

**PGV – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 10/02/2022)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	39.460
KLGD TB 10 ngày	34.010
Vốn hoá (tỷ đồng)	44.714
Số lượng CPLH (triệu CP)	1123,47
Giá mục tiêu	49.000
Upside	+16,7%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Trịnh Văn Hà  
[tvha@vcbs.com.vn](mailto:tvha@vcbs.com.vn)  
+84-2838200796 ext 643

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

**PGV – VỊ THẾ QUAN TRỌNG TRONG CƠ CẤU SẢN XUẤT ĐIỆN**

**Triển vọng**

- (1) **Nhu cầu điện tăng trở lại:** kỳ vọng nền kinh tế phục hồi, do đó tăng trưởng nhu cầu phụ tải trong năm 2021 dự kiến đạt 10 – 13%.
- (2) **El Nino có thể quay lại năm 2022 - 2023 giúp gia tăng sản lượng nhiệt điện.**
- (3) Nguồn cung khí ổn định nhất là trong mùa khô.
- (4) **Tuy nhiên lãi suất Libor sẽ gia tăng khi các nước bắt đầu hạn chế gói kích thích kinh tế làm tăng chi phí lãi vay**

**Đánh giá**

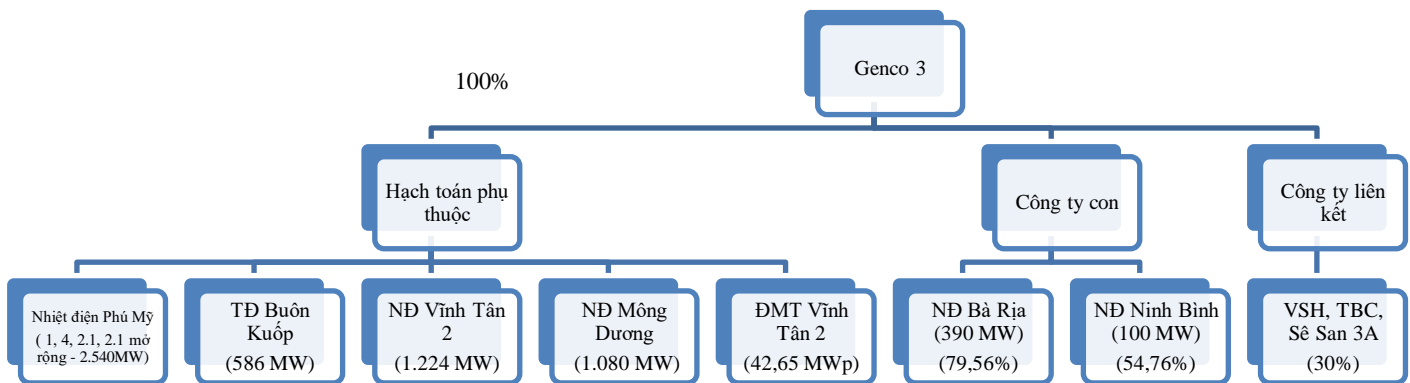
Chúng tôi dự phóng doanh thu cho năm 2022 đạt 43.756 tỷ đồng (+16,1% yoy) và LNST đạt 2.517 tỷ đồng (-21% yoy), EBITDA đạt 9.351 tỷ đồng (+14,5% yoy), theo đó EPS forward 2022 đạt 2.338 đồng/CP, tương ứng P/E là 17,9 lần. Chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của PGV ở mức **49.000 đồng/cp** (upside 16,7% so với giá đóng cửa ngày 10/02/2022). Xét đến tình hình kinh doanh tốt và triển vọng ngành khá quan và vị thế quan trọng trong ngành điện, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PGV cho năm 2022.

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022F	2023F
DTT (tỷ đồng)	40.315	37.695	43.756	46.838
+/- yoy (%)	-8,6%	-6,5%	16,1%	7,0%
LNST (tỷ đồng)	2.005	3.171	2.626	2.898
+/- yoy (%)		58%	-17%	10%
VCSH (tỷ đồng)	15.119	17.364	18.957	21.356
Nợ/TTS (%)	70%	65%	61%	55%
TS LN góp (%)	12,1%	11,5%	12,0%	11,7%
ROA (%)	3%	4%	4%	4%
ROE (%)	15%	20%	14%	14%
Tỷ suất cổ tức	45%	40%	40%	40%
EPS (đồng)	1.874	2.964	2.338	2.580
P/E	n/a	8	18,0	16,3
BVPS (đồng)	14.131	16.228	17.717	19.959
P/B	n/a	n/a	2,37	2,10

## GIỚI THIỆU SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

**Tổng quan:** Tổng Công ty Phát điện 3 (EVNGENCO 3 - PGV) được thành lập theo Quyết định số 3025/QĐ-BCT ngày 01/06/2012 của Bộ Công Thương trên cơ sở tổ chức sắp xếp lại Công ty TNHH một thành viên Nhiệt điện Phú Mỹ, các công ty phát điện hạch toán phụ thuộc, các ban quản lý dự án nguồn điện và tiếp nhận quyền đại diện chủ sở hữu vốn Nhà nước tại một số công ty phát điện thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam đang hoạt động theo luật doanh nghiệp. Cổ phiếu của PGV được giao dịch trên UPCOM lần đầu vào ngày 21/03/2018 và giao dịch trên HSX ngày 10/02/2022.

### Cấu trúc tổng công ty



Nguồn: Genco3, VCBS

### Các nhà máy điện

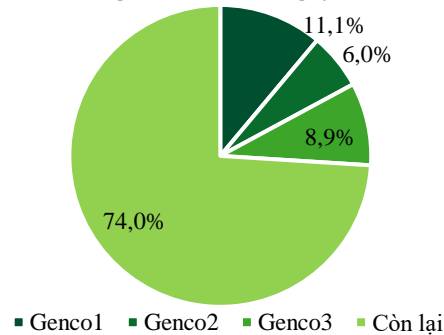
Nhà máy	Phú Mỹ	Mông Dương 1	Vĩnh Tân 2	Buôn Kuốp	Buôn Tua Srah	Serepok 3	ĐMT Vĩnh Tân	Bà Rịa	Ninh Bình
Loại hình	NĐ khí	NĐ than	NĐ than	Thủy điện	Thủy điện	Thủy điện	ĐMT	NĐ khí	NĐ Than
Công suất (MW)	2.540	1.080	1.244	280	86	220	42,65 MWp	390	100
Turbine	9 khí, 4 hơi	Turbine hơi cận tới hạn	Turbine cận tới hạn					Turbine khí F5, F6	N/A
Xuất xứ	Thụy Sĩ, Đức, Nhật Bản	Thụy Sĩ, Hàn Quốc	Trung Quốc	Nga, Nhật	Nga	Trung Quốc		Mỹ	N/A
Bắt đầu vận hành	1997-2004	2015	2015	2009	2009	2010	2019	1992 - 1993	1974 - 1976

Nguồn: PGV, VCBS tổng hợp

**Hoạt động:** Công ty hoạt động chủ yếu trên lĩnh vực phát điện (Nhiệt điện khí, nhiệt điện than, thủy điện, điện mặt trời) với tổng công suất trực tiếp lẫn gián tiếp lên tới gần 10.000 MW. Tổng sản lượng năm 2020 chiếm tới 13,57% sản lượng cả nước. Ngoài ra, năng lực quản lý dự án cũng rất tốt với tổng công suất QLDA lên tới hơn 4.979 MW với các nhà máy như: Nhiệt điện Vĩnh Tân 2, Mông Dương 1, Vĩnh Tân 4 & Vĩnh Tân 4 mở rộng, Thái Bình, Bản Chát, và các trung tâm điện lực Vĩnh Tân, Mông Dương, Thái Bình, Điện mặt trời Vĩnh Tân 2. Ngoài ra, còn có các công ty liên doanh liên kết như thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh, thủy điện Thác Bà, Sê San 3A.

**Genco 3 giữ vị thế khá quan trọng trong ngành điện Việt Nam với 8,9%** tổng công suất đặt toàn ngành và 11,4% công suất đặt phía Nam với 6.559 MW theo tỷ lệ sở hữu chủ yếu là các nhà máy nhiệt điện với vai trò rất quan trọng trong việc chạy nền, ổn định tần số và an toàn hệ thống điện, thường được ưu tiên huy động ở mức cao lên tới trung bình khoảng 60 – 70% công suất khả dụng.

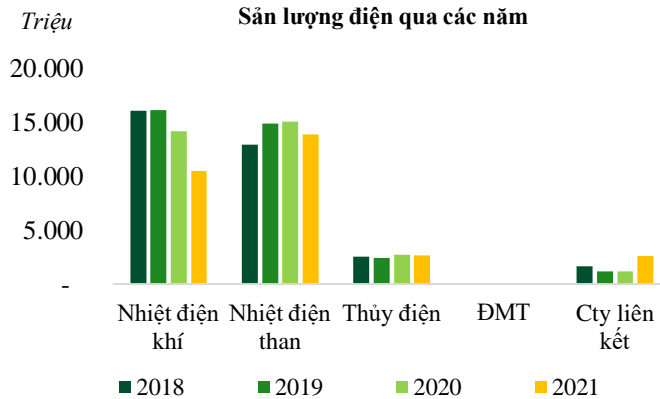
**Công suất đặt các công ty lớn**



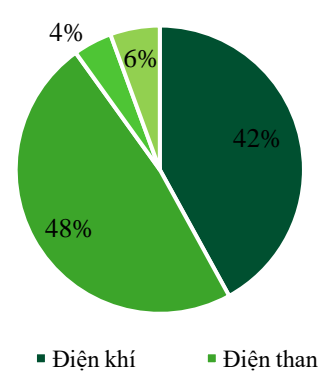
Nguồn: VCBS tổng hợp

**Cơ cấu doanh thu, sản lượng theo nguồn**

**Sản lượng điện qua các năm**



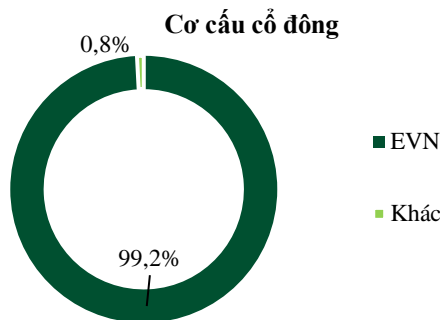
**Cơ cấu doanh thu 2021**



Nguồn: PGV, VCBS tổng hợp

Nhiệt điện chiếm phần lớn doanh thu và sản lượng của PGV với 82% tổng sản lượng năm 2021 đặt và 90% doanh thu năm 2021. Cụ thể, nhiệt điện khí chiếm 42% doanh thu

**Cơ cấu cổ đông:** Tuy đã được cổ phần hóa nhưng PGV vẫn được nắm giữ 99,19% bởi EVN.



Nguồn: Fiinpro

## PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

**KQKD qua các năm cải thiện rõ rệt do giảm lãi suất cho vay và hết phân bổ lỗ tỷ giá phát sinh trong giai đoạn xây dựng.**

**Doanh thu qua các năm đạt khoảng 37- 41 nghìn tỷ đồng** chủ yếu phụ thuộc vào phụ tải và kế hoạch huy động điện của A0 và sự ảnh hưởng của các nguồn điện khác như thủy điện hay NLTT trong 02 năm trở lại đây. Năm 2020 doanh thu chỉ đạt 37.695 tỷ đồng (-6% yoy) do nhu cầu bị ảnh hưởng mạnh bởi đợt giãn cách xã hội do dịch Covid 19.

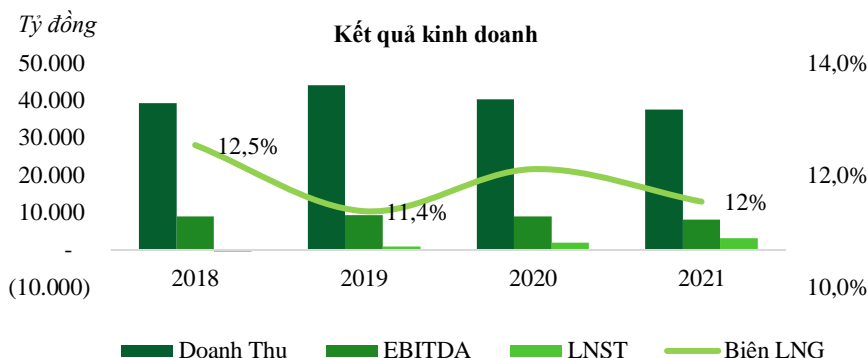
BLNG duy trì mức ổn định quanh 11,5% – 12,5% với đặc điểm nguyên vật liệu là than và khí đầu vào được chuyển tiếp vào giá bán và hưởng mức lợi nhuận khá ổn định qua các năm theo giá thỏa thuận trong hợp đồng. Khả năng phát điện trên thị trường cạnh tranh để hưởng mức giá bán tốt nhất theo thời điểm sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng vận hành của công ty. Chúng tôi đánh giá PGV sở hữu đội ngũ vận hành rất có kinh nghiệm và rất hiệu quả.

EBITDA duy trì khá ổn định quanh mức 8.100 tỷ đồng – 9.200 tỷ đồng qua các năm. Đặc điểm của doanh nghiệp là đầu tư tài sản cố định lớn dẫn đến chi phí khấu hao cao.

LNST các năm gần đây cải thiện rất mạnh từ -525 tỷ đồng năm 2018 tăng lên 3.171 tỷ đồng năm 2021 chủ yếu do phân bổ hết lỗ tỷ giá trong thời gian xây dựng từ năm 2018 và giảm mạnh chi phí lãi vay năm 2020 và 2021 do công ty chủ yếu vay ngoại tệ và lãi vay biến động theo lãi suất Libor 6 tháng (Lãi suất Libor 6T năm 2020 và 2021 giảm mạnh do các nước trên thế giới đẩy mạnh kích thích kinh tế do ảnh hưởng bởi Covid 19)

Tuy nhiên, LNST sẽ bị biến động khá mạnh khi tỷ giá ngoại tệ như USD, JPY, KRW hay CNY thay đổi do công ty sử dụng nợ vay khá lớn. Ngoài ra, lãi suất vay là lãi suất thả nổi theo Libor 6 tháng cũng khiến cho chi phí tài chính cũng biến động mạnh.

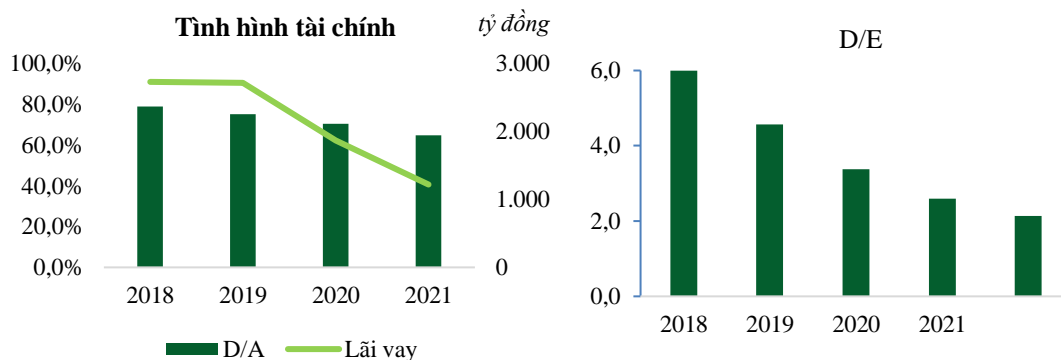
Theo đó, nếu loại bỏ lãi nhờ đánh giá lại tỷ giá của các khoản vay trong năm 2021, LNST điều chỉnh của PGV chỉ đạt khoảng 2.290 tỷ đồng. Với 1% ảnh hưởng tăng/giảm của đồng USD so với VND sẽ làm giảm/tăng LNST tương ứng hơn 300 tỷ đồng. Đối với lãi suất Libor và lãi huy động đồng VND tăng/giảm 1% giảm/tăng LNST thêm tương ứng hơn 300 tỷ đồng nữa.



Nguồn: PGV, VCBS

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

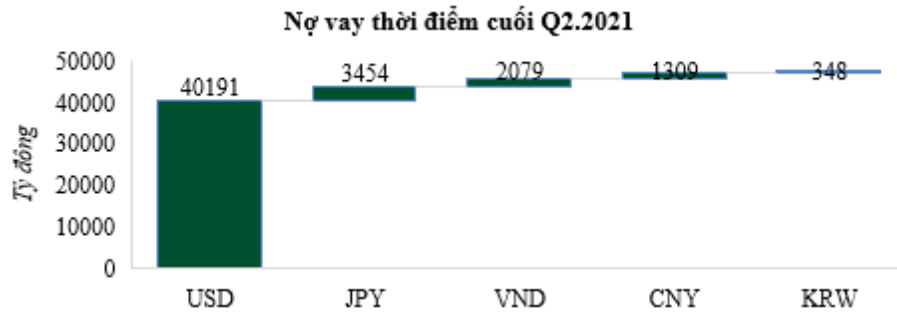
Công ty sử dụng chủ yếu là nợ vay để tài trợ cho TSCĐ theo như đặc điểm chung của ngành điện phải đầu tư lớn cho TSCĐ một lần và hoạt động trong nhiều năm, các năm hoạt động chỉ tốn một phần chi phí nhỏ để duy tu, bảo dưỡng. Tại thời điểm cuối năm 2021, D/A đạt 61,9%, cải thiện khá tốt so với mức 79,2% năm 2018 do dòng tiền hoạt động kinh doanh đem về trả nợ tốt. Tỷ lệ D/E giảm mạnh từ 6,0 lần năm 2018 còn 2,1 lần cuối năm 2021.



Nguồn: PGV, VCBS tổng hợp

### Cơ cấu nợ vay

Nợ vay của PGV chủ yếu là đồng USD với dự nợ hơn 40.000 tỷ đồng tại thời điểm cuối Q2.2021, chiếm 85% dư nợ và hầu hết là các khoản nợ có lãi vay điều chỉnh 6 tháng 1 lần theo Libor 6 tháng. Chính vì vậy, lãi suất Libor biến động sẽ làm biến động chi phí lãi vay. Đồng thời, tỷ giá USD/VND thay đổi cũng ảnh hưởng lớn đến LNST của công ty. Cơ cấu nợ vay lớn, nhưng chủ yếu là nợ vay dài hạn, và với dòng tiền FCFE luôn đạt khoảng 6.500 tỷ đồng – 8.000 tỷ đồng hàng năm kết hợp với lượng tiền mặt duy trì trung bình mức hơn 6.000 tỷ đồng, đảm bảo đầy đủ khả năng trả nợ trung bình khoảng 6.000 tỷ đồng/năm.

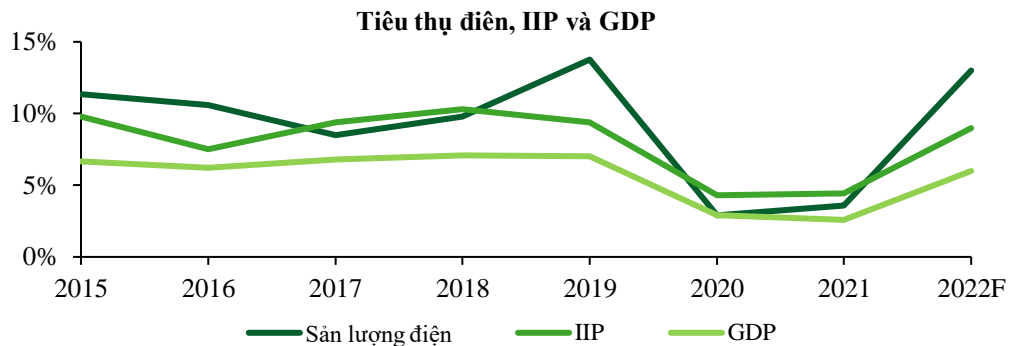


Nguồn: PGV, VCBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP 2021

**Nhu cầu điện hồi phục:** Việt Nam hiện là nước đứng thứ 6 về tỷ lệ phủ Vaccine theo mục tiêu của WHO. Theo số liệu cập nhật ngày 09.02.2022, đã có 74,4 triệu người đã tiêm đủ liều, đạt 77,1% dân số và 29,7 triệu người đã tiêm mũi 3 tương ứng với 30,8% dân số. Với tỷ lệ tiêm chủng nhanh như vậy, năm 2022 hoàn toàn là năm có thể mở cửa hoàn toàn nền kinh tế, sống chung với Covid 19. Hiện tại hầu hết các tỉnh đang bắt đầu mở cửa dần trở lại hầu hết các dịch vụ và con sông du lịch nội địa Tết Nhâm Dần với 5,2 triệu lượt khách trong 9 ngày đầu năm, tương đương với 70% tổng lượng khách du lịch trong tháng 1 năm 2020 khi chưa có Covid 19.

Ngân hàng Standard Charter Việt Nam dự báo GDP Việt Nam năm 2022 - 2023 tăng trưởng ở mức 6,7% - 7%, World Bank dự báo ở mức tăng 5,5% cho năm 2022. Như vậy, phụ tải điện điện theo ước tính của chúng tôi dự kiến sẽ tăng khoảng 10 – 12% cho năm sau.

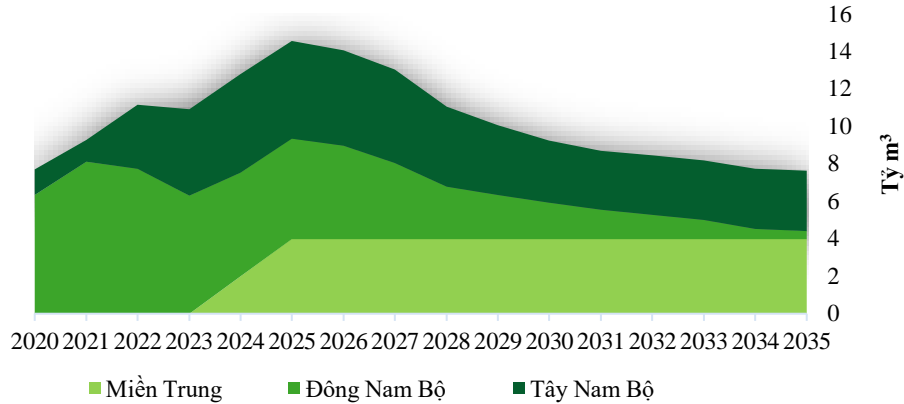


Nguồn: Fiinpro, EVN, VCBS

Theo ước tính của chúng tôi, tổng sản lượng của PGV có thể tăng thêm 13- 16% so với năm 2022, tương ứng đạt hơn 31 tỷ kWh do năm 2021 bị ảnh hưởng mạnh bởi phụ tải phía Nam sụt giảm nghiêm trọng nhưng sẽ hồi phục mạnh năm 2022.

**Nguồn cung khí được đảm bảo nhưng với giá cao hơn 30% – 40% giá các mỏ cũ.** Ngày 16/11/2020, dòng khí đầu tiên từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt với sản lượng mỗi năm đạt khoảng 1,5 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm (tổng trữ lượng khoảng 170 tỷ m<sup>3</sup>) đã được tiếp nhận thông qua đường ống Nam Côn Sơn 2 bổ sung một lượng lớn khí phục vụ cho hoạt động sản xuất điện khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu. Các nhà máy nhiệt điện khí như Phú Mỹ, Nhơn Trạch sẽ giảm thiếu hụt khí trong cao điểm mùa khô. Thời điểm mùa khô là thời điểm các nhà máy nhiệt điện được huy động cao nhất và giá bán tốt nhất. Một khi đủ nguồn khí để hoạt động trong thời gian này có thể đem lại lợi nhuận lớn cho năm hoạt động. Hiện các nhà máy nhiệt điện Phú Mỹ đang được ưu tiên cung cấp khí so với các nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch (1&2).

**Nguồn cung khí trong nước cho sản xuất điện (kb cơ sở)**

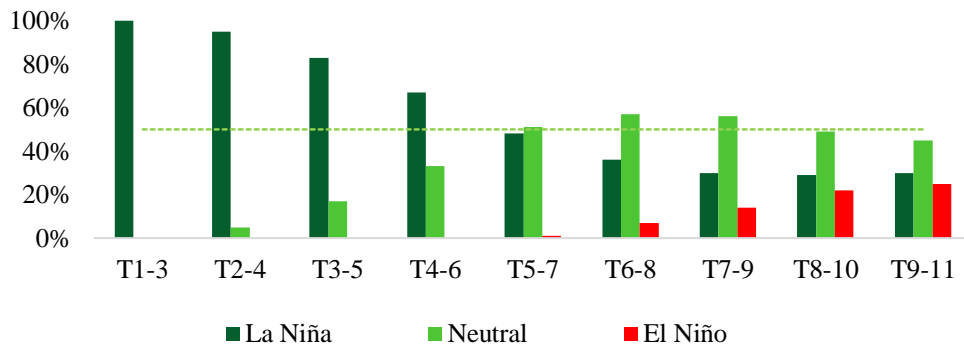


Nguồn: QHPT ngành khí 2016

**Các nhà máy nhiệt điện Phú Mỹ được ưu tiên cung cấp khí hơn các nhà máy điện lân cận như Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2 sẽ hỗ trợ cho hoạt động ổn định.** Với thỏa thuận của PVN và PGV, các nhà máy nhiệt điện Phú Mỹ của PGV sẽ được bao tiêu lượng lớn khí của bể Nam Côn Sơn (hợp đồng có hạn đến hết 2024 – theo Bản cáo bạch) và ít xảy ra tình trạng thiếu khí như các nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 1, 2.

**Chúng tôi kỳ vọng El Nino hoặc trạng thái trung tính có thể quay lại từ giữa 2022 sau 02 năm xảy ra La Nina là 2020 và 2021.**

**Xác suất El nino, La Nina**

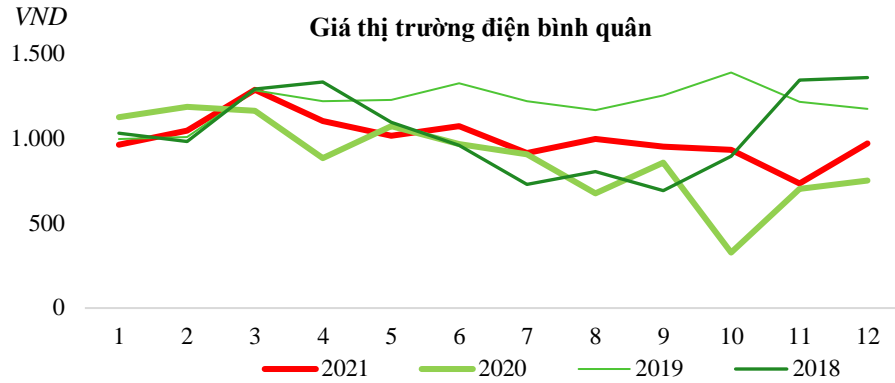


Nguồn: IRI, VCBS

Theo IRI, xác suất La Nina cho tới tháng 6/2022 vẫn còn mức cao (48%) và xác suất trung tính lên tới 52%, nhiệt độ bề mặt biển hiện tại vùng trung tâm xích đạo thấp hơn trung bình nhiều năm khoảng 1,0°C và có thể sẽ tăng lên vào khoảng tháng 5 – 6. Lượng nước hồ hiện tại ở khu vực phía Bắc vẫn thấp hơn trung bình nhiều năm khoảng 20 – 30% khiến sản lượng nhiệt điện sẽ được cải thiện trong năm 2022 ở khu vực này.

Ở khu vực phía Nam, dự báo mưa sẽ ít hơn trung bình khoảng 10 – 15% và hạn mặn dự kiến sẽ đến sớm vào khoảng cuối tháng 2, đầu tháng 3. Như vậy khu vực phía Nam cũng cần phải gia tăng huy động sản lượng điện từ các nhà máy nhiệt điện bên cạnh nhu cầu phục hồi hậu covid 19.

Với diễn biến như vậy kết hợp thêm giá dầu, khí neo ở mức cao nhờ nhu cầu phục hồi tốt, chúng tôi ước tính giá thị trường điện bình quân năm 2022 sẽ gia tăng khoảng 7% - 10% so với trung bình năm 2021. Điều này sẽ tiếp tục hỗ trợ doanh thu phát điện cạnh tranh của các nhà máy điện của PGV trong năm 2022.



Source: EVNGENCO 3

Tuy nhiên, diễn biến Tỷ giá và lãi suất có thể diễn biến không có lợi trong năm 2022. Các NHTW trên thế giới đang trong quá trình giảm các gói kích thích kinh tế nhờ tín hiệu tích cực từ nền kinh tế sẽ làm gia tăng lãi suất cũng như đồng ngoại tệ như USD, EUR mạnh lên trong năm tới. Theo ước tính của VCBS, dự kiến USD có thể sẽ tăng khoảng 1% so với VND trong năm 2022. Điều này sẽ làm cho PGV có thể phát sinh khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện khoảng hơn 400 tỷ đồng.

Lãi suất Libor tiếp tục tăng cũng sẽ ảnh hưởng tới chi phí lãi vay của PGV với 1% tăng sẽ làm tăng khoảng hơn 300 tỷ chi phí lãi vay. Như vậy, khoản giảm chi phí lãi vay hơn 650 tỷ đồng năm 2021 sẽ không còn và thay vào đó, theo ước tính của chúng tôi, chi phí lãi vay năm 2022 có thể tăng thêm 140 tỷ đồng (có tác động của việc giảm dự nợ gốc).



Nguồn: Marketwatch

**Các thông tin khác**

**Dự án Nhiệt điện Long Sơn** hiện vẫn đang trong giai đoạn khảo sát, lập FS và dự kiến sẽ khởi công xây dựng trong năm 2022 và đưa vào vận hành năm 2025 – 2026. Dự án này có công suất lên tới 3.600 MW có vốn khoảng 4,39 tỷ USD do tổ hợp Genco3 – PECC2 – GE - TTC làm chủ đầu tư, sử dụng LNG nhập khẩu làm nhiên liệu.

Dự án này sẽ là dự án đem lại tiềm năng lớn cho PGV trong dài hạn khi chính phủ ưu tiên phát triển các dự án điện LNG, NLTT, giảm phụ thuộc vào điện than để thực hiện cam kết Net Zero năm 2050 tại COP26.

Tuy nhiên, dự án này đang được đưa vào quy hoạch từ sau năm 2025 trở đi nên hiện nay chúng tôi chưa đưa vào mô hình định giá.

Ngoài ra, PGV sau thời gian dài không chia cổ tức, đã bắt đầu chia cổ tức từ năm 2021 với tỷ lệ 10% (trong đó 5% bằng cổ phiếu và 5% bằng tiền). Dự kiến trong tương lai công ty sẽ duy trì mức chi trả cổ tức tối thiểu 10% là tín



hiệu khá tốt sau khi dư nợ giảm về mức thấp.

Việc đưa PGV lên sàn HSX là một trong những bước đầu tiên trong quá trình thoái vốn của EVN. Hiện do còn nắm giữ phần lớn bởi EVN nên các quyết sách đầu tư mới của PGV bị đình trệ khá lâu nhất là trong giai đoạn vừa qua có các chính sách rất tốt về NLTT nhưng PGV chưa thể tận dụng được. Sau khi EVN thoái vốn, với tiềm lực mạnh sẵn có của mình, chúng tôi tin rằng PGV sẽ tiếp tục phát triển rất mạnh.

## ĐỊNH GIÁ

### Các giả định

Chúng tôi có các giả định như sau:

- Sản lượng điện của PGV hồi phục mạnh năm 2022 với tăng trưởng 16%, đạt 31,4 tỷ kWh. Năm 2023 tiếp tục tăng thêm 10% và ổn định hơn ở các năm sau với khoảng trung bình 33 tỷ kWh.
- Giá bán trung bình trên thị trường điện tăng khoảng 7% vào năm 2022 và giảm nhẹ 2 – 3% vào các năm tiếp theo.
- WACC trung bình khoảng 8,65%, và sẽ thay đổi theo cơ cấu vốn hàng năm theo lịch trả nợ.

### Phương pháp so sánh tương đối

Chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA để so sánh PGV cùng các công ty trong ngành điện (nhiệt điện, thủy điện) như sau:

STT	Mã CK	P/E	P/B	EV/EBITDA
1	BTP	8,81	0,88	17,32
2	GE2	22,44	1,69	7,11
3	HND	22,25	1,59	6,37
4	NT2	12,73	1,60	5,76
5	POW	23,57	1,41	8,66
6	QTP	17,67	1,39	6,82
<b>Trung Bình</b>		<b>17,91</b>	<b>1,43</b>	<b>8,67</b>
<b>Trung vị</b>		<b>19,96</b>	<b>1,50</b>	<b>6,96</b>
	PGV	17,44	2,66	10,00
	Damodaran	17,65	1,05	9,26

Nguồn: Fiinpro, Damodaran, VCBS tổng hợp

### Giá hợp lý đối với PGV theo phương pháp so sánh tương đối (EV/EBITDA):

Với vị thế rất lớn trong ngành điện, chúng tôi lựa chọn EV/EBITDA của PGV tương đương với trung bình ngành điện tại các thị trường cận biên theo Damodaran là 9,26 lần.

Như vậy, định giá PGV theo phương pháp này cụ thể như sau:

Chỉ tiêu	2022
EBITDA (tỷ đồng)	9.482
EV/EBITDA (tỷ đồng)	9,26
EV (tỷ đồng)	87.806
Số cổ phiếu (triệu)	1.123
Giá trị cổ phiếu (đồng)	47.896

### Phương pháp chiết khấu dòng

#### Thông số trong mô hình định giá

1. Lãi suất phi rủi ro: 3,0% (lãi trái phiếu TP kỳ hạn 10 năm trung bình 3 năm gần nhất)

## tiền DCF

- Phần bù rủi ro thị trường: 7,8%
- Beta: 0,837x
- $R_e = 9,53\%$ ,  $WACC = 8,25\%$  theo cơ cấu vốn hiện tại và thay đổi theo tỷ lệ nợ vay.

### Chiết khấu theo FCFF:

FCFF	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
<b>Doanh thu</b>	43.756	46.838	47.107	47.725	47.806
<b>EBITDA:</b>	9.482	9.709	9.720	9.728	9.728
<b>LN hoạt động KD</b>	4.708	4.904	4.979	4.949	4.910
Trừ: Thuế	(641)	(706)	(810)	(839)	(867)
Cộng: Khấu hao	4.774	4.805	4.740	4.779	4.818
Trừ: Vốn lưu động	(570)	(829)	(90)	2	(72)
Trừ: Đầu tư	(1.847)	(1.977)	(1.988)	(2.014)	(2.017)
<b>FCFF</b>	<b>6.425</b>	<b>6.198</b>	<b>6.832</b>	<b>6.878</b>	<b>6.772</b>
<b>Giá trị hiện tại của FCFF</b>	5.978	5.327	5.425	5.045	4.589
<b>Giá trị hiện tại của FCFF sau năm 2026</b>					63.946
Điều chỉnh					(33.997)
<b>Giá trị hợp lý của vốn</b>					<b>56.314</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)					1.123
<b>Giá trị hợp lý</b>					<b>50,125</b>

Giá trị hợp lý đối với cổ phiếu PGV theo phương pháp DCF: **50,125** (đồng/cp)

## Tổng hợp định giá

Chúng tôi sử dụng định giá bằng 2 phương pháp với tỷ trọng 50:50, đưa ra giá mục tiêu cho PGV là 49.000 đồng/cp.

Định giá	Giá (Đồng)	Tỷ trọng
FCFF	50.125	50%
EV/EBITDA	47.896	50%
Giá hợp lý	49.010	

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** trong năm 2022 đối với cổ phiếu PGV với giá mục tiêu đạt 49.000 đồng/cổ phiếu (+16,7% so với giá đóng cửa ngày 10.02.2022).

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro thời tiết:** Sự hoạt động của El Nino hay La Nina sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới các doanh nghiệp điện, đặc biệt là nhiệt điện và thủy điện. Với chi phí rẻ hơn, thủy điện thường được ưu tiên trong mùa mưa và các năm mưa nhiều, ngược lại với nhiệt điện sẽ được huy động nhiều hơn trong thời kỳ mưa ít để bù đắp sự thiếu hụt sản lượng của thủy điện. Ngoài ra giá điện trên thị trường điện cạnh tranh cũng phụ thuộc nhiều vào đặc điểm thời tiết này sẽ làm cho kết quả kinh doanh của PGV biến động liên tục.

ĐMT trong năm 2020 đi vào vận hành (chiếm tới 25% công suất đặt của toàn hệ thống điện) gây ra giảm phát đối với các nhà máy nhiệt điện trong giờ cao điểm buổi trưa khiến các nhà máy nhiệt điện chỉ chạy theo công suất tối thiểu, giảm hiệu quả hoạt động.

**Tỷ lệ freefloat thấp** với 0,2% lượng cổ phiếu lưu hành trên thị trường khiến ít nhà đầu tư có thể tiếp cận được và vẫn chưa có kế hoạch thoái vốn cụ thể của EVN.

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	1606	1606	1606	1606	1606
Các khoản đầu tư ngắn hạn	4309	4309	4309	4309	4309
Các khoản phải thu	10190	10908	10970	11114	11133
Hàng tồn kho	3978	4620	4513	4540	4614
Tài sản ngắn hạn khác	131	141	141	143	143
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>20213</b>	<b>21583</b>	<b>21540</b>	<b>21711</b>	<b>21805</b>
Tài sản cố định	42116	39472	36900	34315	31691
Các khoản đầu tư dài hạn	2448	2448	2448	2448	2448
Tài sản dài hạn khác	1211	1211	1211	1211	1211
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>45775</b>	<b>43131</b>	<b>40560</b>	<b>37975</b>	<b>35350</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>65989</b>	<b>64714</b>	<b>62099</b>	<b>59686</b>	<b>57156</b>
Các khoản phải trả	4501	4922	4779	4930	4948
Vay nợ ngắn hạn	4898	4898	4898	4898	4898
Nợ ngắn hạn khác	1687	1792	1802	1826	1829
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>11324</b>	<b>11849</b>	<b>11716</b>	<b>11890</b>	<b>11912</b>
Vay nợ dài hạn	35282	31093	25797	20281	14689
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>35282</b>	<b>31093</b>	<b>25797</b>	<b>20281</b>	<b>14689</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>46606</b>	<b>42942</b>	<b>37514</b>	<b>32172</b>	<b>26601</b>
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	10700	10700	10700	10700	10700
Lợi nhuận chưa phân phối	6788	8939	11486	14140	16897
Cổ phiếu quỹ	6	6	6	6	6
Vốn khác	1354	1592	1859	2134	2417
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>18848</b>	<b>21237</b>	<b>24051</b>	<b>26979</b>	<b>30020</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	418	454	489	524	559
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>46606</b>	<b>42942</b>	<b>37514</b>	<b>32172</b>	<b>26601</b>

<b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>43.756</b>	<b>46.838</b>	<b>47.107</b>	<b>47.725</b>	<b>47.806</b>
GVHB	-38.637	-41.358	-41.549	-42.189	-42.308
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.119</b>	<b>5.480</b>	<b>5.559</b>	<b>5.536</b>	<b>5.498</b>
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0
Chi phí QLDN	-543	-576	-579	-587	-588
<b>EBIT</b>	<b>4.577</b>	<b>4.904</b>	<b>4.979</b>	<b>4.949</b>	<b>4.910</b>
Doanh thu tài chính	255	242	242	242	242
Chi phí tài chính	-1.663	-1.519	-1.067	-894	-716
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN liên kết liên doanh	-37	-35	-35	-35	-35
<b>LNTT</b>	<b>3.132</b>	<b>3.593</b>	<b>4.120</b>	<b>4.262</b>	<b>4.401</b>
Chi phí thuế TNDN	-615	-704	-806	-834	-861
<b>LNST</b>	<b>2.517</b>	<b>2.889</b>	<b>3.314</b>	<b>3.429</b>	<b>3.540</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-37	-35	-35	-35	-35
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>2.554</b>	<b>2.924</b>	<b>3.349</b>	<b>3.464</b>	<b>3.575</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2.240	2.571	2.949	3.052	3.151

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	6519	6646	7764	8014	8094
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	-1.963	-1.921	-1.934	-1.962	-1.966
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(5344)	(4724)	(5830)	(6051)	(6128)
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>(787)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2393	1606	1606	1606	1606
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>1606</b>	<b>1606</b>	<b>1606</b>	<b>1606</b>	<b>1606</b>
ROE	14%	14%	15%	13%	12%
ROA	4%	4%	5%	6%	6%

## 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.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phó trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Trịnh Văn Hà**

Chuyên viên Phân tích

tvha@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

**Trụ sở chính Hà Nội**

Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
ĐT: (84-24) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh  
ĐT: (84-28)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106

**Chi nhánh Đà Nẵng**

Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng  
ĐT: (84-236) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13

**Chi nhánh Cần Thơ**

Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ  
ĐT: (84-710) -3750888

**Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng**

Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh  
ĐT: (84-28)-54136573

**Phòng Giao dịch Giảng Võ**

Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội.  
ĐT: (+84-24) 3726 5551

**Văn phòng Đại diện An Giang**

Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang  
ĐT: (84-76) -3949841

**Văn phòng Đại diện Đồng Nai**

F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai  
ĐT: (84-61)-3918812

**Văn phòng đại diện Vũng Tàu**

Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu  
ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78

**Văn phòng đại diện Hải Phòng**

Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng  
Tel: (+84-31) 382 1630