

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

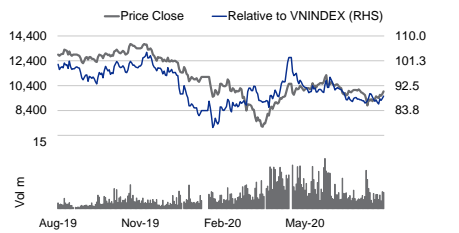
Consensus ratings*: KQ:10 TL: 1 KKQ: 0

Giá hiện tại:	VND9.940
Giá mục tiêu:	VND13.600
Giá mục tiêu cũ:	VND16.800
Tỷ lệ tang/giảm giá:	36,8%
CGS-CIMB / Consensus:	-4,6%
Reuters:	POW.HM
Bloomberg:	POW VN
Vốn hóa:	US\$1.005tr
	VND23.278.204tr
GTGD bình quân:	US\$1,81tr
	VND41.958tr
SLCP đang lưu hành:	2.342tr
Free float:	20,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Dự phóng EPS 2020 giảm 17,9%
- Dự phóng EPS 2021 giảm 3,6%



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-1,1	-3,5	-23
Tương đối (%)	0,5	-6	-11,4

Cơ cấu sở hữu	% nắm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	79,9
Norges Bank	1,3
Amersham Industries Limited	0,7

Chuyên viên Phân tích



Hoàng Long Nhật

T (84) 90 470 5999
E nhat.hoanglong@vndirect.com.vn

Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850
E mai.phamle@vndirect.com.vn

TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam

Triển vọng tươi sáng hơn từ 2021

- Doanh thu 6T20 giảm 14,4% svck xuống 15.648 tỷ đồng do sản lượng điện sản xuất giảm 5,4% svck và giá bán điện bình quân giảm 9,5% svck.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 17,9% – 3,6% dự phóng EPS 2020-21 và đồng thời dự phóng tăng 1,0% dự phóng EPS 2022.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu giảm còn 13.600 đồng/cp.

KQKD 6T20 bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) ghi nhận sản lượng Q2/20 đạt 5,6 tỉ kWh điện (-6,4% svck) trong khi giá bán điện bình quân (ASP) giảm 16,7% svck do các biện pháp giãn cách xã hội trong tháng 4 đã hạn chế hoạt động kinh tế và giảm nhu cầu tiêu thụ điện. Do đó, doanh thu Q2/20 giảm 22,0% svck xuống còn 7.708 tỷ đồng. Tuy nhiên, LN ròng Q2/20 tăng 7,7% svck đạt mức 842 tỷ đồng nhờ: 1) tỷ suất biên LN gộp tăng 3,5% do chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm 20,1% svck, 2) thu nhập tiền gửi tiết kiệm tăng 78,0% svck, và 3) chi phí lãi vay giảm 30,6% svck.

KQKD 6T20 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi

Nửa đầu năm 2020, tổng sản lượng điện sản xuất của POW đạt 10,9 tỷ kWh (-5,4% svck), tương đương 49,3% dự báo cả năm của chúng tôi. Doanh thu 6T20 sụt giảm 14,4% svck xuống mức 15.684 tỷ đồng và LN ròng giảm 20,6% svck xuống 1.347 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 39,9% và 46,2% dự phóng cả năm của chúng tôi. KQKD thấp hơn dự kiến của chúng tôi do: 1) hiệu suất hoạt động của nhà máy điện Nhơn Trạch 1 (NT1) ở mức thấp vì vấn đề thiếu hụt nguồn cung khí và 2) khoản trích lập 220 tỷ đồng chi phí dự phòng cho EPTC (chưa niêm yết) trong Q2/20.

Điều chỉnh giảm 17,9% - 3,6% EPS dự phóng 2020-2021

Chúng tôi giảm dự phóng hiệu suất hoạt động của nhà máy NT1 từ 80% xuống 30% nhưng tăng hiệu suất của nhà máy Vũng Áng 1 (VA1) từ 56% lên 70% trong năm 2020 nhằm phản ánh kết quả hoạt động thực tế của nửa đầu năm 2020. Bên cạnh đó, chúng tôi tăng thêm 400 tỷ đồng dự báo chi phí dự phòng cho 2020-2021 với giả định thời gian đàm phán giữa POW và EPTC nhằm giải quyết khoản nợ phải thu 1.537 tỷ đồng sẽ kéo dài hơn dự kiến của ban lãnh đạo. Vì vậy chúng tôi điều chỉnh giảm 17,9-3,6% dự phóng EPS giai đoạn 2020-2021.

Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 13.600 đ/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống còn 13.600 đồng/cp do giảm dự phóng EPS 2020-2021 17,9%-3,6% tuy nhiên vẫn duy trì đánh giá Khả quan do: (1) chúng tôi kỳ vọng LNST tăng trưởng trở lại trong 2021 nhờ sự hồi phục của mảng điện khí và thủy điện, và 2) tiềm năng tăng trưởng công suất của mảng điện khí (+55%) trong 5 năm tới. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau của phương pháp DCF và EV/EBITDA. Động lực tăng giá: sản lượng thủy điện phục hồi nửa cuối năm 2020 và khí đốt phục hồi trong năm 2021. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) nguồn cung cấp than/khí không ổn định, và 2) những rủi ro kỹ thuật không lường trước được trong quá trình vận hành nhà máy.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	32.662	35.421	33.791	38.756	40.511
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	7.120	7.048	6.626	7.420	7.717
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.921	2.491	2.393	3.072	3.388
EPS cốt lõi (VND)	850	1.064	1.022	1.312	1.447
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-17,1%	25,1%	-3,9%	28,4%	10,3%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	12,23	9,78	9,73	7,58	6,87
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%
EV/EBITDA (lần)	5,44	5,36	5,37	4,91	5,15
P/FCFE (lần)	18,5	11,8	14,6	79,1	36,9
P/B (lần)	0,99	0,90	0,81	0,73	0,66
ROE	7,8%	9,7%	8,6%	10,2%	10,1%
CGS-CIMB/Consensus EPS			0,96	1,07	1,12

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Triển vọng tươi sáng hơn từ 2021

KQKD 6T20 bị ảnh hưởng bởi COVID-19

Trong Q2/20, POW ghi nhận sản lượng đạt 5,6 tỷ kWh điện (giảm 6,4% svck) trong khi doanh thu giảm 22,0% svck xuống còn 7.708 tỷ đồng do giai đoạn giãn cách xã hội làm giảm nhu cầu tiêu thụ điện và giá bán. Theo báo cáo của bộ Công Thương, tổng lượng tiêu thụ điện của Việt Nam trong Q2/20 chỉ tăng 2,2% svck, thấp hơn nhiều so với mức tăng 9,9% svck của Q2/19. Bên cạnh đó, giá điện thị trường cạnh tranh (CGM) Q2/20 giảm 22,5% svck do nhu cầu tiêu thụ giảm và giá công suất thị trường (CAN) giảm 55% svck (trung bình ở mức 63,5 đồng/kWh sv mức 140,9 đồng/kWh của năm 2019).

Tuy nhiên LN ròng Q2/20 tăng 7,7% svck lên 842 tỷ đồng nhờ: (1) giá nguyên vật liệu đầu vào giảm 20,1% (giá gas, dầu diesel, giá dầu FO) giúp biên LN gộp tăng 3,5 điểm phần trăm, (2) thu nhập tài chính tăng 126,9% svck nhờ thu nhập tiền gửi tiết kiệm trong Q2/20 tăng 78,0% svck và thu nhập ngoại hối tăng 77,0%, (3) Chi phí tài chính giảm 38,0% svck do chi phí lãi vay giảm 30,6% svck. Đáng chú ý là POW đã trích lập quỹ dự phòng 220 tỷ đồng cho khoản nợ khó đòi với công ty mua/bán điện (EPTC) trong Q2/20, trước đó POW đã trích lập dự phòng 403 tỷ đồng cho khoản này trong Q4/19.

Hình 1: So sánh KQKD Q2/20 và 6T20

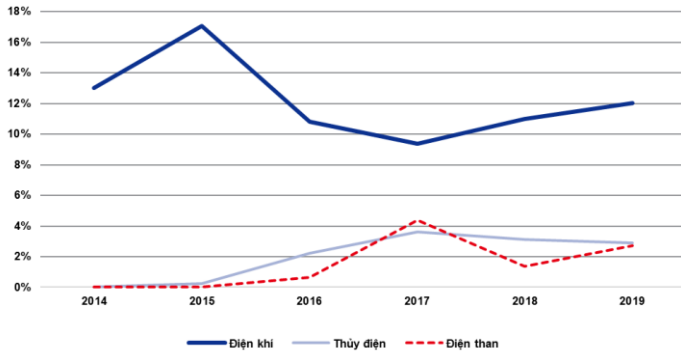
	Q2/20	Q2/19	% svck	6T20	6T19	% svck	% sv dự phóng 2020	Nhận xét
Sản lượng điện (đvt: triệu kWh)								
POW	5.636	6.020	-6,4%	10.903	11.523	-5,4%	49,3%	
Mảng điện khí	3.281	4.397	-25,4%	6.595	8.407	-21,6%	43,8%	Do: sản lượng khí cung cấp từ lô 6.1 và 11.2 bị sụt giảm
Mảng thủy điện	181	223	-19,0%	285	483	-40,9%	23,2%	Các hồ chứa nước đang tích lũy lại nước. 6T đầu năm thường là mùa thấp điểm của các NM thủy điện của POW.
Mảng điện than	2.174	1.399	55,4%	4.023	2.633	52,8%	68,8%	Khối lượng than đầu vào đạt 2,1 triệu tấn, từ tập đoàn TKV và Đông Bắc, tương đương với 108% kế hoạch năm của công ty.
Giá bán điện bình quân (đồng/kWh)	1.368	1.641	-16,7%	1.438	1.589	-9,5%		Do: 1) thiếu hụt sự đóng góp của nhà máy Nhơn Trạch 2, vốn có giá bán điện trung bình cao nhất trong số các NM của POW, và 2) giá điện thị trường CGM giảm 22,5% trong Q2/20.
Doanh thu	7.708	9.880	-22,0%	15.684	18.315	-14,4%	39,9%	Do: giá khí đầu vào giảm 11,9% svck nhờ giá dầu Brent trung bình 6T20 chỉ đạt 42,1 USD/thùng, giảm 36,3% svck.
GVHB	6.372	8.514	-25,2%	13.327	15.638	-14,8%	40,0%	Mặc dù tăng trưởng mạnh trong năm 2020, nhưng LN từ VA1 cũng không đủ để bù đắp cho sự sụt giảm LN từ mảng điện khí và thủy điện.
LN gộp	1.337	1.365	-2,1%	2.356	2.678	-12,0%	39,8%	Do: giá nguyên liệu đầu vào (khí tự nhiên và dầu) giảm 20,1% svck.
Biến LN gộp (%)	17,3%	13,8%	+3,5pts	15,0%	14,6%	0,4pts		POW trích lập chi phí dự phòng 220 tỷ đồng liên quan đến khoản phải thu 1,537 tỷ đồng từ EPTC/EVN
Chi phí BH&QLDN	434	229	89,3%	516	351	47,0%	43,8%	
EBIT	903	1.136	-20,5%	1.840	2.327	-20,9%	38,8%	Do: 1) thu nhập từ lãi tiền gửi NH tăng 78% svck, và 2) lãi chênh lệch tỷ giá trong Q2/20 tăng 77% svck
Doanh thu tài chính	274	121	126,9%	290	222	30,7%	167,1%	Chi phí lãi vay giảm 30,6% svck
Chi phí tài chính	243	392	-38,0%	583	715	-18,4%	53,4%	
Doanh thu/(Chi phí) HĐ tài chính ròng	31	(271)	-111,4%	(293)	(493)	-40,6%		
LN trước thuế	923	866	6,6%	1.537	1.870	-17,8%	39,4%	
Biến LN trước thuế (%)	12,0%	8,8%	+3,2pts	9,8%	10,2%	-0,4pts		Lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính trong Q2/20 đã giúp bù đắp lại khoản chi phí dự phòng 220 tỷ đồng.
LN ròng	842	782	7,7%	1.347	1.698	-20,6%	46,2%	
Biến LN ròng (%)	10,9%	7,9%	+3,0pts	8,6%	9,3%	-0,7pts		

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Trong 6T20, doanh thu và LN ròng của POW lần lượt giảm 14,4% svck xuống còn 15.684 tỷ đồng và 20,6% svck xuống còn 1.347 tỷ đồng do sản lượng điện giảm nhẹ 5,4% svck, giá bán giảm 9,5% và trích lập quỹ dự phòng 220 tỷ đồng trong

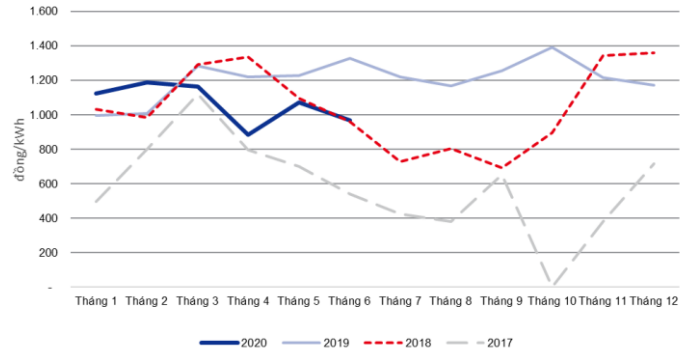
Q2/20. LN ròng 6T20 hoàn thành 46,2% dự phóng cả năm của chúng tôi. Kết quả nửa đầu năm của công ty đang thấp hơn sv kỳ vọng của chúng tôi do chúng tôi chưa điều chỉnh thêm khoản chi phí dự phòng (khoảng 400 tỷ/năm) vào trong mô hình định giá của mình.

Hình 2: Cơ cấu biên LNG của POW



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 3: Giá CGM sụt giảm trong Q2/20



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, GENCO3

Triển vọng 6T cuối năm và điều chỉnh dự báo

Kỳ vọng nhiệt điện than duy trì công suất cao trong 6 tháng cuối năm ➤

Theo ghi nhận của hệ thống điện Việt Nam trong 7T20 thì sản lượng của nhiệt điện than ghi nhận mức tăng trưởng 14,5% svck trong khi đó sản lượng của điện khí và thủy điện giảm lần lượt là 15,4% và 20,5% svck. Trong bối cảnh đó, sản lượng điện nhà máy Vũng Áng 1 tăng mạnh 53,4% trong 7 tháng đầu năm và hoàn thành 73,5% kế hoạch của công ty nhờ nguồn cung ứng than ổn định từ Vinacomin. Trong khi đó, mảng điện khí và thủy điện của POW báo cáo sản lượng sụt giảm lần lượt 19,9% và 34,4% svck.

Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Vũng Áng 1 sẽ duy trì hiệu suất cao trong nửa cuối năm 2020 do các nhà máy nhiệt điện than sẽ được ưu tiên huy động, nguyên nhân do tình trạng thiếu khí sẽ không được giải quyết triệt để cho đến khi mỏ Sao Vàng được đưa vào hoạt động (dự kiến vào đầu năm 2021). Trong năm 2021, đóng góp của điện than có thể sẽ giảm khi việc sử dụng điện khí trở lại bình thường và đồng thời khả năng xảy ra La Nina tăng dần về cuối năm 2020 (ước tính 50-55% bởi Cơ quan Quản lý Khí quyển và Đại dương Quốc gia Hoa Kỳ) sẽ tăng tốc độ phục hồi mảng thủy điện.

Nhằm phản ánh KQKD 6T20, chúng tôi tăng 14 điểm phần trăm dự phóng hiệu suất nhà máy năm 2020 của Vũng Áng 1 (VA1) lên 70%, đồng thời giảm hiệu suất của nhà máy Nhơn Trạch 1 và các nhà máy thủy điện lần lượt xuống 30% và 31%. Điều này đã phản ánh việc: 1) nhà máy Nhơn Trạch 1 sẽ hồi phục sản xuất trong nửa cuối năm 2020 nhờ sản lượng hợp đồng (Qc) từ Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) cao hơn sv nửa đầu năm 2020, và 2) sự phục hồi của mảng thủy điện trong quý 3 (Hỏa Na) và quý 4 (Đakdrinh) khi đến mùa mưa (mùa cao điểm).

Trong 2020-2021, chúng tôi điều chỉnh hiệu suất nhà máy của VA1 tăng lên 60% do nhà máy sẽ duy trì hiệu quả hoạt động ổn định sau vài năm hoạt động (2015-2017) và nguồn ứng than sẽ được đảm bảo nhờ việc tự nhập khẩu tránh trường hợp nhà cung cấp Vinacomin không cung cấp được nhiên liệu như đã xảy ra trong năm 2019.

Chúng tôi hạ dự báo giá dầu Brent 30,8-13,6% ➤

Sau đợt lao dốc của giá dầu thế giới vào tháng 4 năm 2020, chúng tôi hạ dự báo giá dầu Brent 30,8%-13,6% xuống còn 45-47 USD/thùng trong năm 2020-2022. Điều này làm cho giá khí đầu vào bình quân của năm 2020 giảm 17,0%. Tuy nhiên giá khí đầu vào thấp hơn chỉ có lợi cho POW ở mức độ nhất định, do mức độ đóng góp từ các nhà máy điện khí của POW trong năm nay thấp hơn svck và

mức giảm của giá khí đầu vào cũng sẽ được chuyển ngang vào giá bán điện theo nguyên tắc của hợp đồng mua bán điện (PPA).

Từ năm 2021 trở đi, chúng tôi kỳ vọng mỏ khí Sao Vàng đi vào hoạt động sẽ làm tăng giá khí bình quân của POW do giá khí tại miệng giếng của mỏ này (được sử dụng như giá sàn) là 6,99 USD/mmbtu, cao hơn nhiều so với giá khí đầu vào hiện tại (ước tính 3,69 USD/mmbtu, không bao gồm phí vận chuyển). Bằng việc đưa điều này vào mô hình của chúng tôi, tác động từ việc điều chỉnh hạ giá khí đầu vào giai đoạn 2021-2022 sẽ bị giảm bớt.

Việc thu hồi nợ khó đòi của EPTC có thể mất nhiều thời gian để thực hiện >

Trong Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2020, Ban lãnh đạo khá chắc chắn về việc EPTC sẽ thanh toán khoản nợ 1.537 tỷ đồng. Tuy nhiên, chưa có dấu hiệu nào cho thấy việc thanh toán này sẽ được thực hiện trong năm nay do đó chúng tôi thận trọng trong việc đưa khoản chi phí dự phòng 400 tỷ đồng vào chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2020-2021. Đến cuối Q2/20, POW đã ghi nhận chi phí dự phòng 623 tỷ đồng liên quan đến khoản phải thu này.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng điều chỉnh tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (bao gồm cả chi phí dự phòng)/doanh thu trong giai đoạn 2020-2022 giảm xuống 2%, bao gồm cả khả năng cắt giảm chi phí của doanh nghiệp. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu trong 6T20 của POW chỉ đang ở mức 1,9%.

Thay đổi trong dự báo >

Hình 4: Thay đổi trong dự báo

Sân lượng điện (triệu kWt)	2020			2021			2022		
	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi
POW	22.128	21.338	-3,6%	22.347	22.529	0,8%	21.615	22.597	4,5%
Màng điện khí	15.051	13.140	-12,7%	15.348	14.992	-2,3%	14.890	15.060	1,1%
Hiệu suất trung bình (%)	64%	56%	-8,0pts	65%	63%	-1,5pts	63%	64%	+0,7pts
Màng thủy điện	1.227	840	-31,6%	1.224	1.230	0,5%	1.224	1.230	0,5%
Hiệu suất trung bình (%)	45,9%	31,4%	-14,5pts	45,8%	46,0%	+0,2pts	45,8%	46,0%	+0,2pts
Màng điện than	5.850	7.358	25,8%	5.775	6.307	9,2%	5.500	6.307	14,7%
Hiệu suất trung bình (%)	56%	70%	+14,3pts	55%	60%	+5,1pts	52%	60%	+7,7pts
Giá bán điện bình quân (đồng)	1.721	1.536	-10,7%	1782	1.669	-6,4%	1816	1.739	-4,2%
Giá khí đầu vào bình quân (USD)	7,8	6,5	-17,0%	7,9	7,84	-0,8%	8,0	8,2	1,6%
(Đơn: tỷ đồng, khác: ghi chú)									
Doanh thu	39.260	33.791	-13,9%	41.050	38.756	-5,6%	40.460	40.511	0,1%
GVHB	(33.335)	(28.743)	-13,8%	(34.993)	(32.815)	-6,2%	(34.357)	(34.273)	-0,2%
LN góp	5.925	5.048	-14,8%	6.057	5.941	-1,9%	6.103	6.237	2,2%
Biên LN góp (%0)	15,1%	14,9%	-0,2pts	14,8%	15,3%	+0,6pts	15,1%	15,4%	+0,3pts
Chi phí BH&QLDN	(1.178)	(1.076)	-8,7%	(1.171)	(1.175)	0,4%	(1.168)	(1.175)	0,6%
EBIT	4.747	3.972	-16,3%	4.887	4.766	-2,5%	4.936	5.063	2,6%
LN trước thuế	3.905	3.203	-18,0%	4.260	4.108	-3,6%	4.524	4.567	1,0%
LN ròng	2.916	2.393	-17,9%	3.185	3.072	-3,6%	3.356	3.388	1,0%
EPS (đồng/cp)	1.245	1.022	-17,9%	1.360	1.312	-3,6%	1.433	1.447	1,0%

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Cập nhật tiến độ các dự án đầu tư >

- POW công bố thông qua kế hoạch thành lập công ty con mới là CTCP Năng lượng tái tạo Dầu khí Việt Nam (PVPower RECT) vào ngày 12/8. Vốn điều lệ đã đăng ký là 60 tỷ đồng, trong đó POW đóng góp 51%, tương đương 30,6 tỷ đồng. POW đặt mục tiêu công suất của năng lượng tái tạo đạt 55MW vào năm 2025 (chiếm 1% tổng công suất POW) và 855 MW vào năm 2035 (chiếm 9% tổng công suất POW). Trong giai đoạn đầu tiên POW sẽ cân nhắc một số các dự án như hệ thống điện mặt trời nổi tại các đập thủy điện Hòa Na và Đakrinh hay điện mặt trời áp mái tại các nhà máy điện của tập đoàn. Với mức công suất thấp 55MW trong 5 năm tới, chúng tôi tin rằng đây là giai đoạn thử

- nghiệm cho POW và sẽ chưa thể tạo ra đóng góp lớn trong mảng năng lượng tái tạo cho KQKD của POW những năm tới.
- Nhà máy điện sử dụng LNG Nhơn Trạch 3 & 4 (1.300 – 1.760 MW): Vào ngày 14/7, POW và EVN đã ký thỏa thuận nối nhà máy NT3 và NT4 vào lưới điện quốc gia. Hiện nay công ty đang lập phương án lựa chọn nhà đầu tư EPC, thu xếp nguồn vốn và đàm phán hợp đồng mua bán khí (GSA) và hợp đồng mua bán điện (PPA).
 - Nhà máy khí đốt Cà Mau 3 (1.500MW): POW đang làm việc với Bộ Công thương (MOIT), UBND tỉnh Kiên Giang và Cà Mau nhằm bổ sung dự án Cà Mau 3 vào Quy hoạch Phát triển điện quốc gia và bổ sung nhà kho LNG cảng Nam Du (1,2 triệu tấn LNG/năm) vào Quy hoạch Phát triển ngành khí Việt Nam.
 - Nhà máy điện khí Quảng Ninh: POW đang làm việc với các bộ, ban, ngành liên quan để lấy ý kiến về dự án, đồng thời phối hợp với Colavi (công ty tư vấn) nhằm chuẩn bị thuyết minh và hoàn thiện hồ sơ theo ý kiến của các Bộ.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu giảm xuống còn 13.600 đồng/cp

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 13.600 đồng/cp do điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2020-2021. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau của hai phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA 2020-2021 mục tiêu là 5,5 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan do: 1) LN ròng dự kiến tăng trở lại trong năm 2021 nhờ sự phục hồi các mảng điện khí và thủy điện (dẫn đến tỷ suất biên LN gộp cao hơn), và 2) tiềm năng mở rộng công suất điện khí (+55,0%) trong 5 năm tới. Gần đây thị trường chứng khoán giảm mạnh sau những trường hợp nhiễm Covid-19 gần đây, do đó giá cổ phiếu của POW đã giảm 15,7% so với mức giá đầu năm. Chúng tôi tin rằng đây là cơ hội tốt để các nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu cho mục tiêu dài hạn.

Hình 5: Tóm tắt dự phóng dòng tiền (phương pháp DCF)

	2019	2020F	2021F	2022F //	2030F
EBITDA	7.048	6.626	7.420	7.717	8.032
(-) Chi phí khấu hao	(3.132)	(2.654)	(2.654)	(2.654)	(1.960)
EBIT	3.917	3.972	4.766	5.063	6.071
(-) Thuế	(307)	(602)	(716)	(794)	(1.214)
Thuế (%)	0	0	0	0	0
EBIAT	3.609	3.370	4.050	4.268	4.857
(+) Chi phí khấu hao	3.132	2.654	2.654	2.654	1.960
(+) (Tăng)/Giảm vốn lưu động	2.057	(94)	(290)	556	1
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(349)	(338)	(388)	(405)	(465)
Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay	8.449	5.592	6.027	7.073	6.354
Giá trị DN năm cuối					51.775

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 6: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi	4,0%
Beta	1,03
Phần bù rủi ro	11,0%
Chi phí vốn	15,3%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

Hình 7: WACC và tăng trưởng dài hạn

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Giá trị Doanh nghiệp	49.960
Nợ	(15.591)
Chi phí vay	7,2%
Thuế (%)	20,0%
WACC	14,5%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 8: Định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
		VND/cp	%	VND/cp
EV/EBITDA, 1-yr forward	5,50x	10.771	50%	5.386
DCF, 10y		16.519	50%	8.259
Giá hợp lý				13.645
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)				13.600

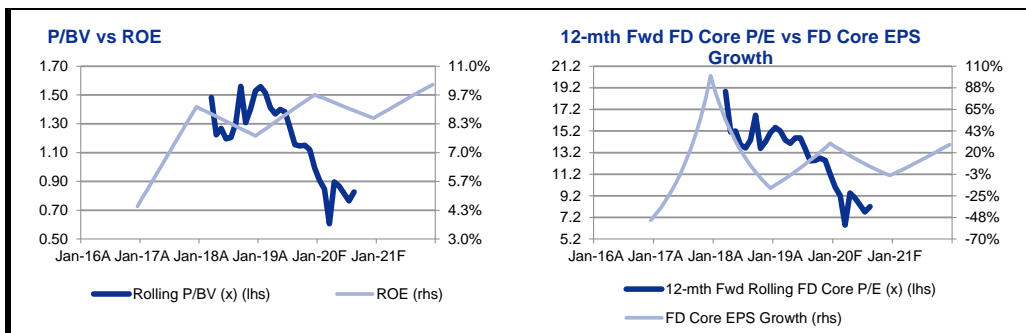
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: So sánh với công ty cùng ngành

Tên công ty	Mã chứng khoán	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Vốn hóa	PE (x)		3-yr EPS growth	P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (x)		D/E	
		Nội tệ	Nội tệ		tr USD	TTM		CY20F	TTM	CY20F	TTM	CY20F	TTM		CY20F
Doanh nghiệp quốc tế															
An Hui Wenergy Co Ltd	00543 CH	KKN	4,2	NA	1.358,1	11,2	9,0	94,2	0,7	NA	NA	NA	6,2	NA	0,6
First Gen Corp	FGEN PM	KKN	23,5	NA	1.731,5	6,5	7,8	29,7	0,8	0,8	4,9	4,7	13,3	10,1	0,7
SJVN Ltd	SJVN IJ	KKN	22,1	NA	1.160,4	5,8	NA	2,1	0,7	NA	4,1	4,1	14,4	NA	0,2
JSW Energy Ltd	JSW IN	KKN	52	NA	1.150,2	7,8	NA	251,3	0,7	NA	5,0	5,4	9,4	NA	0,7
Malakoff Corp Bhd	MLK MK	TL	0,9	1,05	1.107,5	14,4	15,6	(1,7)	0,7	0,8	5,2	5,2	5,4	5,1	1,9
Danareksa Syariah Berimbang	DSSA IJ	KKN	20.400	NA	1.093,9	30,8	NA	6,7	0,8	NA	8,2	8,0	2,2	NA	0,8
Godian Changyuan Electric Pow	000966 CH	KKN	4,0	NA	632,1	11,2	8,8	NA	1,0	0,9	NA	5,3	9,6	11,7	0,9
Trung bình					1.176,2	12,5			0,8		5,5		8,7		0,8
Doanh nghiệp trong nước															
TCT Phát điện 3 - CTCP	PGV	KKN	10.400	NA	480,1	13,1	NA	NA	1,0	NA	6,5	NA	7,9	NA	4,7
CTCP NĐ Hải Phòng	HND	KKN	17.700	18800	381,9	7,5	6,8	73,6	1,4	NA	4,0	4,0	19,7	19,2	0,9
CTCP NĐ Phả Lại	PPC	KKN	23.250	29650	321,6	6,8	7,7	24,3	1,2	1,2	6,9	7,0	18,5	16,0	0,0
CTCP Điện Gia Lai	GEG	KKN	17.450	NA	153,5	16,7	14,8	14,8	1,5	1,4	8,1	NA	10,2	10,3	1,5
CTCP Xây lắp điện 1	PC1	KKN	18.900	NA	129,9	8,7	NA	5,5	0,8	NA	7,3	NA	9,9	NA	0,8
CTCP NĐ Bà Rịa	BTP	KKN	14.950	NA	39,0	4,4	NA	19,6	0,7	NA	3,2	NA	17,8	NA	0,3
CTCP NĐ Ninh Bình	NBP	KKN	13.200	NA	7,3	6,0	NA	(3,8)	0,7	NA	3,7	NA	11,1	NA	0,1
Trung bình					216,2	9,0			1,0		5,7		13,6		1,2
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam	POW	KQ	9.940	13.600	1.005,0	10,8	9,7	13,2	0,8	0,73	5,7	5,4	8,0	8,6	0,6

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty (Bloomberg Dữ liệu ngày 13 tháng 8 2020)

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HĐKD					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	32.662	35.421	33.791	38.756	40.511
Lợi nhuận gộp	4.477	5.123	5.048	5.941	6.237
LN hoạt động thuần	7.120	7.048	6.626	7.420	7.717
Chi phí khấu hao	(3.908)	(3.132)	(2.654)	(2.654)	(2.654)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	3.211	3.917	3.972	4.766	5.063
TN từ hoạt động tài chính	(792)	(887)	(842)	(734)	(577)
TN từ các Cty LK & LD	50	57	60	60	60
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	22	48	13	16	22
Lợi nhuận trước thuế	2.492	3.145	3.203	4.108	4.567
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	2.492	3.145	3.203	4.108	4.567
Thuế	(205)	(307)	(478)	(609)	(709)
Lợi nhuận sau thuế	2.287	2.837	2.725	3.499	3.859
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(366)	(346)	(333)	(427)	(471)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	1.921	2.491	2.393	3.072	3388
Lợi nhuận thường xuyên	1.921	2.491	2.393	3.072	3388

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	7.604	7.048	6.626	7.420	7.717
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0	0	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(1.114)	(2.057)	94	290	(556)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(69)	766	0	0	0
Chi/(Thu) bằng tiền khác	22	48	13	16	22
Dòng tiền hoạt động khác	(45)	24	(86)	(134)	57
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(1.307)	(1.152)	(1.020)	(931)	(814)
Thuế đã trả	(96)	(326)	(478)	(609)	(709)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	4.996	4.352	5.149	6.053	5.718
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(219)	(137)	(3.209)	(6.772)	(8.882)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, các khoản ĐT	125	4	0	0	0
Tiền chi đầu tư góp vốn	891	(207)	(489)	(653)	(358)
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	759	299	169	215	255
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	1.555	(42)	(3.529)	(7.210)	(8.985)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(5.284)	(2.254)	(30)	1.452	3.898
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	0	2	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	0	0	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(349)	(119)	(703)	0	0
Cổ tức ưu đãi đã trả	0	0	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	0	36	40	14
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(5.633)	(2.370)	(697)	1.492	3.912
Tổng tiền trong năm	919	1.940	922	334	645
Dòng tiền tự do cho cổ đông	1.267	2.056	1.590	294	631
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	7.858	5.462	2.640	(227)	(2.453)

NGUỒN: VND RESEARCH Báo cáo công ty

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	3.361	5.741	7.153	8.140	9.142
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.531	8.701	8.260	8.941	9.510
Hàng tồn kho	4.187	3.912	3.922	4.452	4.636
Tài sản ngắn hạn khác	172	192	195	210	223
Tổng tài sản ngắn hạn	15.251	18.546	19.529	21.743	23.511
Tài sản cố định	40.113	37.250	35.454	36.721	41.261
Tổng đầu tư	1.314	1.205	3.615	6.526	8.274
Tài sản vô hình	64	71	71	71	71
Tài sản dài hạn khác	1.369	1.097	1.019	1.086	1.101
Tổng tài sản dài hạn	42.860	39.623	40.159	44.404	50.707
Vay & nợ ngắn hạn	706	3.954	7.438	9.153	9.900
Nợ dài hạn đến hạn trả	5.848	5.195	4.000	2.000	1.330
Phải trả người bán	5.900	6.684	6.016	6.684	7.091
Nợ ngắn hạn khác	5.116	3.598	3.931	4.780	4.583
Tổng nợ ngắn hạn	17.571	19.431	21.385	22.617	22.905
Vay & nợ dài hạn	13.304	8.406	6.078	7.833	11.672
Nợ dài hạn khác	422	729	564	496	568
Tổng nợ dài hạn	13.725	9.135	6.642	8.329	12.240
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	31.296	28.565	28.027	30.946	35.145
Vốn chủ sở hữu	24.506	26.979	28.705	31.817	35.218
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.309	2.624	2.957	3.384	3.855
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	26.815	29.603	31.661	35.200	39.073

Các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	9,9%	8,4%	-4,6%	14,7%	4,5%
Tăng trưởng LNHKD	-9,7%	-7,3%	-6,0%	12,0%	4,0%
Biên LNHKD	23,3%	19,9%	19,6%	19,1%	19,0%
LN trên cổ phiếu	(7.044)	(5.045)	(4.425)	(4.631)	(5.876)
Giá trị sổ sách/cp	10.464	11.520	12.257	13.586	15.038
Khả năng thanh toán lãi vay	2,82	3,40	3,89	5,12	6,22
Thuế suất hiệu dụng	8,2%	9,8%	14,9%	14,8%	15,5%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Số ngày phải thu	79,76	83,63	91,85	81,00	83,12
Số ngày tồn kho	49,99	48,78	49,88	46,58	48,39
Số ngày phải trả	70,85	75,80	80,86	70,63	73,35
ROIC	7,6%	9,2%	9,7%	12,2%	12,7%
ROCE	NA	NA	NA	NA	NA
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	6,33%	6,92%	6,86%	7,70%	7,33%

Các nhân tố chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Sản lượng điện cung cấp (GWh)	21.007,0	22.540,0	21.338,0	22.529,3	22.597,0
Công suất (MW)	4.208,2	4.208,2	4.205,0	4.205,0	4.205,0
Công suất hoạt động trung bình	55,8%	61,1%	57,9%	61,2%	61,3%
Thuế TB/Giá bán mỗi kwh (% thay đổi)	8,9%	0,3%	1,1%	8,6%	4,2%
Chi phí nhiên liệu mỗi kwh (% thay đổi)	16,9%	-3,4%	12,4%	11,4%	5,5%
Biên dự trữ ngành (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

NGUỒN: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phạm Lê Mai – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: mai.phamle@vndirect.com.vn

Hoàng Long Nhật – Chuyên viên Phân tích

Email: nhat.hoanglong@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>