

Vài nét về doanh nghiệp

POW là doanh nghiệp sản xuất điện hàng đầu niêm yết với tổng công suất khoảng 4.205 MW. Cơ cấu năng lượng của POW chủ yếu là nhóm nhiệt điện (than, khí). POW hiện đang triển khai nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 (tổng công suất 1.624 MW) sử dụng LNG.

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Sản xuất điện
Thị giá (25/09/2024)	13.05
Biến động 1 năm	10.450-15.350
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	8,1
Vốn hóa (Tỷ đồng)	29.742
P/E	27,3
P/B	0,9
%NN sở hữu	4,1

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
POW	-5%	-14%	9%
VNIndex	1%	2%	13%

Tỷ lệ sở hữu

PVN	79.94%
Khác	20.06%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Quang Nhựt

nqnhut@vcbs.com.vn

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TIỀN PHONG PHÁT TRIỂN ĐIỆN LNG

ĐÁNH GIÁ:

Kể từ “Báo cáo ngành điện 2H.2024 tháng 5.2024” mà chúng tôi công bố, giá cổ phiếu POW đã tăng hơn 15%. Mặc dù giá cổ phiếu gần sát giá mục tiêu, VCBS nhận thấy diễn biến tích cực khi tiến độ nhà máy NT3 và NT4 sẽ là thông tin tích cực tác động thị giá POW trên thị trường. Chúng tôi đang xem xét lại dự báo, giá mục tiêu và khuyến nghị của mình.

CẬP NHẬT THÔNG TIN VỀ DỰ ÁN NHƠN TRẠCH 3&4

Theo thông tin từ [PVN](#), đến cuối tháng 9/2024, tiến độ tổng thể của gói thầu EPC ước đạt 94%. Một số thông tin quan trọng như sau:

- Về thời điểm COD**, dự kiến NT3 sẽ đánh lửa lần đầu ngày 15/10/2024, vận hành thương mại vào tháng 4/2025. NT4 sẽ đánh lửa lần đầu ngày 22/12/2024, vận hành thương mại vào tháng 7/2025.
- Về hợp đồng mua bán khí LNG nhập khẩu (GSA)**, POW và PV GAS đã cơ bản hoàn thành đàm phán các điều khoản và nội dung của Hợp đồng GSA, dự kiến ký kết hợp đồng vào quý 4/2024.

Một số thông tin khác liên quan như sau:

- Về hợp đồng mua bán điện (PPA)**, [phiên bản hợp đồng PPA](#) cuối cùng đã được Bộ Công Thương phê duyệt, đây là cơ sở để POW và EVN ký kết PPA trong thời gian tới.
- Về hợp đồng thuê đất**, POW đã ký hợp đồng thuê với TCT Tín Nghĩa thuê 30.8ha vào ngày 27/5/2024 và đã được Sở Tài Nguyên – Môi Trường cấp sổ đỏ ngày 29/5/2024. Phần diện tích 6,4 ha còn lại, POW cho biết đã gửi hợp đồng thuê đất đến TCT Tín Nghĩa vào cuối tháng 8.
- Về công tác thu xếp vốn**, POW đã nhận được 521,5 triệu USD từ khoản vay của Ngân hàng Citi và Ngân hàng ING, phối hợp cùng Cơ quan Tín dụng Xuất khẩu Hàn Quốc và Cơ quan Tín dụng Xuất khẩu Thụy Sĩ. Thời hạn trả nợ của khoản vay là 12 năm.

CẬP NHẬT DỰ ÁN NHƠN TRẠCH 3&4 VÀ ĐIỆN LNG

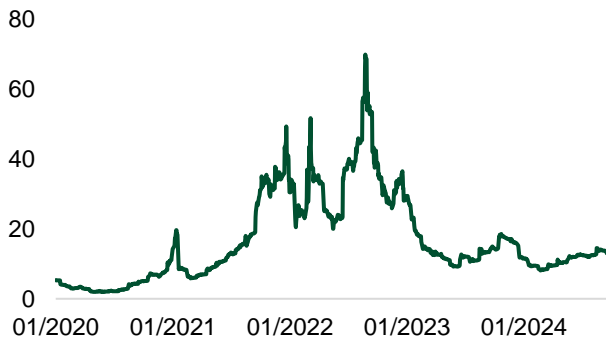
Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động sẽ nâng công suất của POW lên tổng 5.829 MW (+39% so với hiện tại), sản lượng sẽ đạt khoảng 23 tỷ kWh (+62% so với năm 2023)

Theo thông tin của POW, hai nhà máy nhiệt điện LNG Nhơn Trạch 3&4 có công suất 1.624 MW với tổng mức đầu tư 1,4 tỷ USD, sản lượng dự kiến khoảng 9 tỷ kWh. Nếu đúng tiến độ, dự án Nhơn Trạch 3&4 sẽ lần lượt vận hành thương mại vào tháng 4/2025 và tháng 7/2025.

Về giá bán điện LNG, theo Quyết định số 1260/QĐ-BCT được Bộ Công thương ban hành ngày 27/5/2024, mức giá trần cho điện LNG là 2.590,85 VND/kWh (chưa bao gồm VAT). Một số thông số tính toán gồm có:

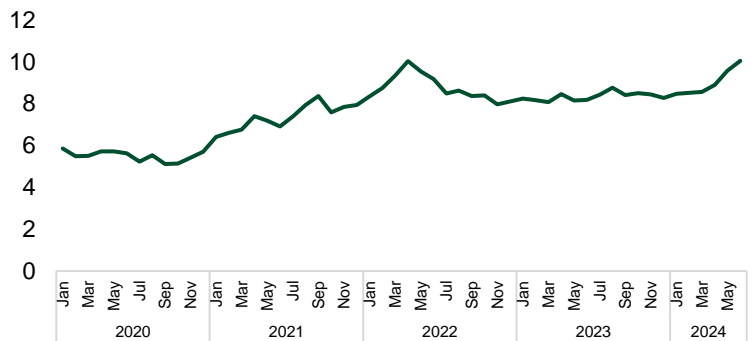
- Giá LNG (không bao gồm thuế giá trị gia tăng, chi phí tồn trữ, tái hóa và phân phối khí sau tái hóa): 12,9792 USD/tr.BTU.
- Tỷ giá: 24.520 VND/USD.

Hình 1: Giá LNG khu vực châu Á (USD/mmBTU)



Nguồn: Investing.com, VCBS

Hình 2: Giá khí¹ tại khu vực ĐNB (USD/mmBTU)



Nguồn: PGV, VCBS

NT3&4 có nguồn cung cấp LNG ổn định. GAS đang là nhà cung cấp chủ lực LNG và đã chuẩn bị sẵn sàng cơ sở hạ tầng.

Hiện tại, kho LNG Thị Vải (công suất 1 triệu tấn) của PV GAS là đơn vị duy nhất cung cấp LNG tại Đông Nam Bộ. Dự kiến trong thời gian tới sẽ có kho LNG Hải Linh (công suất 3.6 triệu tấn) đi vào hoạt động. GAS hiện đang nhập LNG về theo từng chuyến nên giá cả có sự biến động, tổng cộng từ năm 2023, GAS đã nhập 5 chuyến với tổng sản lượng hơn 300.000 tấn. **Do đó, chúng tôi đánh giá rằng nguồn cung LNG cho dự án NT3 và NT4 đã được đảm bảo.**

Giá LNG cung cấp đến hàng rào nhà máy tại khu vực Phú Mỹ vào tháng 4/2024 vừa qua ước tính ở mức 12.35 USD/mmBTU (đã bao gồm chi phí lưu trữ, tái hóa, vận chuyển). Chúng tôi ước tính với giá nhập khẩu LNG năm 2024 khoảng 10-12 USD/mmBTU và các chi phí kể trên dao động từ 2-2.5 USD/mmBTU.

Việc sử dụng LNG cho phát điện là xu hướng tất yếu vì trữ lượng khí khô nội địa giảm sút và giá miệng giếng ngày càng tăng.

Giá LNG bình quân tại khu vực châu Á từ đầu năm đến tháng 9/2024 ở mức 11.32 USD/mmBTU. Mặc dù vậy, cần lưu ý rằng do GAS nhập LNG về theo chuyến và chưa thực hiện nhập về theo hợp đồng kỳ hạn nên giá nhập LNG có thể biến động mạnh theo từng chuyến.

Trong khi đó, giá bán của khí khô nội địa cho các nhà máy điện đang ước tính bằng công thức sau:

Giá khí = Giá trị tối đa (46% * MFO, giá miệng giếng) + cước phí vận chuyển, phân phối, khác

Trong đó, chúng tôi hiểu rằng:

- Giá MFO là bình quân tháng của giá dầu FO theo tạp chí Platts

¹ Từ 27/4/2024 một số nhà máy tại khu vực Phú Mỹ đã sử dụng nguồn khí LNG tái hóa để vận hành

- Giá miệng giếng là giá được tính toán dựa trên chi phí cộng tới (cost-plus). Các yếu tố được xét đến bao gồm: Capex, Opex, các chi phí khác, lợi nhuận định mức. Giá miệng giếng được điều chỉnh trượt giá mỗi năm.
- Cước phí vận chuyển đường ống trên biển và bờ được ước tính để đảm bảo IRR đạt khoảng 12% và được điều chỉnh trượt giá hằng năm.

Trong bối cảnh nguồn cung khí chưa có sự đột phá khi các mỏ khí ngày cạn kiệt, các mỏ mới trữ lượng không cao hoặc ở vị trí khó khai thác khiến cho giá miệng giếng cao giảm cạnh tranh đối với LNG. **Điều này dẫn tới việc sử dụng nguồn LNG để đảm bảo an ninh năng lượng là điều tất yếu.**

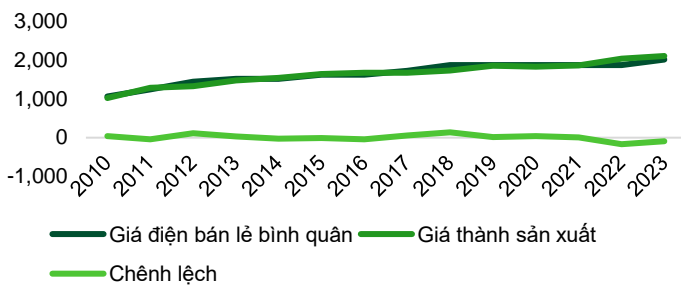
Giá bán điện LNG của NT3 trong khung giá của Bộ Công Thương và IRR dự án có thể đạt khoảng 10-11%.

Một số giả định quan trọng	Đơn vị	Giá trị
Giá LNG tại rào nhà máy	USD/mmBTU	12.22
Hệ số công suất	%	70%
Giá cố định ước tính	VND/kWh	500
Giá bán điện 2025	VND/kWh	2.562
IRR ước tính	%	11%

Nguồn: VCBS ước tính

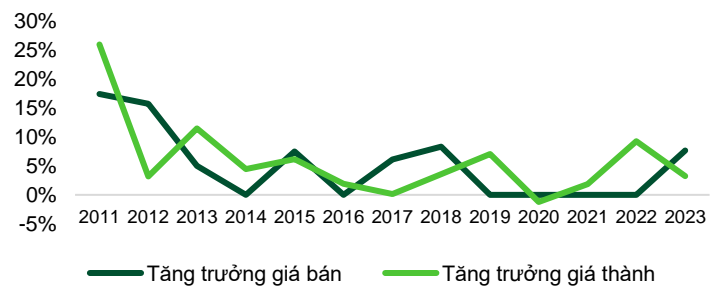
Với ước tính giá bán điện của chúng tôi dựa trên các giả định trên, chúng tôi cho rằng dự án NT3 có thể đạt được IRR~11%. Nếu dự án NT3 và NT4 có thể vận hành thương mại như kế hoạch dự kiến, chúng tôi cho rằng doanh thu của POW sẽ có sự tăng trưởng rõ rệt trong giai đoạn 2025-2026. **Cần lưu ý rằng, tính tới tháng 9/2024, hợp đồng PPA cho giai đoạn vận hành chính thức của NT3&4 vẫn chưa được ký kết.**

Hình 3: Giá điện bán lẻ bình quân và giá thành sản xuất (VND/kWh)



Nguồn: EVN, VCBS ước tính

Hình 4: Tăng trưởng giá thành và giá bán của EVN (%)



Nguồn: EVN, VCBS ước tính

Lưu ý về tình hình sản xuất kinh doanh của EVN

Bên cạnh đó tình hình tài chính của EVN vẫn đang gặp nhiều, chúng tôi cho rằng xu hướng tăng giá điện trong thời gian tới là điều cần thiết để EVN cải thiện. Ngoài ra, với việc giá bán điện LNG dự kiến cao hơn so với các loại hình điện khác như (nhiệt điện than, thủy điện, NLTT) cũng là một rào cản trong việc thương lượng giá điện.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc phân tích

lhathi@vcbs.com.vn

Nguyễn Quang Nhựt

Chuyên viên Phân tích

nqnhut@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>