

Khuyến nghị:

Đỗ Việt Hưng

hungdv@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	-
Giá đóng cửa	16,100
Upside	

Trần Thành Hưng (PTKT)

hungtt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	17,000
Giá cut loss	

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (nghìn cp)	2,341,871
Vốn hóa (tỷ đồng)	37,470
Giá cao nhất 52 tuần	18,300
KLGD T bình 10 ngày (cp)	2,261,415
Sở hữu NGTNN	19.39%

Cổ đông lớn

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	51%
---------------------------	-----

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

PVPOW tiền thân là Công ty TNHH do tập đoàn dầu khí Quốc Gia đầu tư 100% vốn, sau đó được cổ phần hóa vào ngày 8/12/2017. Tổng công ty là doanh nghiệp cung cấp điện lớn, chiếm 10% công suất thiết kế của cả nước

Các báo cáo khác

Kì vọng trung hạn

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi với cổ phiếu POW. Hiện tại POW đang giao dịch với mức P/E là 12.07, EV/EBITDA ở mức 6.33.

Catalyst

Sản lượng điện tiêu thụ hằng năm tăng trưởng đều đặn trên 10%, đặc biệt là khu vực miền Nam.

POW dự kiến sẽ chuyển sàn vào quý 4. Với mức vốn hóa hiện tại, chúng tôi kì vọng POW sẽ có mặt trong rổ cổ phiếu VN30 vào kì review tháng 7/2019.

Luận điểm Đầu tư

Nhà máy Cà Mau 1 và Cà Mau 2 sẽ hết khấu hao vào năm 2020, giúp POW tiết kiệm được 1,000 tỷ đồng khấu hao, EPS dự kiến sẽ tăng khoảng 320 đồng/cổ phiếu.

Tăng trưởng công suất từ dự án Nhơn Trạch 3 và 4. Hai dự án với tổng công suất 1,500 MW, sẽ tăng tổng công suất của POW thêm 35% lên mức hơn 5700 MW, tiếp tục duy trì là công ty có sản lượng ở top đầu ngành điện nước ta.

Chi phí lãi vay dự kiến giảm mạnh khoảng 200 tỷ (25% chi phí lãi vay) trong các năm tới.

Rủi ro Đầu tư

Rủi ro nguồn nguyên liệu: Giá các nguồn nguyên liệu chính cho các nhà máy của POW là khí và than đều tăng trong khi nguồn cung trong nước đang thiếu hụt gây trở ngại cho khả năng hoạt động và cạnh tranh trên thị trường bán điện.

Rủi ro tỷ giá: Theo đánh giá của POW, nếu tỷ giá tăng 1% thì doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng khoảng 88 tỷ đồng tương ứng khoảng 4% lợi nhuận sau thuế theo ước tính của chúng tôi.

Rủi ro xử lý chất thải từ nhà máy Vũng Áng: bể chứa của nhà máy Vũng Áng đã đầy khoảng 80%, khiến POW phải tìm thêm địa điểm mới để xử lý tro xỉ của nhà máy Vũng Áng.

Luận điểm đầu tư

Sản lượng điện tiêu thụ cả nước tiếp tục tăng trưởng ở mức trên 10%. 8 tháng đầu năm sản lượng tiêu thụ cả nước tăng trưởng tốt ở mức 10.62% so với cùng kì năm 2017, đặc biệt là khu vực miền Nam khi gần 30% nhu cầu điện tại khu vực này vẫn phải phụ thuộc vào nguồn điện truyền tải từ miền Bắc và miền Trung. Hiệp hội Năng lượng dự báo khu vực miền Nam sẽ đối mặt với tình trạng thiếu điện nghiêm trọng vào năm 2020-2021 với mức thiếu hụt khoảng 1.2 -1.6 tỷ kWh mỗi năm do các nguồn điện không đáp ứng được nhu cầu phụ tải. Đây là lợi thế lớn đối với POW khi hầu hết các dự án của POW đều được đặt tại khu vực miền Nam.

Tăng trưởng công suất từ hai dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4. PVN đã chuyển giao 2 dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 cho POW vào năm 2017, 2 dự án với tổng công suất là 1500 mW (2x750mW) sẽ tăng tổng công suất của POW lên mức 5,700 mW (+35%). Hai dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4. 2 nhà máy dự kiến được đặt tại khu công nghiệp Ông Kèo, trung tâm của 3 khu vực phụ tải lớn của miền Nam là TP.Hồ Chí Minh, Đồng Nai và Bà Rịa-Vũng Tàu. Với vị trí đắc địa, chúng tôi tin rằng sau khi 2 dự án này được đưa vào hoạt động sẽ có hiệu quả cao, hỗ trợ cho POW duy trì vị thế là doanh nghiệp có sản lượng top đầu cả nước.

Nhà máy Cà Mau 1 và Cà Mau 2 lần lượt hết khấu hao vào năm 2019 và 2020. Chi phí khấu hao mỗi nhà máy vào khoảng 500 tỷ đồng, Với việc các hợp đồng mua bán điện vẫn còn hiệu lực do đó toàn bộ chi phí tiết giảm được sẽ đi vào lợi nhuận. Dự kiến EPS của POW sẽ tăng thêm 320 đồng/cổ phiếu.

Chi phí lãi vay dự kiến giảm mạnh trong thời gian tới. Với việc POW sẽ chi trả khoảng 4,7 nghìn tỷ đồng, dự kiến chi phí lãi vay của POW sẽ giảm khoảng 200-300 tỷ đồng/năm (tương đương khoảng 25% chi phí lãi vay hàng năm). Tuy nhiên với việc triển khai thêm 2 dự án mới, dự kiến POW sẽ phải vay thêm khoảng 840 triệu USD (khoảng 19 nghìn tỷ đồng) do đó lãi vay của POW sẽ có xu hướng tăng trở lại sau 3-4 năm tới khi thời gian ân hạn khi xây dựng kết thúc.

Cập nhật kết quả hoạt động kinh doanh

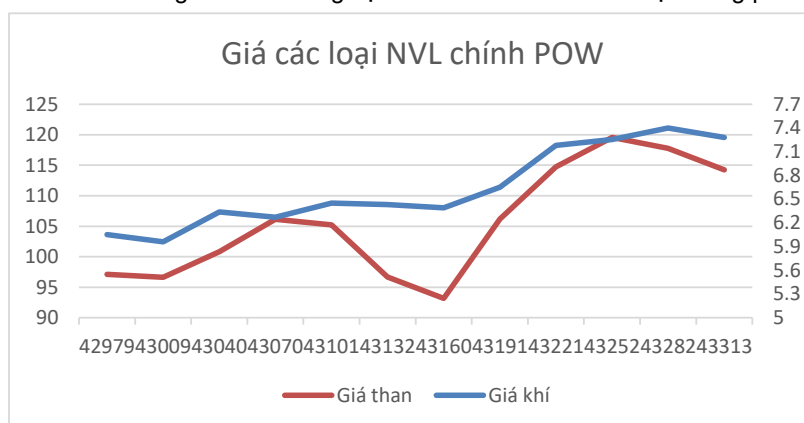
Sản lượng 8 tháng đầu năm đạt 69% kế hoạch, nhìn chung các nhà máy đều có tăng trưởng tốt so với năm 2017 (NT2 tăng trưởng mạnh do năm 2017 tiến hành đại tu). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý sản lượng tại nhà máy Vũng Áng trong những tháng gần đây thường chỉ đạt 60% kế hoạch đề ra. Nguyên nhân là do tại miền Bắc năm nay nước ta mưa nhiều hơn so với dự kiến, Nhìn chung, doanh thu và sản lượng của các nhà máy trong năm 2018 đều tăng trưởng EVN ưu tiên huy động điện từ các nguồn thủy điện khiến doanh thu của nhà máy Vũng Áng bị ảnh hưởng. Chúng tôi cũng lưu ý rằng trong tháng 9, POW cũng sẽ tiến hành trung tu nhà máy Cà Mau 2, do đó dự kiến doanh thu và lợi nhuận của POW trong quý 3 sẽ có sự sụt giảm tương đối so với 2 quý đầu năm.

Doanh thu	Năm 2017	6 tháng 2018	% 2017	8 tháng 2018	% 2017
Cà Mau 1-2	9,372	5,125	54.68%	7,207	76.90%
Nhơn Trạch 1	4,000	2,392	59.80%	3,075	76.87%
Nhơn Trạch 2	3,826	4,009	104.78%	4,983	130.23%
Vũng Áng 1	7,689	4,644	60.40%	5,605	72.89%

Sản lượng	Năm 2017	6 tháng 2018	% 2017	8 tháng 2018	% 2017
Cà Mau 1-2	7,635	3,834	50.22%	4,921	64.46%
Nhơn Trạch 1	2,733	1,631	59.68%	2,148	78.58%
Nhơn Trạch 2	4,337	2,580	59.49%	3,203	73.86%
Vũng Áng 1	4,381	3,151	71.92%	3,729	85.11%

Rủi ro đầu tư

Rủi ro nguồn nguyên liệu: Các nhà máy điện của POW hiện tại chủ yếu là các nhà máy khí (4 nhà máy với công suất 2,700 mW) và nhà máy điện than (công suất 1,200 mW). Hiện tại, giá khí đang có xu hướng tăng theo giá dầu và các mỏ khí ở Việt Nam đang suy thoái là rủi ro đối với nhà máy điện khí. Đối với than, nguồn cung cho phát điện được dự báo là sẽ thiếu hụt khoảng 10% và giá than cũng đang ở mức cao kỷ lục trong nhiều năm. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá với vị trí quan trọng trong việc đảm bảo năng lượng cho khu vực kinh tế phía Nam, các nhà máy của POW sẽ được đảm bảo duy trì nguồn cung nguyên liệu tương đương hiện tại, tuy nhiên việc giá nguyên liệu tăng cao sẽ ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của POW trên thị trường phát điện cạnh tranh.



Rủi ro tỷ giá: tính đến thời điểm cuối quý II/2018, dự nợ USD hiện tại của POW vào khoảng 15.5 nghìn tỷ đồng và khoảng 1.5 nghìn tỷ đồng dư nợ EUR. Theo đánh giá của doanh nghiệp từ nay đến cuối năm, nếu tỷ giá tăng thêm 1% thì kết quả kinh doanh sẽ bị ảnh hưởng giảm khoảng 88 tỷ đồng, tương đương với khoảng gần 4% lợi nhuận sau thuế theo ước tính của chúng tôi. Tính từ đầu năm đến nay, tỷ giá USD đã tăng 2% và vẫn chịu nhiều áp lực gia tăng khi lạm phát trong nước năm 2018 được dự báo ở mức cao cùng với đó FED dự kiến sẽ tiếp tục tăng lãi suất trong các năm tới. Trong giai đoạn 2018-2022, dự kiến POW mỗi năm sẽ chi trả khoảng 200 triệu USD tương đương với khoảng 4 nghìn tỷ đồng nợ vay, từ đó giảm khoảng 200 tỷ đồng chi phí lãi vay hàng năm và khoảng 40 tỷ đồng chi phí chênh lệch tỷ giá. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý rằng dư nợ ngoại tệ của POW có thể gia tăng để tài trợ cho 2 dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4.

Rủi ro xử lý chất thải từ nhà máy Vũng Áng: bể chứa của nhà máy Vũng Áng đã đầy khoảng 80%, khiến POW phải tìm thêm địa điểm mới để xử lý tro xỉ của nhà máy Vũng Áng. Tuy nhiên, hiện tại tro xỉ ở nhà máy này đang được POW cung cấp miễn phí để làm VLXD phục vụ quá trình xây dựng nông thôn mới ở tỉnh Hà Tĩnh. Trong quá trình xử dụng thử nghiệm tại thị xã Kỳ Anh, tro xỉ được đánh giá đảm bảo chất lượng và giảm giá thành, từ đó mở ra hướng xử lý mới giúp POW cũng giảm được 1 phần áp lực về việc xử lý tro xỉ.

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
Doanh thu thuần	8,037	6,918	7,297	8,356	9,467
LN gộp	1,135	1,513	1,173	1,345	1,129
DT tài chính	163	89	85	68	204
CP tài chính	(527)	(444)	(403)	(469)	(424)
Lãi vay	(340)	(332)	(328)	(307)	(340)
CP bán hàng	(5)	(4)	(4)	(4)	(5)
CP QLDN	(204)	(152)	(331)	(110)	(302)
Lãi/lỗ HĐKD	505	1,002	578	848	593
TN nhập khác (ròng)	2	9	(17)	4	3
LN trước thuế	507	1,011	561	852	595
LN sau thuế	458	953	593	780	544
LN CĐ thiếu số	79	34	150	105	117
LN Cty mẹ	379	919	443	675	427
EPS					
TS ngắn hạn	15,415	16,077	13,778	17,769	19,531
Tiền và TĐ Tiền	4,183	5,531	3,305	4,105	5,940
Phải thu ngắn hạn	7,351	5,806	6,744	9,839	9,699
Tồn kho	3,771	4,555	3,533	3,658	3,749
TS ngắn hạn khác	109	185	196	166	143
TS dài hạn	49,173	48,237	46,805	45,667	44,690
Phải thu dài hạn	205	205	39	39	40
TSCĐ	45,993	44,937	43,991	42,940	42,028
TSCĐ hữu hình	45,927	44,873	43,926	42,875	41,964
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	66	64	66	65	64
TS dở dang dài hạn	389	553	290	296	303
TS dài hạn khác	1,687	1,642	1,527	1,475	1,412
Tổng TS	64,588	64,315	60,583	63,435	64,221
Nợ phải trả	36,957	36,419	32,859	34,943	36,997
Nợ ngắn hạn	15,023	14,636	13,868	16,081	20,608
Vay ngắn hạn	5,956	5,934	6,099	6,106	9,063
Nợ dài hạn	21,934	21,783	18,991	18,862	16,388
Vay dài hạn	21,710	21,545	18,779	18,646	16,063
Vốn chủ sở hữu	27,631	27,896	27,724	28,493	27,224
Vốn góp	21,774	21,774	21,774	21,774	21,774
LN chưa phân phối	1,559	1,805	1,282	2,145	1,293
Tổng nguồn vốn	64,588	64,315	60,583	63,435	64,221
% yoy DT	#N/A	#N/A	#N/A	12%	18%
Biên In gộp	14.1%	21.9%	16.1%	16.1%	11.9%
Lãi vay/DTT	4.2%	4.8%	4.5%	3.7%	3.6%
CP bán hàng/DTT	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
CP QLDN/DTT	2.5%	2.2%	4.5%	1.3%	3.2%
Biên In thuần	5.7%	13.8%	8.1%	9.3%	5.8%

Doanh thu của POW trong 2 quý đầu năm tăng 15% khi sản lượng tăng 6%, giá bán bình quân được cải thiện 8%. Tuy nhiên doanh thu quý 3 sẽ thấp hơn do đây là mùa mưa nên PVN ưu tiên huy động điện từ thủy điện. POW cũng thường lựa chọn thời điểm này để tiến hành các hoạt động sửa chữa các nhà máy. Năm 2018, POW tiến hành tiêu tu nhà máy tại Cà Mau và trung tu nhà máy Vũng Áng vào quý 3.

Trong giai đoạn 2018-2022, hằng năm POW sẽ chi trả khoảng 700 tỷ đồng và 200 triệu USD nợ vay. Qua đó chi phí lãi vay của doanh nghiệp dự kiến sẽ giảm khoảng 200 tỷ đồng mỗi năm.

Tương tự các công ty sản xuất điện khác, POW hiện có dư nợ phải thu đối với công ty mua bán điện lớn, khoảng 7 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kì vọng khi thị trường bán buôn điện cạnh tranh được triển khai chính thức vào năm 2019 sẽ hạn chế tình trạng này, đặc biệt là các doanh nghiệp có vị thế lớn như POW.

Hàng tồn kho của POW duy trì ở mức cao chủ yếu là do chi phí dở dang 2 nghìn tỷ đồng liên quan đến các hợp đồng duy tu bảo dưỡng nhà máy

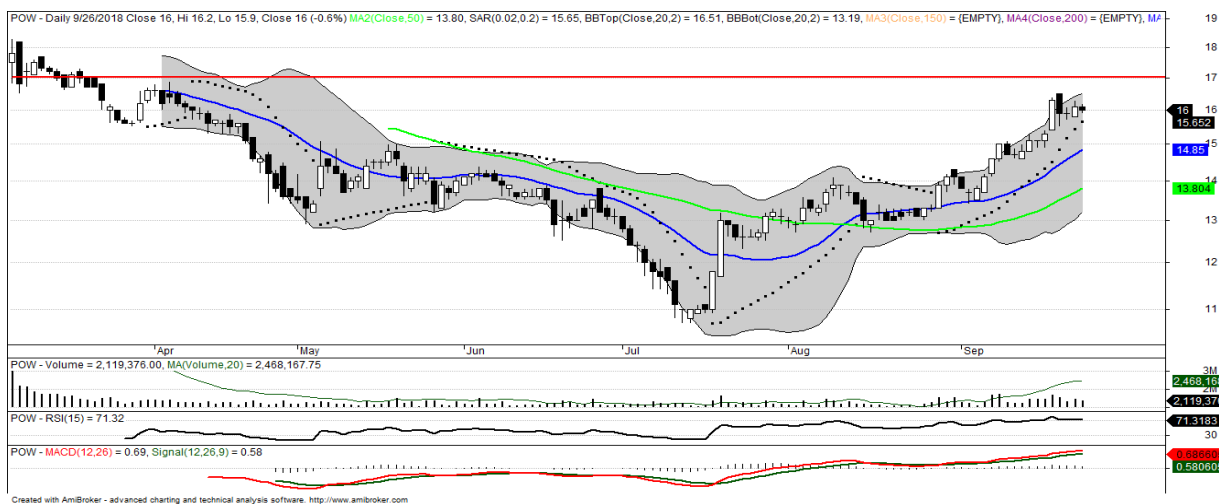
Cơ cấu nguồn vốn của POW hiện tại chủ yếu là các khoản nợ (58%) trong đó các khoản vay nợ chiếm phần trọng yếu. Mặc dù trong giai đoạn 2018-2022, mỗi năm POW sẽ chi trả khoảng 4,700 tỷ đồng nợ vay tuy nhiên do nhu cầu đầu tư 2 dự án NT3 và NT4 (khoảng 840 triệu USD vay nợ) nên nợ vay của POW vẫn sẽ ở mức cao trong thời gian tới.

Ngoài ra, POW còn đang ghi nhận một khoản công nợ 2.5 nghìn tỷ liên quan đến hợp đồng sửa chữa bảo dưỡng cụm nhà máy Cà Mau và nhà máy Nhơn Trạch 2.

Biên lợi nhuận của POW bị sụt giảm trong quý 2 và quý 3 do đây là mùa mưa, các nhà máy thủy điện hoạt động tốt khiến lượng điện kéo giá điện và sản lượng huy động từ nhiệt điện giảm

- Xu hướng hiện tại: Tăng ngắn hạn, tích lũy trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dương, trên mức 0
- Chỉ báo RSI: Quá mua

Khuyến nghị: Theo dõi POW trong thời gian tới.





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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

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

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

