điện

Ticker	Tên	Sàn	EV/EBITDA
DNH	Thủy điện Đa Nhim-Hàm Thuận-Đa Mi	UPCOM	8.07
VSH	Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	HOSE	5.25
SBH	Thủy điện Sông Ba Hạ	UPCOM	5.84
TMP	Thủy điện Thác Mơ	HOSE	5.27
CHP	Thủy điện Miền Trung	HOSE	5.41
HNA	Thủy điện Hủa Na	UPCOM	4.86
SHP	Thủy điện Miền Nam	HOSE	5.23
AVC	Thủy điện A Vương	UPCOM	4.15
TBC	Thủy điện Thác Bà	HOSE	4.41
SJD	Thủy điện Cần Đơn	HOSE	3.99
S4A	Thủy điện Sê San 4A	HOSE	7.47
GHC	Thủy điện Gia Lai	UPCOM	6.43
ISH	Thủy điện Srok Phu Miêng	UPCOM	4.61
HJS	Thủy điện Nậm Mu	HNX	6.47
DRL	Thủy điện - Điện lực 3	HOSE	8.04
SBA	Sông Ba JSC	HOSE	4.95
Trung bình			5.65
Trung vị			5.26

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Bảng: EV/EBITDA các doanh nghiệp nhiệt điện than

Ticker	Tên	Sàn	EV/EBITDA
BTP	Nhiệt điện Bà Rịa	HOSE	15.49
HND	Nhiệt điện Hải Phòng	UPCOM	5.08
PPC	Nhiệt điện Phả Lại	HOSE	12.94
QTP	Nhiệt điện Quảng Ninh	UPCOM	4.33
Trung bình			9.46
Trung vị			9.01

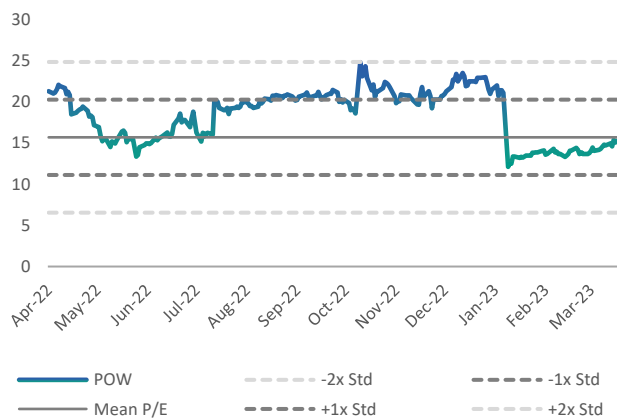
Nguồn: FiinPro, BSC Research

Bảng: EV/EBITDA các doanh nghiệp nhiệt điện khí

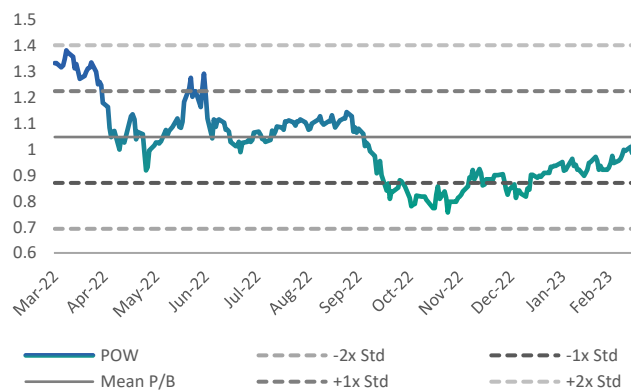
Ticker	Tên	EV/EBITDA
600795 CH	GD Power Development Co Ltd	7.14
FGEN PM	First Gen Corp	3.20
601619 CH	Ningxia Jiaze New Energy Co Lt	7.52
579 HK	Beijing Jingneng Clean Energy	5.76
000875 CH	Jilin Electric Power Co Ltd	7.09
Trung bình		6.14
Trung vị		7.1
Chiết khấu (do các DN so sánh có vốn hoá lớn)		-15%
Mục tiêu		5.2

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Định giá P/E



Hình: Định giá P/B: POW có P/B TTM = 0.9x



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	29,732	24,561	28,224	31,299
Giá vốn hàng bán	(25,152)	(22,021)	(24,498)	(27,587)
Lợi nhuận gộp	4,580	2,540	3,726	3,712
Chi phí bán hàng	(35)	(9)	-	-
Chi phí QLDN	(1,174)	(131)	(868)	(668)
Lãi/lỗ HĐKD	2,855	2,459	2,765	3,036
Doanh thu tài chính	440	690	445	494
Chi phí tài chính	(999)	(653)	(592)	(542)
Chi phí lãi vay	(809)	(510)	(438)	(472)
LN từ CTLD/LK	44	22	53	40
Lãi/lỗ khác	20	(120)	44	22
LNTT	2,875	2,339	2,809	3,058
Thuế thu nhập DN	(212)	(287)	(256)	(279)
LN sau thuế	2,663	2,052	2,553	2,779
CĐTS	298	254	492	536
LNST - CĐTS	2,365	1,799	2,061	2,243
EBITDA	6,508	5,667	6,056	6,339
EPS	999	757	871	958

LCTT (Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023F
(Lỗ)/LNST	2,663	2,052	2,553	2,779
Khấu hao	2,824	2,818	2,809	2,810
Thay đổi VLĐ	7,624	4,485	5,456	5,838
Điều chỉnh khác	1,940	(672)	(162)	(30)
LCTT từ HĐ KD	7,908	5,147	3,156	4,737
Tiền mua TSCĐ	(147)	(286)	(2,601)	(140)
Đầu tư khác	297	848	(772)	3,835
LCTT từ HĐT	149	563	(3,374)	3,835
Tiền chi trả cổ tức	(1,025)	(710)	(199)	(199)
Tiền từ vay ròng	(5,047)	(3,845)	444	(901)
LCTT từ HĐTC	(6,072)	(4,555)	245	(1,100)
Dòng tiền đầu kỳ	5,083	7,070	8,224	8,252
Tiền trong kì	1,986	1,154	28	(198)
Dòng tiền cuối kỳ	7,070	8,224	8,252	8,054

CĐKT (Tỷ VND)	2020	2021	2022	2023F
Tiền & TĐT	7,070	8,224	8,252	8,054
Đầu tư ngắn hạn	789	531	1,650	1,091
Phải thu ngắn hạn	7,196	5,799	12,538	13,914
Tồn kho	1,728	1,838	2,086	2,313
TS ngắn hạn khác	115	2,028	400	444
TS ngắn hạn	16,897	18,420	24,925	25,816
TS hữu hình	69,598	69,670	69,759	69,899
Khấu hao	(35,051)	(37,835)	(40,636)	(43,442)
TS dở dang dài hạn	251	405	936	531
ĐT dài hạn	1,028	828	878	878
TS dài hạn khác	1,256	1,454	949	1,053
TS dài hạn	37,153	34,557	31,918	28,948
Tổng Tài sản	54,050	52,977	56,843	54,763
Phải trả ngắn hạn	6,274	8,722	9,753	9,009
Vay ngắn hạn	7,019	4,769	5,635	5,072
Nợ ngắn hạn khác	3,187	3,321	2,937	3,307
Tổng Nợ ngắn hạn	16,480	16,811	18,326	17,388
Vay dài hạn	5,391	3,689	3,382	3,044
Nợ dài hạn khác	912	1,351	1,854	2,083
Tổng Nợ dài hạn	6,304	5,040	5,236	5,127
Tổng Nợ	22,784	21,852	23,562	22,515
Vốn góp	23,419	23,419	23,419	23,419
Thặng dư vốn	(0)	(0)	(0)	(0)
LN chưa phân phối	4,302	3,010	3,420	3,362
Vốn chủ khác	226	226	226	226
Cổ đông thiểu số	2,729	2,488	2,765	2,777
Tổng VCSH	31,267	31,125	33,281	32,249
Tổng nguồn vốn	54,050	52,977	56,843	54,763
SLCP lưu hành (triệu)	2342	2342	2342	2342

Chỉ số	2020	2021	2022	2023F
Khả năng thanh toán				
H số TT ngắn hạn	1.0	1.0	1.3	1.5
H số TT nhanh	0.9	0.9	1.2	1.3
Cơ cấu vốn				
H số Nợ/TTS	23%	16%	16%	15%
H số Nợ/VCSH	40%	26%	27%	25%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	23	31	29	29
Số ngày phải thu	103	115	98	97
Số ngày phải trả	64	99	109	98
CCC	62	47	18	28
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	15%	10%	16%	12%
LNST	9%	8%	7%	9%
ROE	9%	6%	7.1%	8.5%
ROA	5%	4%	4%	5%
Định Giá				
PE	13.5	22.8	12.1	13.8
PB	1.0	1.3	0.8	1.0
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-16%	-17%	15%	11%
Tăng trưởng EBIT	-15%	-23%	14%	9%
Tăng trưởng LNTT	-9%	-19%	20%	9%
Tăng trưởng EPS	-3%	-24%	15%	10%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND 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 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, 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>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

