

Mua

Tổng công ty điện lực dầu khí Việt Nam

BSC

Khuyến nghị

Giá mục tiêu (VND)	19,963
Giá niêm yết (VND)	14,900
Upside	34%

Cơ cấu cổ phần hóa (%)

IPO	20%
ĐT chiến lược	15.13%
Nhà nước	51%
CBCNV	0.118%
Chiến lược	28.882%

Kết quả đấu giá IPO

Tỷ lệ bán thành công	100%
Giá đấu thành công TB	14,938
Tỷ lệ sở hữu NN hiện tại	12%

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng công suất lên tới 4.2 GW và chiếm khoảng 10% công suất sản xuất điện của cả nước. Trong cơ cấu sản xuất của PV Power, điện tuabin khí chiếm khoảng 64%, nhiệt điện than chiếm 28.5% và còn lại là thủy điện. Tổng sản lượng điện sản xuất năm 2016 đạt khoảng 21,676 triệu kWh, trong đó các nhà máy đóng góp lớn nhất là Vũng Áng, Cà Mau và Nhơn Trạch 2 (NT2)

Chuyên viên phân tích

Chu Tuấn Phong

phongct@bsc.com.vn

DÒNG ĐIỆN THẮP SÁNG NIỀM TIN

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị Mua PVPower với giá mục tiêu **19,963 đồng/cp**, định giá theo phương pháp EV/EBITDA.

Năm 2018 chúng tôi dự báo PVPower ghi nhận doanh thu, LNST lần lượt là 29,793 tỷ và 2,384 tỷ (xấp xỉ năm 2017), EBITDA 8,411 tỷ.

PVPower là doanh nghiệp phát điện với công suất lớn đứng top đầu cả nước với lợi thế lớn nhờ các nhà máy nhiệt điện khí đóng ở khu có phụ tải cao nhất cả nước. Danh mục quản lý điện đa dạng gồm cả nhiệt điện than, khí và thủy điện

Luận điểm đầu tư chính và rủi ro:

- (1) Nhà máy Vũng Áng 1 hoạt động ổn định sau 3 năm dưới quản lý của PVPower. Đồng thời VA1 có lịch trả nợ USD nhanh và đúng hạn. Chúng tôi lưu ý trong năm 2018, VA1 sẽ có trung tu làm tăng chi phí bảo dưỡng sửa chữa.
- (2) Cà Mau 1&2 hết khấu hao vào năm 2020, trong khi đó HĐ mua bán điện vẫn được giữ nguyên tới năm 2028. Dự tính chi phí khấu hao năm 2018 là 1,065 tỷ, giảm còn 927 tỷ năm 2019 và không còn năm 2020
- (3) Các nhà máy NT1, NT2 và thủy điện tiếp tục hoạt động ổn định. Chúng tôi lưu ý từ năm 2022 trở đi, giá khí đầu vào cho 2 nhà máy này có thể tăng mạnh do phải mua khí ở các mỏ có chi phí khai thác cao.

	2014	2015	2016	2017	2018F
DTT	24,356	23,231	28,030	30,987	29,793
TTS	49,179	70,713	69,732	65,005	61,479
Equity	13,107	26,326	26,796	27,655	28,747
Gross profit	3,738	5,169	4,252	4,515	4,330
EAT	2,808	1,483	1,989	2,477	2,384
Gross Margin	15%	22%	15%	15%	15%
ROA	6%	2%	3%	4%	4%
ROE	21%	6%	7%	9%	8%
EPS	1,536	451	645	747	719
BVPS	10,000	12,091	12,306	11,809	12,275

Nguồn: BSC research

Điểm nhấn Đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu PVPower với giá mục tiêu 12 tháng tới là 19,963 đồng/cp, upside 34% so với giá trung đầu giá trung bình, dựa trên các luận điểm sau:

Hoạt động SXKD

- **Cầu nguồn điện vẫn cao hơn cung trong thời gian tới**, đặc biệt là tại khu vực phía Nam (vị trí các nhà máy nhiệt điện khí của PVpower). Khu vực này ước tính tiêu thụ khoảng 113 triệu kWh vào năm 2020 tương ứng với CAGR giai đoạn 2015-2020 là 22.6%, trong khi đó nguồn cung điện chỉ tăng 15.3%
- **Hoạt động ổn định tại nhà máy Vũng Áng 1 sẽ giúp PVPower cải thiện tốt KQKD**. Do mới chỉ nhận quản lý vận hành VA1 từ năm 2015, VA1 đã xảy ra một số sự cố kỹ thuật làm giảm mạnh lượng điện sản xuất. Chúng tôi đánh giá VA1 (với công suất 1,200 MW, chiếm gần 30% công suất của PVPower) sẽ là điểm chính cải thiện LN trong thời gian tới nhờ: (1) trả nợ gốc USD nhanh và đúng hạn. (2) Duy trì hoạt động sản xuất đều và ổn định nhờ tích lũy kinh nghiệm quản lý trong 3 năm qua.
- **Cà Mau 1&2 dự tính hết khấu hao 2020, hợp đồng mua bán điện không đổi**. Do đặc thù vận hành và ý nghĩa an ninh năng lượng, CM 1&2 được hưởng qui chế đặc thù, đến năm 2020 khi hết khấu hao, BLNG sẽ có sự cải thiện mạnh
- **Các nhà máy nhiệt điện khí NT1, NT2 và thủy điện**: tiếp tục hoạt động ổn định trong trung hạn. Mối lo ngại lớn nhất là sự tăng lên của giá khí đầu vào, đặc biệt từ năm 2022.

Hiệu quả hoạt động

- **Các chỉ số đo hiệu quả sản xuất ở mức tốt**. Trong 4 năm gần đây nhất, chỉ số ROE đều ở mức trên 5%. Đặc biệt năm 2017 nhờ nhà máy Vũng Áng 1 hoạt động ổn định và tỷ giá USD/VND không có nhiều biến động lớn giúp cho ROE đạt xấp xỉ 10%.
- **Tỷ trọng nợ dài hạn/TTS giảm dần** từ 53% năm 2013 xuống còn 36% năm 2017

Dự báo KQKD

- Năm 2018, chúng tôi dự báo PVPower ghi nhận doanh thu hợp nhất 29,973 tỷ gần tương đương so với năm 2017, LNST ước đạt 2,384 tỷ, tương ứng với EPS 2018 đạt 719 đồng/cp, EBITDA đạt 8,411 tỷ đồng
- **Rủi ro đầu tư**. (1) Giá khí đầu vào tăng (2) Biến động tỷ giá USD/VND và EUR/VND; (3) QC giảm khoảng 10% năm 2018

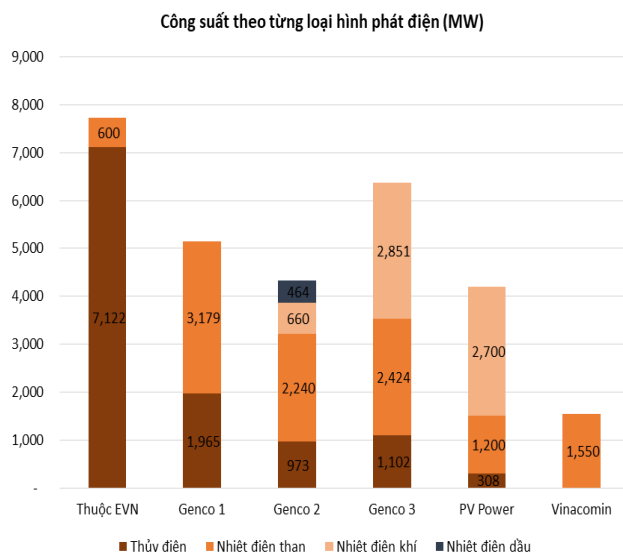
Tổng quan doanh nghiệp

PV Power là công ty sản xuất điện đứng top đầu cả nước với tổng công suất lên tới 4.2 GW và chiếm khoảng 10% công suất sản xuất điện của cả nước. Trong cơ cấu sản xuất của PV Power, điện tuabin khí chiếm khoảng 64%, nhiệt điện than chiếm 28.5% và còn lại là thủy điện. Tổng sản lượng điện sản xuất năm 2016 đạt khoảng 21,676 triệu kWh, trong đó các nhà máy đóng góp lớn nhất là Vũng Áng, Cà Mau và Nhơn Trạch 2 (NT2).

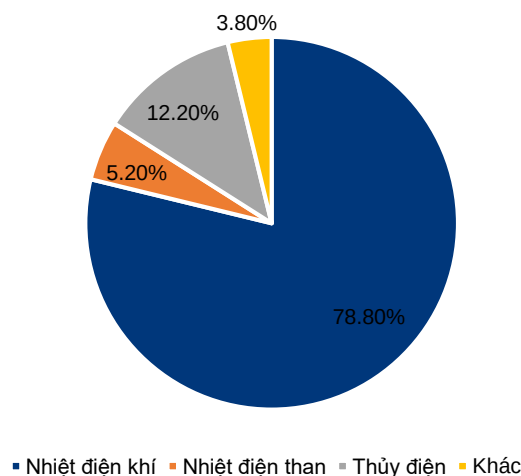
Nhà máy	Loại hình	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Suất ĐT/MW (tỷ đồng)	Năm phát điện	Tỷ lệ sở hữu
Vũng Áng 1	Nhiệt điện	1,200	23,739	23.95	2015	100%
Cà Mau 1	Nhiệt điện khí	750	6,874	9.17	2008	100%
Cà Mau 2		750	6,825	9.10	2009	100%
Nhơn Trạch 1		450	6,451	14.34	2009	100%
Nhơn Trạch 2		750	11,448	15.26	2011	60%
Hỏa Na	Thủy điện	180	5,964	33.13	2013	84%
DakDrinh		125	4,911	39.29	2014	95%
Nậm Cắt		3			2012	96%

Nguồn: PVPower.

Tỷ trọng doanh thu từ nhiệt điện khí chiếm lớn nhất, khoảng 76% trong năm 2016, còn lại khoảng 34% đến từ nhiệt điện than, thủy điện và các dịch vụ khác như dịch vụ phụ trợ ngành dầu khí, than,...



Cơ cấu LNG 2016 của POW

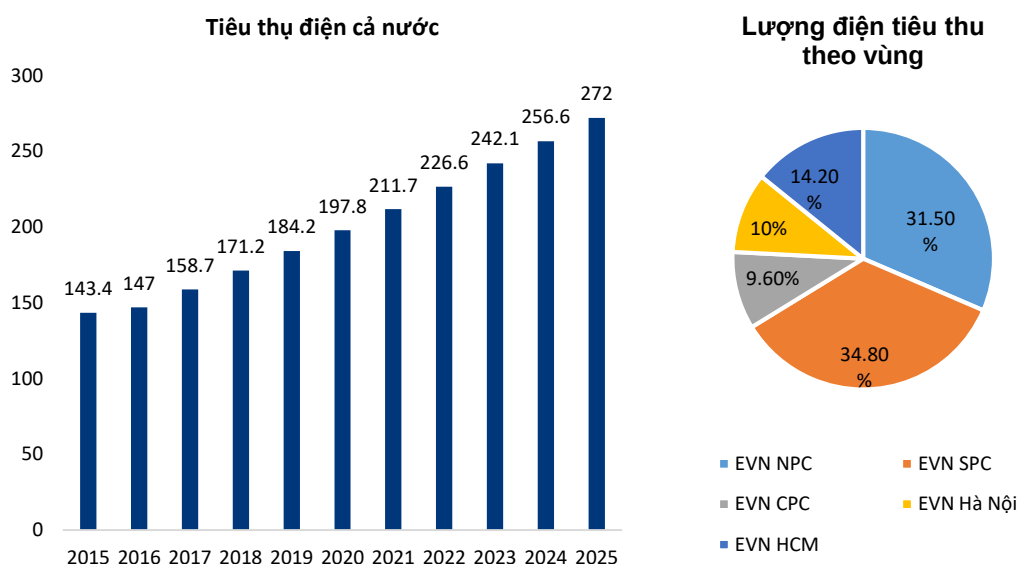


Nguồn: PVPower

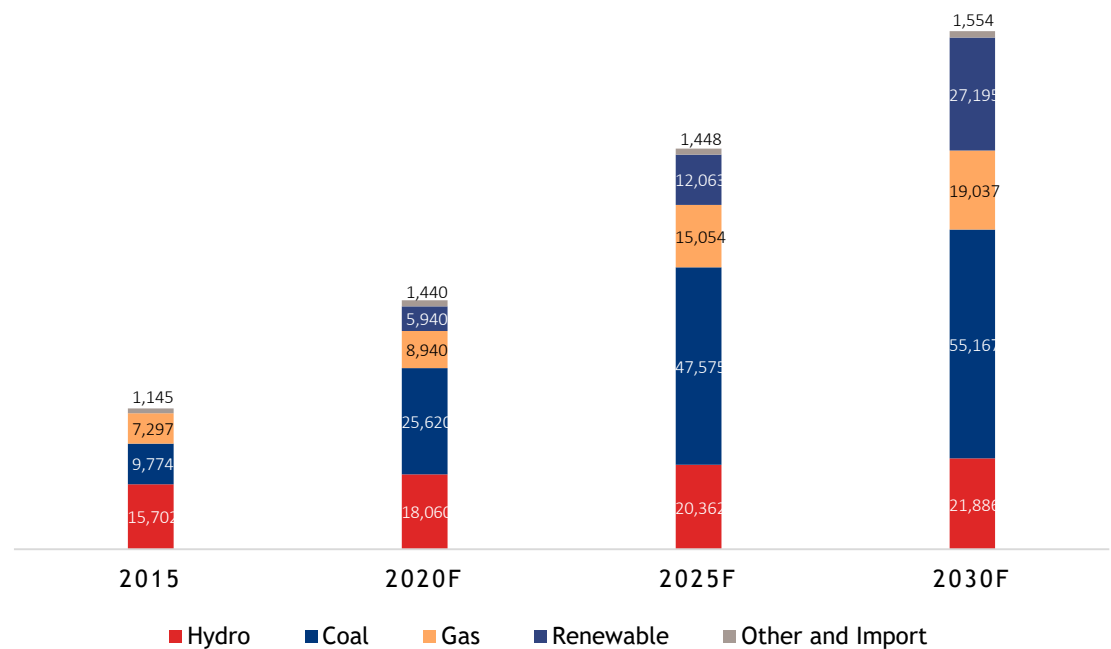
Điểm nhấn đầu tư

Điểm nhấn 1: Nhu cầu điện sẽ tiếp tục tăng, đặc biệt là ở khu vực phía Nam, trong khi nguồn cung vẫn thiếu hụt.

Theo EVN, tiêu thụ ròng của Việt Nam sẽ đạt 197 triệu kWh vào năm 2020, tương đương với CAGR giai đoạn 2015-2020 khoảng 8.3%. Ở khu vực phía Nam, sản lượng điện tiêu thụ vào năm 2015 tại các tỉnh chính là HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Bà Rịa Vũng Tàu chỉ đạt 49.9 triệu kWh, chiếm khoảng 34.8% tổng nhu cầu cả nước. Riêng thành phố Hồ Chí Minh lượng tiêu thụ điện chiếm khoảng 14.2% tổng nhu cầu. Khu vực này ước tính tiêu thụ khoảng 113 triệu kWh vào năm 2020 tương ứng với CAGR giai đoạn 2015-2020 là 22.6%. Dự báo tăng trưởng mạnh này được kỳ vọng nhờ nguồn vốn FDI lớn đổ vào khu vực Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu, nơi tập trung nhiều các khu công nghiệp lớn.

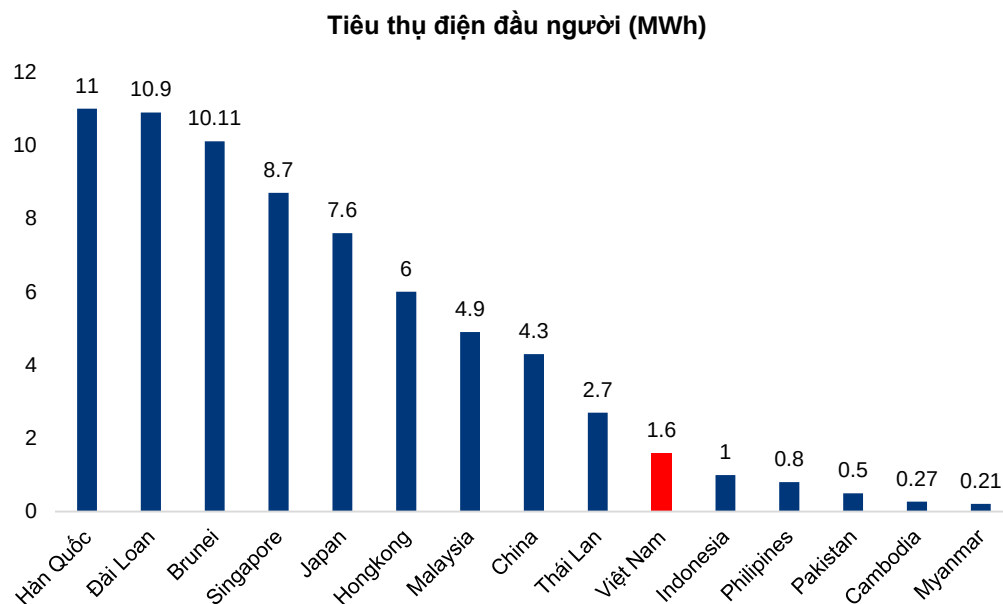


Trong khi đó, tổng công suất lắp đặt chỉ đạt mức tăng trưởng là 15.3% trong giai đoạn 2015-2020 từ 33,918 MW lên 60,000 MW.



Nguồn: MOIT, master plan 7

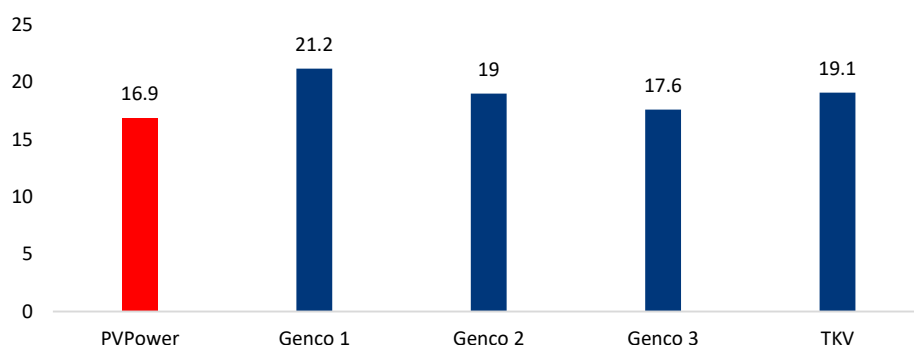
Thêm vào đó, so với các nước trong khu vực, tiêu thụ điện/ đầu người vẫn còn rất thấp, cho thấy tiềm năng tăng trưởng về cầu nguồn điện còn rất lớn.



Điểm nhấn 2: PVPower là một trong những công ty phát điện với suất đầu tư / MW thấp nhất và có các hợp đồng PPA kí dài hạn

Trong các công ty có công suất phát điện lớn nhất cả nước, PVPower có chi phí đầu tư trên mỗi MW thấp nhất. Lý do chính là cơ cấu nhiệt điện khí chiếm tỷ trọng cao trong danh mục nhà máy điện PVPower sở hữu. So sánh với các nhà máy khác như Genco 1,2,3 và TKV, chi phí đầu tư trên mỗi MW thấp sẽ tạo lợi thế cạnh tranh lớn khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh và thị trường bán buôn điện cạnh tranh- wholesale Competitive Market (WCM)

So sánh suất đầu tư các nhà máy nhiệt điện (tỷ/MW)



Nguồn: BSC tổng hợp.

Thêm vào đó PVPower được hưởng lợi từ nguồn cầu ổn định nhờ các hợp đồng PPA dài hạn đã kí của các nhà máy vì vậy các nhà máy về trung hạn trở đi không quá lo ngại về đầu ra. Trong các năm quá khứ, các nhà máy nhiệt điện khí bán khoảng 20% bán trên CGM, với các nhà máy điện than và thủy điện lần lượt là 10% và 30%. Còn lại là bán trong PPA.

Tên nhà máy	Năm hết hạn PPA
DakDrinh	2024
Nam Cat	2032
Hua Na	2023
Ca Mau	2028
Vung Ang	2025
Nhon Trach 2	2021
Nhon Trach 1	2019

Nguồn: PVPower

Điểm nhấn 3: Vũng Áng 1 là điểm mấu chốt ảnh hưởng tới tăng trưởng của PVPower trong 2-3 năm tới.

Tổng công ty điện lực dầu khí Việt Nam

Vào tháng 11/2015, tổ máy số 1 xảy ra sự cố nứt trục roto nên phải ngừng để sửa chữa và chỉ hoàn thành vào khoảng tháng 4/2017. Đây là nguyên nhân chính khiến năm 2016, Vũng Áng 1 ghi nhận lỗ 837 tỷ. Tuy nhiên hiện tại cả 2 tổ máy của Vũng Áng 1 đã hoạt động bình thường. Năm 2017, Vũng Áng 1 đạt sản lượng điện thương phẩm là 4.39 tỷ kWh, QC= 6.2 tỷ kWh và ghi nhận 7,723 tỷ DT, 968 tỷ Lntt (tăng mạnh so với năm 2016). Trong thời gian trung hạn, một số điểm đáng chú ý với Vũng Áng 1: (1) PVPower mới nhận quản lý Vũng Áng 1 từ năm 2015, vì vậy sau 3 năm, chúng tôi nhận định PVPower có thể vận hành an toàn và hiệu quả nhà máy. (2) Vũng Áng 1 trả nợ USD nhanh và đúng hạn. Tại ngày 31/12/2017, VA1 có dư nợ USD 505.19 triệu, trả nợ gốc USD 129.11 triệu hàng năm. Vì vậy chỉ đến khoảng năm 2021, Vũng Áng sẽ hết dư nợ USD.

Rủi ro: Trong năm 2018, Vũng Áng 1 trung tu nhà máy làm chi phí sửa chữa tăng mạnh so với năm 2017. Vì vậy chúng tôi cho rằng VA1 khó duy trì kết quả LNTT cao như năm 2017.

Điểm nhấn 4: Giảm mạnh chi phí khấu hao tại Cà Mau 1&2.

Cà Mau 1&2 là 2 nhà máy có ý nghĩa đảm bảo an ninh quốc phòng năng lượng, vì vậy hợp đồng mua bán điện có tính đặc thù riêng (doanh thu tính theo giá công suất) và không tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Hợp đồng bán điện hết hạn năm 2028 (thời hạn 20 năm), trong khi đó Cà Mau 1&2 sẽ hết khấu hao vào năm 2020. Giá bán điện được giữ nguyên mà không phải đàm phán lại khi nhà máy hết khấu hao.

Điểm nhấn 5: Công suất tăng mạnh trong dài hạn.

Trong trung hạn, công suất của PVPower sẽ tăng lên đáng kể khi 2 nhà máy nhiệt điện khí là Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 đi vào vận hành. Theo dự kiến, 2 nhà máy này sẽ đi vào vận hành năm 2021-2022 và công suất tăng thêm 1,500 MW.

Ngoài ra PVPower có thể nhận chuyển nhượng vận hành 1 số dự án của PVN. Tổng công suất tăng thêm có thể lên tới 11,400 MW.

Tên nhà máy	Công suất	Năm hoạt động	Nhà máy
Nhiệt điện Thái Bình 2	1,200	2019	Nhiệt điện than
Nhiệt điện Long Phú 1	1,200	2019-2020	Nhiệt điện than
Nhiệt điện Sông Hậu 1	1,200	2019-2020	Nhiệt điện than
Nhiệt điện Long Phú 3	1,800	2023-2024	Nhiệt điện than
Nhiệt điện Kiên Giang 1	750	2022	Nhiệt điện khí
Nhiệt điện Kiên Giang 2	750	2023	Nhiệt điện khí
Nhiệt điện Miền Trung 1&2	2,250	2025	Nhiệt điện khí
Nhiệt điện Sơn Mỹ 1	750	2024-2025	Nhiệt điện khí
Nhiệt điện Sơn Mỹ 2	750	2024-2025	Nhiệt điện khí
Nhiệt điện Sơn Mỹ 3	750	2024-2025	Nhiệt điện khí
Tổng	11,400		

Nguồn: PVpower, BSC tổng hợp.

Rủi ro đầu tư

Giá khí đầu vào tăng. Chi phí nguyên vật liệu chiếm trên 70% giá vốn hàng bán của PVPower, trong đó 80% là giá đầu vào khí. Do đó tăng giá khí sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của PVP (mặc dù giá đầu vào sẽ vượt qua mức giá bán cho EVN). Năm 2018, chúng tôi dự báo giá khí đốt có thể tăng 10%, đạt 6.556 usd / triệu BTU, giá than cho Vũng Áng 1 tăng 6% đạt 1.761 triệu đồng / tấn.

Từ năm 2021 trở đi, giá khí đầu vào của Cà Mau 1&2 có thể tăng mạnh lên mức 105% MFO (hiện tại là 46% MFO). Thêm vào đó giá khí cho các nhà máy NT1 và NT2 cũng có thể tăng dần do phải mua khí từ các mỏ với chi phí khác thóc cao.

Biến động tỷ giá. Tính đến ngày 30/6/2017 PVPower có khoản nợ USD là 890 triệu và nợ EUR 72 triệu. Như vậy, sự biến động của EURVND và USDEVND sẽ có ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh của PVPower. Chúng tôi ước tính tăng 1% trong USDEVND sẽ mang lại 173 tỷ lỗ và 1% trong EURVND đem lại 16 tỷ đồng lỗ cho lợi nhuận cuối cùng của PVP .

QC năm 2018 giảm tại các nhà máy. Năm 2018, QC giao tại các nhà máy của PVPower nói riêng và các nhà máy nhiệt điện than khí nói chung đều giảm khoảng 10% so với năm 2017.

Tài chính doanh nghiệp

	2013	2014	2015	2016	2017
Chỉ số hoạt động					
Doanh thu thuần	23,380	24,356	23,231	28,030	30,742
Tăng trưởng		4%	-5%	21%	10%
NPAT (bil đ)	584	2,808	1,483	1,496	2,303
Tăng trưởng		380%	-47%	1%	54%
EPS (đ/share)	401	1,536	451	441	680
Biên LN gộp	12%	15%	22%	13%	15%
ROS	2.50%	11.53%	6.38%	5.34%	7.49%
ROE	4.46%	21.42%	5.63%	5.58%	9.52%
ROA	1.14%	5.71%	2.10%	2.15%	3.36%
Chất lượng tài sản					
BVPS(đ/share)	8,168	6,607	10,000	10,000	8,505
TTS	49,426	46,364	73,279	69,731	68,547
VCSH	13,107	13,107	26,326	26,796	24,200
Sức khỏe tài chính					
Nợ/VCSH	0.69	0.62	0.58	0.62	0.65
Nợ dài hạn/TTS	53%	42%	37%	35%	36%
Thanh toán nhanh	1.59	1.25	0.80	0.84	0.94
Thanh toán hiện thời	1.94	1.65	1.05	1.02	1.12
Chỉ số hoạt động					

Tổng công ty điện lực dầu khí Việt Nam

Ngày phải thu	86.96	83.32	91.88	133.21	133.21
Ngày hàng tồn kho	47.64	64.35	74.79	50.33	50.33
Ngày phải trả	69.02	81.06	136.30	158.74	156.81

Nguồn: PVPower, BSC

Doanh thu biến động cùng chiều cùng với giá khí đầu vào. Theo quy định của chính phủ, từ 1/4/2014 giá mua khí trên bao tiêu mỏ Cửu Long và Nam Côn Sơn được tính bằng 70% giá thị trường (tính bằng 46% MFO+ chi phí vận chuyển), từ 1/7/2014 tính bằng 80% giá thị trường, 1/10/2014 bằng 90% giá thị trường và từ đầu năm 2015 bằng 100% giá thị trường. Do đó đến thời điểm hiện tại, giá khí bán cho điện trên bao tiêu tại mỏ Cửu Long và Nam Côn Sơn và giá khí bán cho điện tại mỏ PM3 sẽ biến động cùng với giá dầu. Đồng thời, giá khí đầu vào được tính vào giá bán trong hợp đồng PPA với EVN, vì vậy khi giá khí (và than) tăng cao thì doanh thu của Pvpower cũng tăng theo.

Trong năm 2016, do 2 tổ máy tại nhà máy Vũng Áng 1 (công suất 1,200 mw) ngừng hoạt động do lỗi vận hành vì vậy công suất phát điện của nhà máy này chỉ đạt khoảng 59% so với kế hoạch. Đến năm 2017, nhà máy này đã vận hành ổn định, nhờ vậy doanh thu có sự tăng trưởng nhẹ 10%.

Các chỉ số đo hiệu quả hoạt động ở mức rất tích cực. Trong 4 năm gần đây nhất, chỉ số ROE đều ở mức trên 5%. Đặc biệt năm 2017 nhờ nhà máy Vũng Áng 1 hoạt động ổn định và tỷ giá USDEVND không có nhiều biến động lớn giúp cho ROE đạt xấp xỉ 10%. Vì vậy PVPower là một trong số ít những doanh nghiệp nhà nước đủ tiêu chuẩn niêm yết ngay lên sàn Hose ngay sau cổ phần hóa.

Tỷ trọng nợ dài hạn giảm dần, từ 53% năm 2013 xuống còn 36% năm 2017. Giống với đặc thù các doanh nghiệp ngành điện, vốn vay ban đầu lớn đầu tư cho việc xây dựng nhà máy và giảm dần khi đi vào hoạt động và ít phát sinh các khoản đầu tư lớn thêm mới. Vì vậy tỷ trọng nợ dài hạn giảm dần qua các năm là điều dễ hiểu. Tuy vậy, vấn đề lớn nhất với PVPower là các khoản vay này phần lớn là vay USD và EUR vì vậy PVPower phải chịu rủi ro tỷ giá khá lớn (như chúng tôi đã đề cập trong phần rủi ro).

Thanh toán nhanh và hiện thời giảm và ở mức dưới 1 trong 3 năm gần đây. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính là do từ năm 2015, PVPower bắt đầu quản lý vận hành nhà máy Vũng Áng 1 và ghi nhận lỗ cao trong 2 năm 2015-2016. Từ năm 2017, nhờ VA1 hoạt động ổn định, chỉ số thanh toán đã dần hồi phục về mức gần 1.

Dự báo kết quả kinh doanh và định giá

Năm 2018, chúng tôi dự báo PVPower ghi nhận doanh thu hợp nhất 29,973 tỷ gần tương đương so với năm 2017, LNST ước đạt 2,384 tỷ, tương ứng với EPS 2018 đạt 719 đồng/cp, EBITDA đạt 8,411 tỷ đồng. Dự báo của chúng tôi dựa trên 1 số giả định chính sau:

- Sản lượng QC của các nhà máy nhiệt điện giảm trung bình khoảng 10% so với năm 2017, vì vậy các nhà máy NT1, NT2 sẽ tăng tỉ trọng bán điện thương phẩm trên thị trường cạnh tranh.
- Giá khí đầu vào của NT1 và NT2 dự báo tăng 10% so với năm 2017, sau đó tiếp tục tăng khoảng 5% vào các năm tiếp theo. Trong khi đó giá khí của Cà Mau 1&2 sẽ ở mức là 4.61USD/mil BTU (xấp xỉ tương đương năm 2017).
- Tỷ giá USD/VND và EUR/VND đều tăng 2% so với thời điểm cuối năm 2017

Vol sales	2015	2016	2017	2018	2019
Ca Mau 1&2	7,900	8,176	7,525	7,820	7,773
Utilization rate	110%	114%	105%	109%	108%
Nhon Trach 1	3,314	3,562	2,633	3,014	3,014
Utilization rate	113%	122%	90%	103%	103%
Nhon Trach 2	5,499	5,223	4,337	4,528	4,528
Utilization rate	85%	107%	89%	90%	90%
Vung Ang 1	0	3,184	4,300	5,616	5,616
Utilization rate	0%	44%	60%	78%	78%
Revenue	20,745,868	25,171,163	30,987,000	29,792,633	30,942,114
Ca Mau 1&2	9,010,000	7,611,661	7,783,944	8,112,142	8,520,124
% total sales	43%	30%	25%	27%	28%
Nhon Trach 1	5,125,000	5,278,000	3,706,798	4,574,589	4,814,480
% total sales	25%	21%	12%	15%	16%
Nhon Trach 2	5,970,260	6,003,000	6,761,129	7,072,944	7,375,844
% total sales	29%	24%	22%	24%	24%
Vung Ang 1	-	5,291,776	7,374,031	8,760,712	8,959,421
		21%	24%	29%	29%
Gross Profit		4,252,086	4,515,412	4,330,008	4,582,267
Ca Mau 1&2	-	856,493	708,409	729,343	909,630
GPM	0%	11%	9%	9%	11%
Nhon Trach 1	1,701,000	695,000	245,380	450,443	395,985
GPM	33%	13%	7%	10%	8%
Nhon Trach 2	1,641,773	1,351,462	1,392,688	1,005,166	957,221
GPM	27%	23%	21%	14%	13%
Vung Ang 1	-	898,948	1,562,987	1,527,437	1,655,951
GPM	0%	83%	21%	17%	18%

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá EV/EBITDA để xác định giá trị hợp lý 1 cổ phiếu của PVPower.

Qua số liệu so sánh EV/EBITDA với các nhà máy trong khu vực, chúng tôi chọn mức EV/EBITDA năm 2018=8x. Năm 2018, PVPower ghi nhận EBITDA là 8,411 tỷ đồng. Vì vậy giá trị hợp lý 1 cổ phiếu PVPower ước tính là **19,963 đồng/cp**, upside 34% so với giá trúng đấu giá trung bình.

Bảng số liệu so sánh các nhà máy trong khu vực.

Ticker	Short Name	Market Cap	D/E	ROA LF	ROE LF	P/E	EV/EBITDA T12M	P/B
NTPC IN Equity	NTPC LTD	22,292,850,688	108.67	4.53	11.32	13.26	11.50	1.45
PWGR IN Equity	POWER GRID CORP	16,056,233,984	238.62	3.97	15.88	13.71	9.66	2.05
MER PM Equity	MANILA ELECTRIC	7,331,334,144	56.14	6.57	27.83	19.25	10.77	5.29
600027 CH Equity	HUADIAN POWER-A	5,370,897,920	217.58	0.23	1.13	50.90	10.36	0.58
RECL IN Equity	REC LIMITED	4,835,674,624	444.87	3.03	20.18	4.87	4.84	0.91
TPWR IN Equity	TATA POWER CO	3,902,961,408	322.25	0.98	4.80	39.36	11.72	1.88
NLC IN Equity	NLC INDIA LTD	2,747,821,056	67.71	7.75	19.65	5.39	6.19	1.35
JSW IN Equity	JSW ENERGY LTD	2,353,748,992	138.36	2.20	6.27	22.98	8.55	1.40
CESC IN Equity	CESC LTD	2,300,839,680	132.11	1.85	6.51	21.32	9.23	1.45
TPW IN Equity	TORRENT POWER LT	2,277,651,456	127.05	2.12	6.42	34.22	9.12	2.13
RPWR IN Equity	RELIANCE POWER	2,146,810,752	140.09	1.72	5.31	12.18	9.04	0.63
RELI IN Equity	RELIANCE INFRAST	2,131,452,544	103.51	1.43	6.33	8.92	8.55	0.57
KEL PA Equity	K-ELECTRIC LTD	1,626,480,768	34.43	9.23	22.66	5.52	5.26	1.12
MLK MK Equity	MALAKOFF CORP BH	1,199,769,600	226.84	1.18	5.69	13.25	5.69	0.69
FGEN PM Equity	FIRST GEN CORPOR	1,148,306,176	117.50	2.32	6.05	7.79	5.08	0.64
HUBC PA Equity	HUB POWER CO	1,005,142,464	136.48	6.70	30.90	10.89	8.13	3.30
FPH PM Equity	FIRST PHILIP HLD	682,844,224	107.21	1.57	6.82	6.33	5.41	0.39
PTCIN IN Equity	PTC INDIA LTD	536,932,672	212.41	2.52	11.20	8.19	9.61	0.88
MFCB MK Equity	MEGA FIRST CORP	370,947,488	8.64	9.40	12.71	9.21	5.53	1.14
GIP IN Equity	GUJARAT INDS	301,578,688	13.96	6.99	10.74	8.44	4.58	0.87
ACR PM Equity	ALSONS CONS RES	160,340,144	180.04	1.03	3.11	25.90	8.41	0.79
SPC PM Equity	SPS POWER	159,014,144	5.30	13.29	16.72	5.54	13.16	0.90
NPL PA Equity	NISHAT POWER LTD	104,499,832	58.56	13.26	21.72	3.84	4.24	0.78
LPL PA Equity	LALPIR POWER LTD	75,603,480	85.71	4.20	8.05	8.39	7.35	0.67
EEL IN Equity	EPIC ENERGY LTD	1,098,173	3.88	10.15	13.49	81.08	5.10	0.21
						Median	8.41	

Nguồn: Bloomberg

Phụ lục 01: Tổng quan tài chính doanh nghiệp và dự báo

BC Doanh thu	2016	2017	2018	2019	2020	CDKT	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần	28,030	30,987	29,793	30,942	32,253	Tài sản Ngắn hạn	18,519	17,306	16,811	17,107	19,139
(23,778)	(26,472)	(25,463)	(26,360)	(26,687)		Tiền tương đương tiền	4,671	1,977	2,069	1,811	3,308
Giá vốn hàng bán	)	)	)	)	)	Đầu tư TC ngắn hạn	60	60	60	60	60
Lợi nhuận gộp	4,252	4,515	4,330	4,582	5,566	Các khoản phải thu	10,230	11,309	10,873	11,293	11,771
Thu nhập TC	459	507	488	507	528	Hàng tồn kho	3,347	3,726	3,584	3,710	3,756
Chi phí TC	(1,797)	(1,463)	(1,267)	(1,030)	(715)	TS lưu động khác	211	233	224	233	243
trong đó: interest	(1,329)	(1,194)	(878)	(706)	(514)	Tài sản Dài hạn	51,213	46,938	43,405	41,868	41,643
Chi phí bán hàng	(17)	(19)	(18)	(19)	(20)	Phải thu dài hạn	204	226	217	225	235
Chi phí QLDN	(738)	(816)	(784)	(815)	(849)	TS dài hạn- Gross	0	0	0	0	0
Lãi lỗ từ HĐKD	2,159	2,725	2,749	3,225	4,510	Lũy kế Khấu hao	0	0	0	0	0
Thu nhập khác	-6	(7)	(6)	(7)	(7)	TS dài hạn- Net	48,350	43,613	38,836	34,059	29,282
Lãi lỗ từ LD, LK	14	14	14	14	14	Xây dựng cơ bản dở dang	0	440	1,693	4,925	9,467
Lãi lỗ ròng trước thuế	2,167	2,732	2,756	3,233	4,517	Giá trị ròng Tài sản đầu tư	0	0	0	0	0
Thuế TNDN	(178)	(255)	(372)	(306)	(485)	Đầu tư dài hạn	931	931	931	931	931
LNST	1,989	2,477	2,384	2,927	4,032	Tài sản dài hạn khác	1,728	1,728	1,728	1,728	1,728
	2016	2017	2018	2019		TỔNG TÀI SẢN	69,732	64,243	60,216	58,975	60,781
Chỉ số hoạt động						Nợ phải trả	42,935	36,588	31,469	28,543	27,142
Doanh thu thuần	28,030	30,987	29,793	30,942		Nợ ngắn hạn	18,078	19,822	19,044	19,843	20,644
Tăng trưởng	21%	11%	-4%	4%		Phải trả ngắn hạn	6,173	6,661	6,390	6,701	6,945
NPAT (bil đ)	1,989	2,477	2,384	2,927		Vay và nợ ngắn hạn	5,888	6,509	6,258	6,500	6,775
Tăng trưởng	34%	25%	-4%	23%		Phải trả ngắn hạn khác	6,017	6,652	6,395	6,642	6,923
EPS (đ/share)	645	747	719	883		Nợ dài hạn	24,857	16,766	12,425	8,701	6,499
Biên LN gộp	15%	15%	15%	15%		Vay nợ dài hạn	24,668	16,766	12,425	8,701	6,499
ROS	7.10%	8.00%	8.00%	9.46%		Phải trả dài hạn	0	0	0	0	0
ROE	7.42%	8.96%	8.29%	9.62%		Vốn chủ sở hữu	26,796	27,655	28,747	30,432	33,639
ROA	2.85%	3.86%	3.96%	4.96%		Vốn góp	21,774	21,774	21,774	21,774	21,774
Chất lượng tài sản						Thặng dư vốn	0	0	0	0	0
BVPS(đ/share)	11,048	10,411	10,658	11,109		Các quỹ	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037
TTS	69,731	64,243	60,216	58,975		LN chưa phân phối	1,015	1,570	2,149	3,204	5,544
VCSH	26,796	27,655	28,747	30,432		Lợi ích cổ đông thiểu số	2,741	3,274	3,787	4,417	5,284
Sức khỏe tài chính						TỔNG NGUỒN VỐN	69,731	64,243	60,216	58,975	60,781
Nợ/VCSH	0.62	0.57	0.52	0.48							
Nợ dài hạn/TTS	35%	26%	21%	15%							
Thanh toán nhanh	0.84	0.69	0.69	0.68							
Thanh toán hiện thời	1.02	0.87	0.88	0.86							
Chỉ số hoạt động											
Ngày phải thu	133.21	133.21	133.21	133.21							
Ngày hàng tồn kho	51.38	51.38	51.38	51.38							
Ngày phải trả	158.74	156.81	156.64	157.40							

Nguồn: BSC research

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 Vĩ mô, ngành và 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 đồng 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

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>