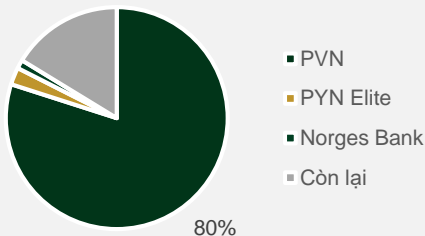
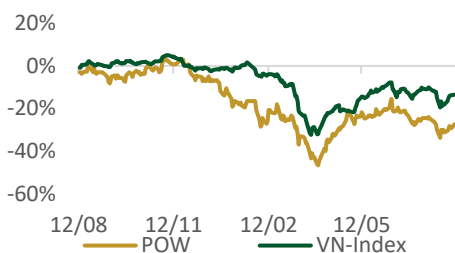
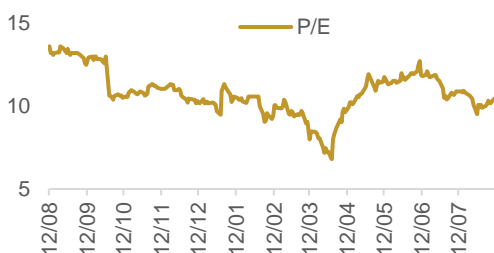


MUA [+27.4%]
Ngày cập nhật: 31/08/2020

Giá mục tiêu	12,800	VND
Giá hiện tại	10,050	VND

PHS
(+82-28) 5 413 5479 – support@phs.vn
Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	2,342
Free-float (triệu)	468
Vốn hóa (tỷ đồng)	23,536
KLGD TB 3 tháng	4,098,983
Sở hữu nước ngoài	11.3%
Ngày niêm yết đầu tiên	14/01/2019

Cổ đông lớn

Biến động giá cổ phiếu so với Index

Lịch sử định giá

Thiếu hụt khí gas gây áp lực lên kết quả kinh doanh

Cập nhật kết quả kinh doanh: Trong 1H20, doanh thu POW đạt 15.7 nghìn tỷ (-14% YoY) và LNST đạt 1.4 nghìn tỷ VND (-21% YoY). Mặc dù cho LNST trong 2Q20 tăng 8% YoY, kết của 1Q20 (-45% YoY) đã kéo kết quả của 6 tháng đầu năm xuống. Doanh thu của sản xuất điện vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất với 98% trong tổng doanh thu với sản lượng đạt 11 tỷ kWh (-5% YoY). Vũng Áng đóng góp vai trò quan trọng trong giai đoạn này với sản lượng tăng trưởng 55%. Trong khi đó, các nhà máy ở Nhơn Trạch (NT1, NT2), Cà Mau và 2 nhà máy thủy điện đều giảm sản lượng do thiếu hụt nguồn khí và thiếu nước để vận hành trong kỳ.

Biên lợi nhuận gộp phục hồi từ 1Q20 khi 2 nhà máy thủy điện có thể chạy phát điện bình thường trong Q2. Biên tăng lên 17%, cao hơn trung bình 15% của năm 2019. Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ sự vận hành hiệu quả của các nhà máy điện khí.

Tuy nhiên, khoản dự phòng cho nợ xấu từ EPTC của nhà máy Cà Mau vẫn chưa thấy được khả năng thu hồi. Khoản dự phòng tăng lên 220 tỷ VND trong 1H20, làm chi phí hoạt động trong 2Q20 tăng 93% YoY.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2020: Chúng tôi dự phóng doanh thu POW đạt 32 nghìn tỷ (-9% YoY), giảm 4% so với dự phóng lần trước. Sự thay đổi này do điều chỉnh doanh thu của NT2, phản ánh việc sụt giảm nhu cầu tiêu thụ do dịch Covid-19 và sản xuất bị trì hoãn vì bảo trì định kỳ. LNST sẽ đạt 2.7 nghìn tỷ (-7% YoY), tăng nhẹ 1% nhờ biên lợi nhuận được cải thiện.

Động lực tăng trưởng: (1) Nguồn cung cấp khí sẽ dần ổn định nhờ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt bắt đầu vận hành vào 2H20. Doanh thu và LNST của các nhà máy ở Nhơn Trạch (NT1, NT2) sẽ tăng trở lại trong 2H20 và 2021. (2) Với việc có danh mục các nhà máy điện có công suất lớn và chất lượng lớn ở các khu vực phát triển, POW đóng vai trò quan trọng trong việc đáp ứng nhu cầu tiêu thụ. (3) POW là nhà phát triển các nhà máy điện khí chính và sẽ được hưởng lợi khi Việt Nam bắt đầu chuyển sang nhập khẩu khí LNG (khí thiên nhiên hóa lỏng).

Định Giá & Khuyến Nghị: Sử dụng DCF, EV/EBITDA và P/E với mục tiêu lần lượt là 6.6x và 10.9x, giá mục tiêu của POW là 12,800 VND/cổ phiếu với khuyến nghị MUA với upside tương ứng là 27.4%.

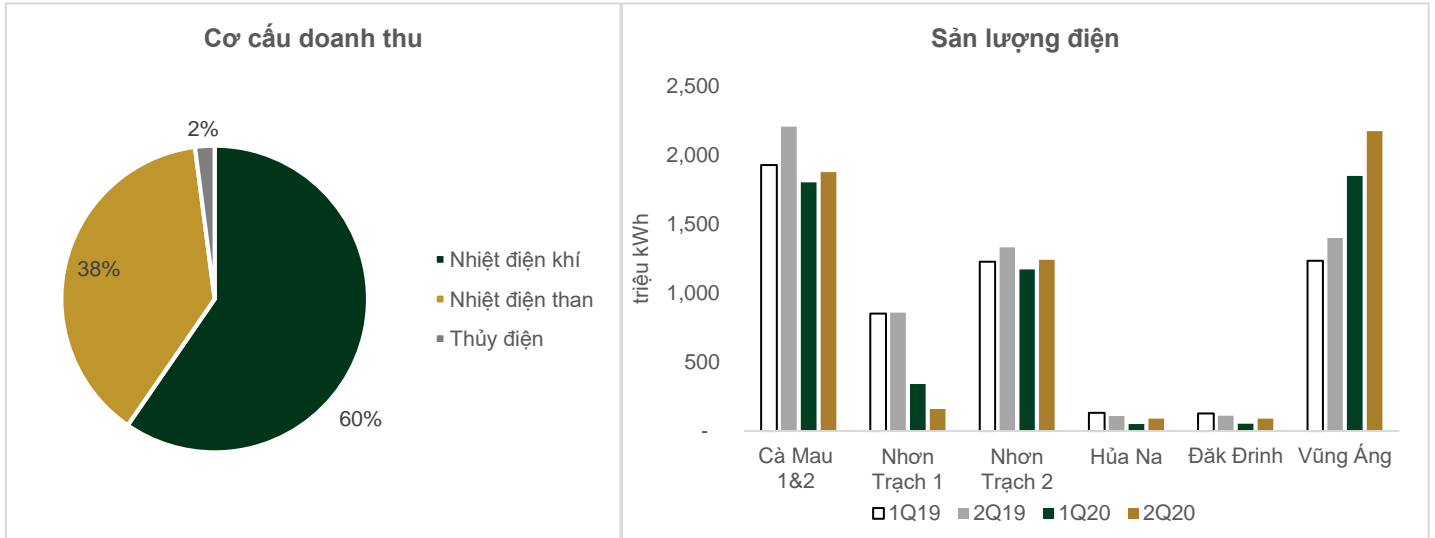
Rủi ro: (1) Biến động bất thường của nguyên liệu đầu vào là gas và than. (2) Vấn đề về kỹ thuật phát sinh ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh. (3) Vốn trong dài hạn để phát triển các dự án mới. (4) Đàm phán giá điện với EVN có thể có những điểm không thuận lợi cho POW.

Chỉ số tài chính

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	23,230	28,212	29,710	32,662	35,374	32,160
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	2,560	1,517	2,602	2,287	2,855	2,655
EPS (VND)	996	494	1,026	716	1028	971
Tăng trưởng EPS (%)	-40%	-50%	108%	-30%	44%	-6%
Giá trị sổ sách (VND)	12,091	12,307	12,732	11,450	12,601	13,557
P/E	-	-	-	20.09	13.89	13.18
P/B	-	-	-	1.26	1.13	0.94
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	0	0	0

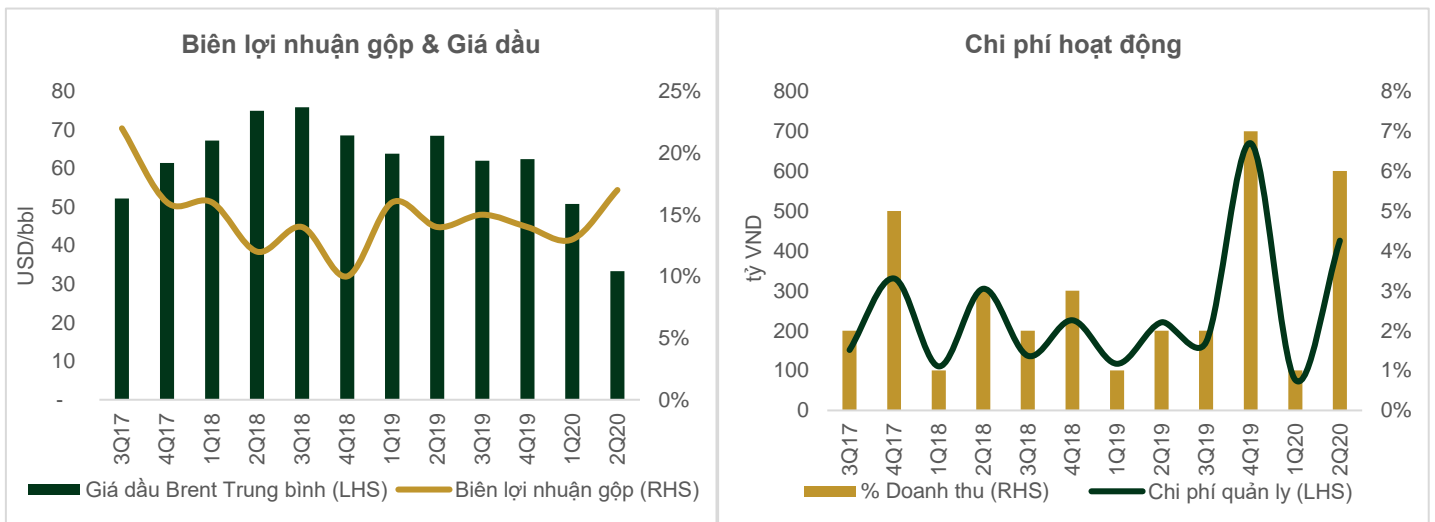
Cập Nhật KQKD

Trong 1H20, POW bán 11 tỷ kWh (-5% YoY) với doanh thu đạt 15.4 nghìn tỷ. Doanh thu từ sản xuất điện vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất, 98% trong tổng doanh thu. Doanh thu điện khí từ các nhà máy ở Nhơn Trạch và Cà Mau vẫn đóng góp tỷ trọng lớn nhất là 60% trong tổng doanh thu sản xuất điện. Chính vì vậy khi NT1 và NT2 hồi phục kết quả kinh doanh sẽ thúc đẩy kết quả của toàn công ty.



(Nguồn: POW, PHFM tổng hợp)

Vì giá bán của các nhà máy điện khí được tính dựa trên giá dầu (chi tiết tham khảo tại [Báo cáo ngành Điện](#)), giá dầu thấp trở thành trở ngại khi kéo giá PPA (Power Purchase Agreement) và giá CAN (Capacity Add-on) xuống. Tuy nhiên, giá dầu thấp cũng làm giảm giá vốn. Nhờ giá vốn thấp hơn đã làm tăng biên lợi nhuận cho các nhà máy điện khí khi bán trên thị trường điện giao ngay. Biên lợi nhuận tăng lên 17%, cao hơn biên lợi nhuận gộp của các quý trong năm 2019.



(Nguồn: Bloomberg, POW, PHFM tổng hợp)

Dự phòng cho khoản phải thu từ EPTC của nhà máy Cà Mau vẫn chưa thấy có tiến triển. Khoản dự phòng tăng thêm 220 tỷ VND trong 1H20, làm chi phí quản lý trong 2Q20 tăng 93% YoY. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng EPTC và POW có thể giải quyết khoản này trong lần đàm phán hợp đồng mua điện (PPA) tới.

Có 2 rủi ro gắn liền với lần đàm phán PPA sắp tới của Cà Mau mà nhà đầu tư nên chú ý. Đầu tiên, tỷ giá trong hợp đồng hiện tại chính là điểm vướng mắc chính giữa POW và EVN EPTC. Giá PPA trên hợp đồng được ghi dưới đồng USD; tuy nhiên, trong năm 2018, theo luật, giá phải chuyển sang tiền VND. EVN đề xuất tỷ giá chuyển đổi là 15,894 VND/USD (tỷ giá tại ngày ký kết) trong khi POW muốn dùng tỷ giá tại thời điểm thanh toán. Điều này làm tăng lên khoản phải thu và dự

phòng của công ty. Tiếp đến, chúng tôi cũng giả định rằng sẽ có thay đổi trong cơ chế giá PPA cho nhà máy Cà Mau. Sẽ có sự chuyển từ hợp đồng PPA đặc biệt (không có sản lượng cam kết) sang hợp đồng PPA thông thường với việc tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh CGM.

Nguồn Cung Khí

Sử dụng khí LNG (khí thiên nhiên hóa lỏng) đang là xu thế chung của thị trường năng lượng trên thế giới với nguồn cung khí dồi dào và là nguồn nguyên liệu sạch. Sản xuất điện hiện tại đang dùng nguồn cung khí nội địa với trung bình 3 tỷ m³/năm. Kết hợp việc sử dụng khí để sản xuất phân bón, tổng nhu cầu sử dụng khí là 10 tỷ m³/năm. Nhu cầu trong 2030 có thể tăng lên gấp đôi trong khi nguồn cung đang giảm dần, chỉ còn có 7 tỷ m³ trong năm 2025. Chính vì vậy mà Việt Nam bắt đầu xây dựng cơ sở hạ tầng để nhập khẩu LNG để đáp ứng nhu cầu.

PVGas đang được PVN giao triển khai các dự án nhập khẩu LNG – LNG Thị Vải (sức chứa 1 mmtpa – 3 mmtpa), LNG Sơn Mỹ (sức chứa 3.6 mmtpa – 10 mmtpa)... (mmtpa = triệu tấn hàng năm). Bên cạnh nguồn khí Sao Vàng – Đại Nguyệt sẽ cung cấp khí cho POW trong 1H20, LNG Thị Vải sẽ cung cấp đủ khí cho các dự án sắp tới của POW – NT3 và NT4. Chúng tôi tin rằng POW sẽ được hưởng lợi khi Việt Nam bắt đầu xu hướng nhập khẩu khí LNG.

Năng Lượng Tái Tạo

Bên cạnh việc tập trung vào nguồn năng lượng sạch như khí LNG, POW cũng có kế hoạch phát triển các nguồn năng lượng tái tạo (NLTT), đưa 1000 MW vào trong công suất lắp đặt cho đến năm 2035. Vào tháng 8/2020, POW có quyết định thành lập công ty trong lĩnh vực NLTT – PV Power REC. Công ty sẽ phát triển nguồn điện mặt trời áp mái trong giai đoạn đầu.

Định Giá

Trong 2020, chúng tôi dự phóng sản lượng của POW là 21.6 tỷ kWh (-4% YoY) do sự sụt giảm sản lượng từ việc thiếu hụt nguồn khí. Doanh thu ước đạt 32.2 nghìn tỷ (-9% YoY) và LNST đạt 2.7 nghìn tỷ (-7% YoY). EPS forward năm 2020 ước đạt 971 VND/cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng các phương pháp DCF, EV/EBITDA và P/E cùng với tỷ trọng như báo cáo lần trước để định giá. Giá mục tiêu của cổ phiếu là 12,800 VND/cổ phiếu. Chính vì vậy chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA cho cổ phiếu POW với upside tương ứng là 27.4%.

Phương pháp	Mục tiêu	Giá tính	Tỷ trọng
DCF		17,000	35%
EV/EBITDA	6.6x	10,900	35%
P/E	10.9x	10,600	30%
Giá mục tiêu			12,800

Bảng tính bằng phương pháp DCF

(tỷ VND)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	3,771	3,895	4,014	4,187	4,315
EBIT sau thuế	3,205	3,311	3,412	3,559	3,667
Thay đổi PPE	2,075	2,150	2,186	2,222	2,217
Thay đổi Vốn Lưu Động	875	(1,465)	(306)	(362)	(291)
FCF	6,163	3,998	5,293	5,419	5,594
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5

WACC					11%
Hệ số chiết khấu	0.90	0.81	0.73	0.66	0.60
PV of FCF	5,567	3,262	3,902	3,609	3,365
PV Giá trị cuối cùng (g= 1%)					19,705
Giá trị DN					36,702
Nợ					(17,013)
Tiền và tương đương tiền					1,506
Lợi ích cổ đông không kiểm soát					(2,623)
Giá trị vốn cổ phần					37,617
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)					2,342
Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)					17,000

Bảng tính bằng phương pháp EV/EBITDA (tỷ VND)

(tỷ VND)	
EV/LTM EBITDA Mục tiêu	6.6x
LTM EBITDA	6,579
EV	43,683
Nợ	(17,013)
Tiền & tương đương tiền	1,506
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(2,761)
Vốn hóa thị trường	25,415
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	2,342
Giá trị hợp lý	10,800

Rủi ro

- (1) Biến động bất thường của nguyên liệu đầu vào là gas và than
- (2) Vấn đề về kỹ thuật phát sinh ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh
- (3) Vốn trong dài hạn để phát triển các dự án mới
- (4) Đàm phán giá điện với EVN có thể có những điểm không thuận lợi cho POW

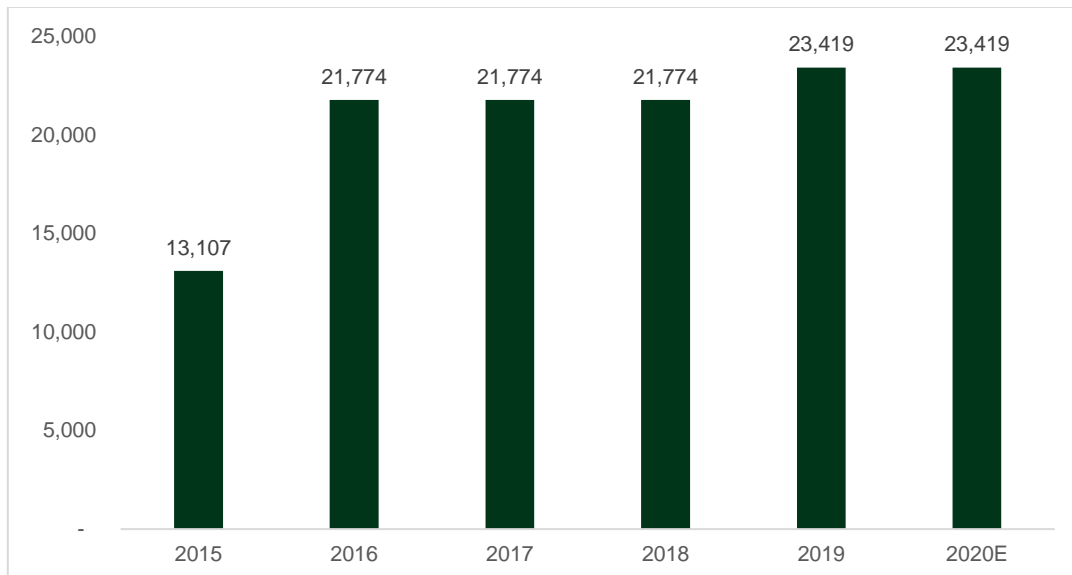
Sơ lược công ty

Tổng công ty Điện lực Dầu Khí Việt Nam (PV Power) được thành lập dưới hình thức Công ty TNHH Một thành viên năm 2007, sở hữu bởi tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN), nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia và đáp ứng nhu cầu năng lượng gia tăng trong nước. Hiện tại PV Power là nhà sản xuất điện lớn thứ hai trong nước với tổng công suất 4.2 GW. Phần lớn các nhà máy điện của PV Power là nhà máy nhiệt điện, bao gồm 2.7GW điện khí và 1.2GW điện than.

Năm 2018, Tổng công ty đã chính thức trở thành công ty đại chúng theo Công văn số 5712/UBCK-GSĐC của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước về việc đăng ký Công ty đại chúng của Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam - Công ty cổ phần.



Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



(Nguồn: POW, PHFM dự phóng)

Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh thu thuần	23,230	28,212	29,710	32,662	35,374	32,160
Giá vốn hàng bán	(18,002)	(24,429)	(24,787)	(28,186)	(30,237)	(27,742)
Lợi nhuận gộp	5,228	3,783	4,923	4,477	5,138	4,418
Chi phí bán hàng	(17)	(17)	(16)	(20)	(27)	(25)
Chi phí QLDN	(991)	(739)	(799)	(773)	(1,176)	(623)
Lợi nhuận từ HĐKD	4,220	3,027	4,107	3,683	3,934	3,771
Lợi nhuận tài chính	523	459	414	516	453	462
Chi phí lãi vay	(1,699)	(1,798)	(1,806)	(1,779)	(1,324)	(1,153)
Lợi nhuận trước thuế	3,003	1,696	2,733	2,492	3,165	3,124
Lợi nhuận sau thuế	2,560	1,517	2,602	2,287	2,855	2,655
LNST của cổ đông Công ty	2,169	1,075	2,233	1,921	2,510	2,275
Cân đối kế toán	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Tài Sản Ngắn Hạn	16,016	18,519	13,778	15,251	16,075	17,462
Tiền và tương đương tiền	6,073	4,671	2,266	3,185	5,083	4,621
Đầu tư tài chính ngắn hạn	150	60	1,039	176	658	5,602
Phải thu ngắn hạn	4,384	9,649	6,286	7,073	8,281	6,164
Hàng tồn kho	3,701	3,347	3,533	4,187	1,428	5,127
Tài sản ngắn hạn khác	1,709	792	653	631	626	(4,053)
Tài Sản Dài Hạn	55,267	51,214	46,805	42,860	39,621	37,350
Phải thu dài hạn	329	164	-	1	1	1
Tài sản cố định	51,115	48,068	43,991	40,177	37,320	35,146
Bất động sản đầu tư	4	0	0	0	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	565	281	290	378	217	316
Đầu tư tài chính dài hạn	781	931	957	937	983	893
Tài sản dài hạn khác	2,436	1,768	1,543	1,351	1,091	992
Lợi thế thương mại	37	-	23	16	9	2
Tổng cộng tài sản	71,283	69,732	60,583	58,111	55,696	54,812
Nợ phải trả	44,956	42,935	32,859	31,296	26,186	23,148
Nợ ngắn hạn	17,043	18,078	13,868	17,571	17,064	16,119
Nợ dài hạn	27,913	24,858	18,991	13,725	9,123	7,030
Vốn chủ sở hữu	26,327	26,797	27,724	26,815	29,509	31,748
Vốn điều lệ	21,774	21,774	21,774	23,419	23,419	23,419
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,697	2,741	2,822	2,309	2,623	2,604
Tổng nguồn vốn	71,283	69,732	60,583	58,111	55,696	54,896

Lưu chuyển tiền tệ	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	5,042	7,514	7,973	7,524	7,884	6,603
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	4,405	(1,376)	(1,059)	1,555	(422)	(1,313)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(8,892)	(3,776)	(7,458)	(5,633)	(3,003)	(4,996)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	555	(1,402)	(2,404)	919	1,898	(377)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	5,518	6,073	4,671	2,266	3,185	5,083
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	6,073	4,671	2,266	3,185	5,083	4,706
Chỉ số tài chính (%)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Tăng trưởng						
Doanh thu	-5%	21%	5%	10%	8%	-9%
Lợi nhuận sau thuế	-7%	-41%	71%	-12%	25%	-7%
Tổng tài sản	45%	-2%	-13%	-4%	-4%	-2%
Tổng vốn chủ sở hữu	50%	2%	3%	-3%	10%	8%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	23%	13%	17%	14%	15%	14%
Tỷ suất EBIT	18%	11%	14%	11%	11%	12%
Tỷ suất EBITDA	30%	26%	28%	23%	20%	20%
Tỷ suất lãi ròng	11%	5%	9%	7%	8%	8%
ROA	4%	2%	4%	4%	5%	5%
ROE	10%	6%	9%	9%	10%	8%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	73	91	98	75	79	76
Vòng quay hàng tồn kho	149	105	101	100	68	68
Vòng quay khoản phải trả	101	83	82	69	67	72
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	1.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	0.8	0.7	0.6	0.9	0.8
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
Tổng vay/Vốn chủ sở hữu	1.7	1.6	1.2	1.2	0.9	0.7
Vay ngắn hạn/VCSH	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
Vay dài hạn/VCSH	1.0	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2

Nguồn: PHFM

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Hoàn Niên, chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (84-24) 6 250 9999

Fax: (84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor, Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (84-24) 3 933 4566

Fax: (84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801