

Ngành : Điện

Khuyến nghị MUA Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)
Vượt qua khó khăn

Giá hiện tại:	10,000	Ngày viết báo cáo:	16/11/2020	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu:	12,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	2,342	PVN	79.94%
Tỷ suất cổ tức	3%	Vốn hóa (tỷ đồng)	22,669	Norges Bank	1.27%
Tiềm năng tăng giá	20%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	3,828,215	Amersham Industries Ltd	0.71%
		Sở hữu nước ngoài	9.86%	Hanoi Investments Holdings Ltd	0.52%

Chuyên viên phân tích:

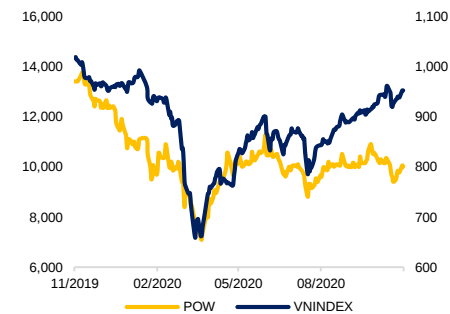
Dương Quang Minh
(Điện, nước)
minhdq@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: N/A
Giá cắt lỗ: N/A

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



	2019	2020F	VN-Index
PE (x)	10.7	12.4	14.7
PB (x)	0.9	0.8	2.0
PS (x)	0.8	0.8	1.5
ROE (%)	8.9%	7.5%	13.3%
ROA (%)	4.4%	4.1%	2.4%
EV/ EBITDA (x)	5.2	5.9	14.0

Định giá

- BSC khuyến nghị MUA cho cổ phiếu POW với giá mục tiêu 12,000 đồng/cp, upside 20% so với giá ngày 15/11/2020. Định giá dựa trên phương pháp EV/EBITDA với kỳ vọng: (1) Mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt bắt đầu vận hành từ cuối năm 2020 giúp bù đắp khí thiếu hụt cho NMĐ NT1 & NT2; (2) Nhà máy Vũng Áng tiếp tục duy trì hiệu suất hoạt động ổn định và (3) tình hình thủy văn thuận lợi giúp thúc đẩy sản lượng các nhà máy thủy điện.

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo năm 2020 doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của POW lần lượt đạt 29,740 tỷ VND (-15.9% YoY) và 2,263 tỷ VND (-20.7% YoY). EPS FW 2020 = 799 VND.
- Năm 2021, BSC dự báo doanh thu và LNST của POW sẽ đạt lần lượt 32,785 tỷ VND (+10.0% YoY) và 3.149 tỷ VND (+39.0% YoY) với giả định (1) Nhà máy NT1 phục hồi về sản lượng, (2) Lượng mưa tăng trở lại trong năm tới giúp gia tăng KQKD từ 2 nhà máy thủy điện của POW và (3) Không còn dự phòng nợ xấu tại nhà máy Cà Mau.

Catalyst

- Thị trường sẽ đón nhận dòng tiền mới từ các quỹ đầu tư theo bộ chỉ số MSCI FM Index và MSCI FM 100 Index từ tháng 11/2020 khi Kuwait nâng hạng. Theo đó, tỷ trọng cổ phiếu POW trong quỹ iShare dự kiến tăng từ 0.13% lên 0.33% ([Link](#)).

Rủi ro

- (1) tỷ giá tăng làm ảnh hưởng tới lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp
- (2) giá khí và than tăng do nguồn cung trong nước hạn chế
- (3) bị cạnh tranh bởi các nhà máy điện năng lượng tái tạo.

Cập nhật doanh nghiệp

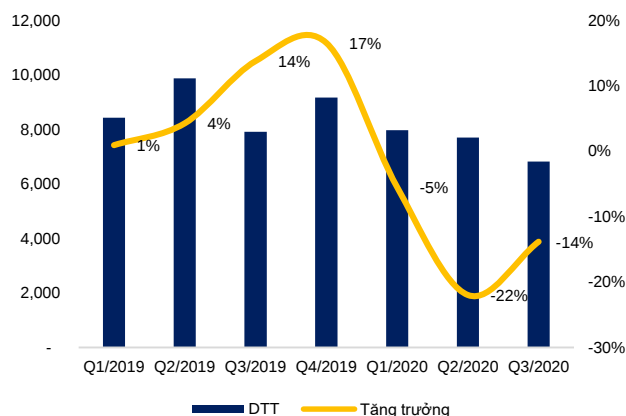
- DTT và LNST của POW trong 9T/2020 đạt lần lượt 21,795 tỷ đồng (-14% YoY) và 1,487 tỷ đồng (-31% YoY). Sự sụt giảm này đến từ việc nhà máy NT2 phải dừng máy để trung tu định kỳ, huy động sản lượng từ nhà máy Cà Mau và NT1 thấp do tình trạng thiếu khí.
- BSC cho rằng (1) Lượng mưa cuối năm tăng trở lại giúp mảng thủy điện hồi phục nhẹ, và (2) Nhà máy NT2 hoạt động trở lại bình thường, đảm bảo kế hoạch năm.

	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	35,374	29,740	32,785	32,635
Lợi nhuận gộp	5,138	3,509	4,246	4,148
Lợi nhuận sau thuế	2,855	2,263	3,149	3,280
EPS	964	799	1,106	1,184
Tăng trưởng EPS	176%	8%	-22%	-2%
Nợ ròng/ VCSH	104%	77%	47%	38%

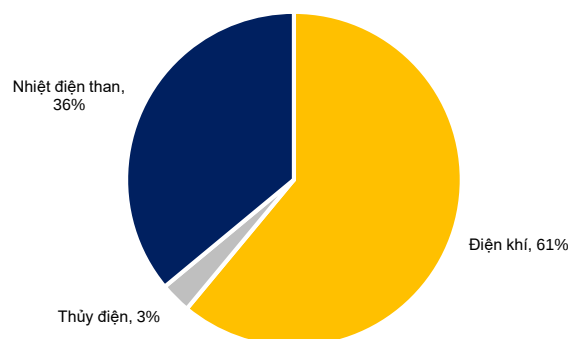
BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Trong 9M2020, DTT và LNST của POW đạt lần lượt là 21,795 tỷ đồng (-14% YoY) và 1,487 tỷ đồng (-31% YoY), hoàn thành 60% kế hoạch về doanh thu và 72% kế hoạch về lợi nhuận cả năm. Trong đó, **màng điện khí chiếm tỷ trọng lớn nhất với 61%**, tiếp đó là mảng nhiệt điện than (36%) và thủy điện (3%).

Hình 1: Doanh thu thuần POW Q3/2020 (tỷ)



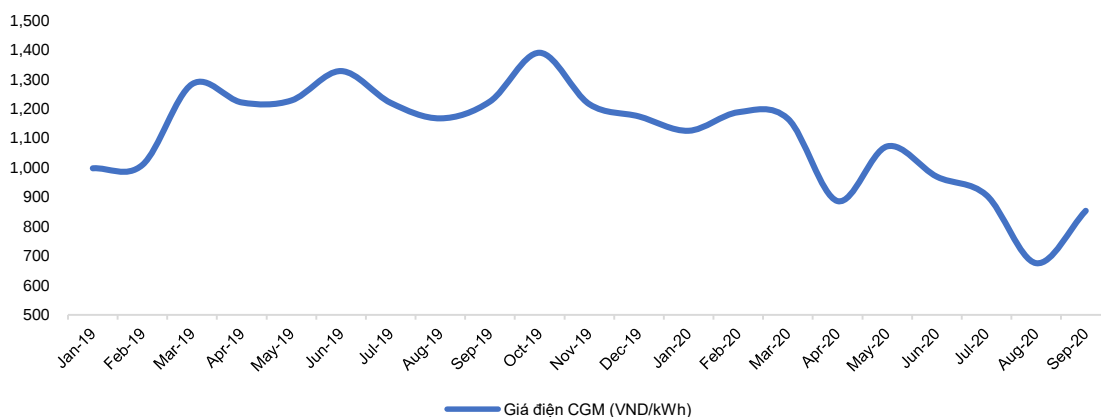
Hình 2: Cơ cấu doanh thu POW 9M2020



Nguồn: POW, BSC Research

Doanh thu 9M.2020 sụt giảm mạnh chủ yếu do sản lượng các nhà máy được huy động thấp, do phụ tải thấp và do ảnh hưởng của yếu tố dịch bệnh Covid-19. Bên cạnh đó, **giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) giảm xuống mức thấp** do lượng mưa tăng trở lại trong quý 3/2020 cũng làm giảm sản lượng trên thị trường của các nhà máy nhiệt điện, gây ảnh hưởng tới lợi nhuận của POW.

Hình 3: Diễn biến giá điện CGM



Nguồn: BSC Research

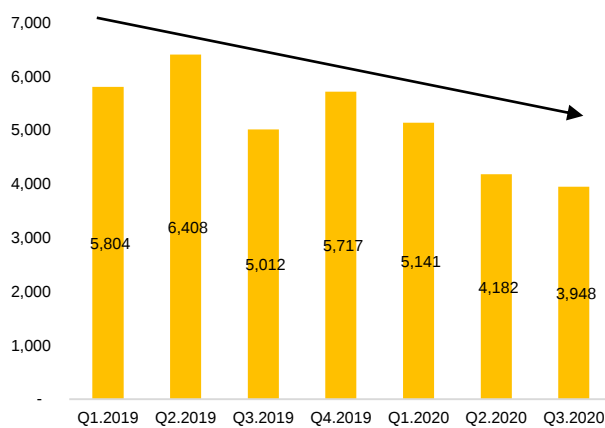
ĐIỆN KHÍ – GẶP KHÓ KHĂN TRONG NĂM 2020, KỲ VỌNG PHỤC HỒI KỂ TỪ 2021

Mảng điện khí gặp khó khăn. Trong quý 3/2020 tổng doanh thu mảng điện khí của POW chỉ đạt 3,948 tỷ đồng, giảm mạnh 21% YoY, và lợi nhuận gộp giảm 340 tỷ đồng.

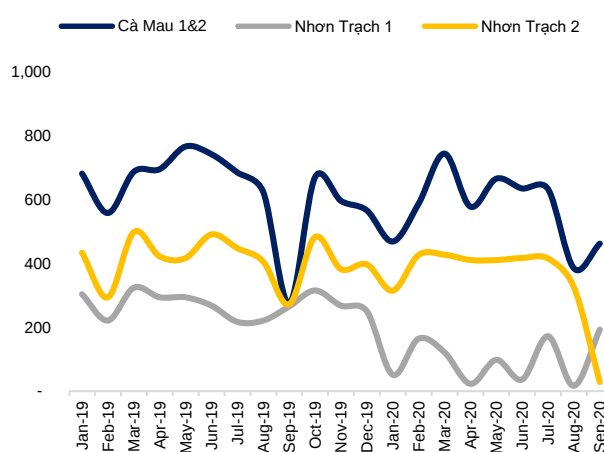
Sụt giảm sản lượng từ nhà máy Nhơn Trạch 2. Nguyên nhân chính là do nhà máy NT2 phải dừng máy từ cuối tháng 8 để trung tu định kỳ, khiến cho sản lượng điện thương phẩm của nhà máy này sụt giảm mạnh -32% YoY, và ghi nhận khoản lỗ 6 tỷ đồng trong quý 3/2020.

Tình trạng thiếu khí và chênh lệch giá khí cũng khiến cho nhà máy Cà Mau và NT1 thường xuyên bị huy động Qc thấp, dẫn tới sản lượng giảm lần lượt là -10% và -14% YoY. Theo POW, chênh lệch giá khí dẫn đến mức giảm 37 đồng/kWh, tương ứng với mức giảm 140 tỷ đồng trong quý 3/2020. Mức chênh lệch này có thể tiếp diễn trong thời gian tới, cho đến khi PVN và EVN hoàn tất thỏa thuận về giá khí.

Hình 4: Doanh thu mảng nhiệt điện khí của POW



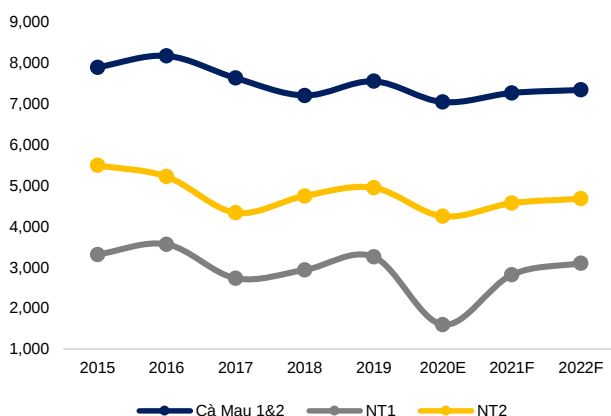
Hình 5: sản lượng điện khí từng tháng



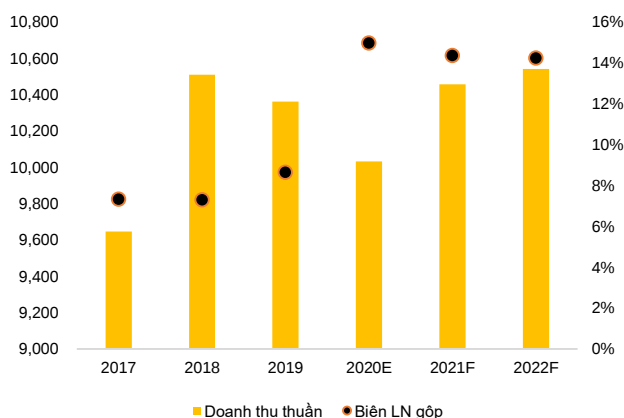
Nguồn: POW, BSC Research

Chúng tôi kỳ vọng rằng **nguồn cung khí năm 2021 sẽ được cải thiện nhờ huy động thêm từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt** mới được đưa vào khai thác, từ đó giúp sản lượng các nhà máy điện khí của POW tăng trở lại khoảng 10%. Ngoài ra việc **nhà máy Cà Mau 1&2 hết khấu hao kể từ 2021** sẽ giúp lợi nhuận ròng của POW được cải thiện khoảng 15-20% trong những năm tới.

Hình 6: Dự phóng sản lượng điện khí POW



Hình 7: Biên LN của NMCà Mau được cải thiện



Nguồn: BSC Research

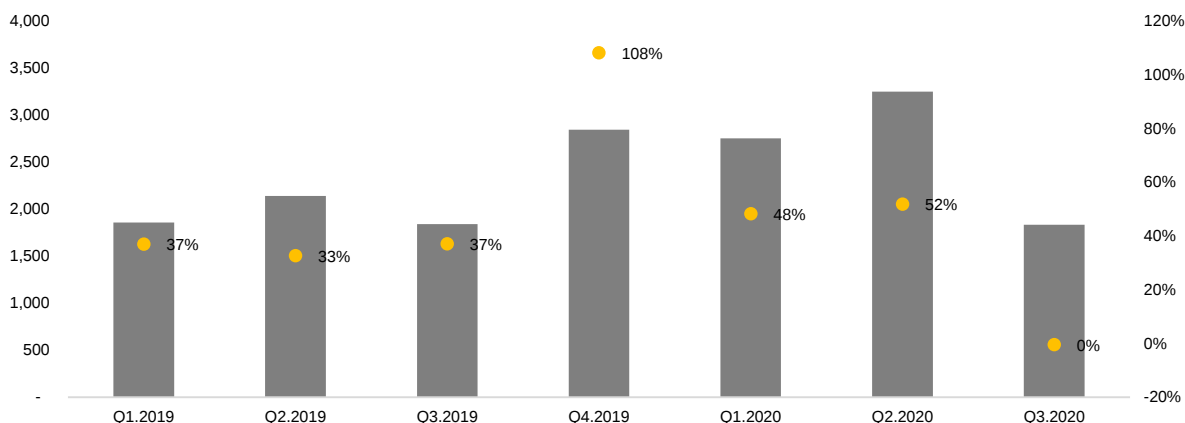
NHIỆT ĐIỆN THAN – ĐI VÀO HOẠT ĐỘNG ỔN ĐỊNH

Nhà máy điện Vũng Áng tiếp tục đi vào hoạt động ổn định, với doanh thu 9M.2020 đạt 7,832 tỷ đồng, tăng 34% YoY. Do đã ký hợp đồng nhập khẩu than với TKV năm 2020 (khối lượng ~3 triệu tấn than), tính lũy kế 9 tháng đầu năm 2020, NMĐ Vũng Áng đã sản xuất 5,3 tỷ kwh và hoàn thành 84,6% kế hoạch năm.

Lợi nhuận gộp từ Vũng Áng giảm 272 tỷ VND chủ yếu do chi phí bảo trì cao hơn, đặc biệt trong Q3/2020 chi phí bảo dưỡng sửa chữa tăng thêm 120 tỷ đồng.

Dự kiến cả năm 2020 tổng sản lượng điện của Vũng Áng sẽ đạt khoảng 6,8 tỷ kWh, tương ứng hoàn thành 109% kế hoạch năm. Chúng tôi kỳ vọng **tình hình hoạt động của Vũng Áng sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2021, với hiệu suất duy trì ở mức 70%.**

Hình 8: Doanh thu mảng nhiệt điện than của POW



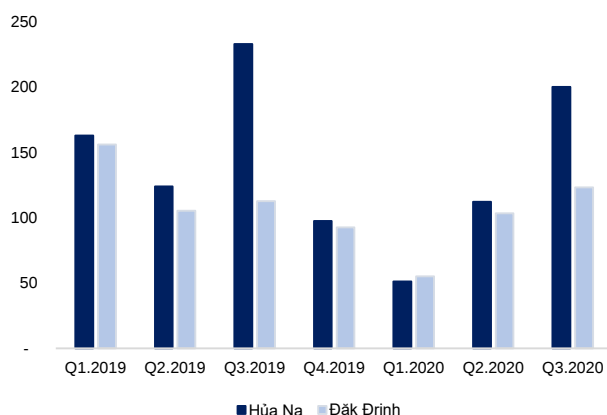
Nguồn: POW, BSC Research

THỦY ĐIỆN – KỶ VỌNG TĂNG TRƯỞNG TỪ LA NINA

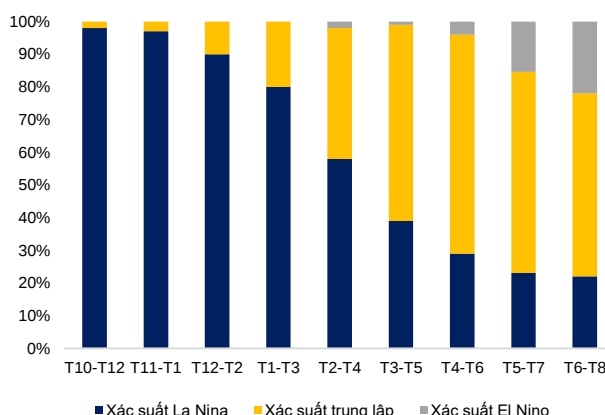
Tổng doanh thu trong 9M2020 của hai nhà máy Hòa Na và Đắk Đỉnh đạt 645 tỷ đồng (-28% YoY).

Do điều kiện thủy văn kém thuận lợi trong 1H2020, tổng sản lượng thủy điện 9M2020 của POW chỉ đạt 586 triệu kWh (-27% YoY). Mặc dù vậy, đỉnh điểm của El Nino đã qua, và lượng mưa dự kiến sẽ được cải thiện đáng kể trong giai đoạn từ cuối năm 2020 đến năm 2022. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng **sản lượng của các nhà máy thủy điện sẽ tăng trở lại** trong thời gian tới.

Hình 9: Doanh thu các NM thủy điện của POW



Hình 10: Dự báo khả năng xuất hiện La Nina



Nguồn: POW, BSC Research

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Tình trạng thiếu hụt điện nghiêm trọng hơn. Theo Bộ Công Thương, năm 2020 có thể ghi nhận mức thiếu hụt điện năng khoảng 2 tỷ kWh. Mức thiếu hụt điện có khả năng đạt tới 7 tỷ kWh trong năm 2021 và 14,5 tỷ kWh trong năm 2022. Do đó, chúng tôi cho rằng **các nhà máy điện của POW sẽ hoạt động với hiệu suất cao hơn** trong những năm tới.

Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 dự kiến khởi công trong quý 2/2021 và bắt đầu vận hành từ năm 2024. Đây là động lực tăng trưởng trong tương lai cho POW, và cũng phù hợp với xu hướng chuyển từ điện than sang khí đốt tự nhiên hóa lỏng (LNG). Bên cạnh đó, cảng nhập khí LNG Thị Vải được khởi công trong tháng 10/2019 và dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2023.

BSC dự báo năm 2020 doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của POW lần lượt đạt 10,422 tỷ VND (-7.8% YoY) và 2,653 tỷ VND (-8.6% YoY) do:

- Nhà máy NT2 hoạt động lại bình thường, đảm bảo kế hoạch năm,
- Nhà máy Vũng Áng tiếp tục duy trì sản lượng ổn định,
- Lượng mưa cuối năm tăng trở lại giúp mảng thủy điện hồi phục nhẹ,
- Quá trình đàm phán lại giá PPA sẽ được hoàn thành trong quý 4/2020,
- POW trích dự phòng nợ xấu 400 tỷ.

Cho năm 2021, BSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của POW lần lượt đạt 32,785 tỷ (10.2% YoY) và 3,149 tỷ (39.1% YoY) với giả định:

- Nhà máy NT1 phục hồi mạnh do sản lượng điện thương phẩm cao hơn và nguồn cung khí ổn định trong năm 2021 so với 2020,
- Giá khí và giá than tiếp tục duy trì ổn định ở mức thấp,
- Lượng mưa tăng trở lại trong năm tới giúp gia tăng KQKD từ 2 nhà máy thủy điện của POW là Hủa Na và Đắc Đrinh,
- Không còn dự phòng nợ xấu tại nhà máy Cà Mau, từ đó giúp giảm chi phí tài chính của POW.

Bảng 1: Dự báo kết quả kinh doanh POW 2021-2022

Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020E	2021F	2022F
Doanh thu thuần	35,374	29,740	32,785	32,635
YoY (%)	8.3%	-15.9%	10.2%	2.6%
Cà Mau 1&2	10,363	10,034	10,457	10,543
Nhơn Trạch 1	4,759	2,344	4,154	4,636
Nhơn Trạch 2	7,610	6,544	7,048	7,230
Hủa Na	669	647	808	808
Đắc Đrinh	466	462	526	579
Vũng Áng 1	8,317	9,709	9,791	9,838
Lợi nhuận gộp	5,138	3,509	4,246	4,148
Cà Mau 1&2	897	1,503	1,503	1,503
Nhơn Trạch 1	385	(214)	175	257
Nhơn Trạch 2	729	697	857	807
Hủa Na	276	248	409	409
Đắc Đrinh	205	178	242	250
Vũng Áng 1	885	1,097	1,118	1,104
Biên LN gộp	15%	12%	13%	13%
LNST	2,855	2,263	3,149	3,280
YoY (%)	24.8%	-20.7%	39.1%	4.2%
EPS	964	799	1,106	1,184

ĐỊNH GIÁ – HẤP DẪN ĐẦU TƯ DÀI HẠN

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu POW với giá mục tiêu **12,000** đồng, upside 20%. Giá trị hợp lý của POW được xác định dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP):

Nhà máy	EBITDA	EV/EBITDA trung bình ngành	% sở hữu của POW	EV đóng góp
Cà Mau 1&2	1,332,427	5.7	100%	7,574,439
Nhơn Trạch 1	283,277	5.7	100%	1,610,341
Nhơn Trạch 2	1,328,771	5.7	59%	4,484,603
Hỏa Na	619,254	8.6	84%	4,487,365
Đắc Đỉnh	421,305	8.6	95%	3,456,790
Vũng Áng 1	2,568,637	4.9	100%	12,645,255
Tổng cộng				34,258,793
(+) Tiền và tương đương tiền				7,902,641
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn				13,928,334
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)				2,341
Giá mục tiêu (VND)				12,056

PHỤ LỤC

KQKD	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	32,662	35,374	29,740	32,785
Giá vốn hàng bán	-28,186	-30,237	-26,231	-28,480
Lợi nhuận gộp	4,477	5,138	3,509	4,305
Chi phí bán hàng	-20	-27	-23	-25
Chi phí QLDN	-773	-1,176	-964	-1,063
Lãi/lỗ HĐKD	2,469	3,116	2,324	3,325
Doanh thu tài chính	516	453	652	692
Chi phí tài chính	-1,779	-1,324	-849	-583
Chi phí lãi vay	-712	-1,154	-740	-508
Lợi nhuận từ CTLD/LK	50	52	44	48
Lãi/lỗ khác	22	49	41	45
Lợi nhuận trước thuế	2,492	3,165	2,450	3,464
Thuế thu nhập DN	-205	-310	-187	-315
LN sau thuế	2,287	2,855	2,263	3,149
CĐTS	366	345	392	559
LNST - CĐTS	1,921	2,510	1,871	2,590
EBITDA	7,734	8,578	6,533	7,316
EPS	738	964	799	1,106

CĐKT	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	3,185	5,083	7,876	9,053
Đầu tư ngắn hạn	176	658	822	1,028
Phải thu ngắn hạn	7,531	8,714	7,326	8,076
Tồn kho	4,187	1,428	1,238	1,345
TS ngắn hạn khác	172	192	162	178
TS ngắn hạn	15,251	16,075	17,425	19,680
TS hữu hình	69,393	69,616	69,840	70,065
Khấu hao	-29,215	-32,296	-35,377	-38,459
TS dở dang dài hạn	378	217	346	303
ĐT dài hạn	937	983	918	945
TS dài hạn khác	1,327	1,098	1,622	1,622
TS dài hạn	42,860	39,621	37,352	34,479
Tổng TS	58,111	55,696	54,777	54,160
Nợ phải trả	8,613	6,578	6,869	7,308
Vay ngắn hạn	6,554	9,158	7,699	8,487
Nợ ngắn hạn khác	2,403	1,328	1,866	1,866
Tổng Nợ ngắn hạn	17,571	17,064	16,434	17,661
Vay dài hạn	13,304	8,394	6,220	4,201
Nợ dài hạn khác	422	729	729	729
Tổng Nợ dài hạn	13,725	9,123	6,949	4,930
Tổng Nợ	31,296	26,186	23,382	22,590
Vốn góp	23,419	23,419	23,419	23,419
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
LN chưa phân phối	859	2,651	2,759	3,881
Vốn chủ khác	229	818	818	818
Cổ đông thiểu số	2,309	2,623	3,015	3,574
Tổng Vốn chủ sở hữu	26,815	29,509	30,010	31,691
Tổng nguồn vốn	58,111	55,696	54,777	54,160
Số lượng cổ phiếu lưu hành	2,342	2,342	2,342	2,342

LCTT	2018	2019	2020F	2021F
(Lỗ)/LNST	2,287	2,855	2,263	3,149
Khấu hao và phân bổ	4,530	4,259	3,343	3,343
Thay đổi vốn lưu động	1,830	-1,554	2,437	-435
Điều chỉnh khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ KD	4,996	5,323	8,229	6,373
Tiền chi mua TSCĐ	0	-4	0	0
Đầu tư khác	124	81	81	81
LCTT từ HĐ Đầu tư	1,555	-422	-7	126
Tiền chi trả cổ tức	-349	-751	-2,342	-2,342
Tiền từ vay ròng	0	0	0	0
Tiền thu khác	-1,067	-170	-109	-75
LCTT từ HĐ Tài chính	-5,633	-3,003	-5,429	-5,323
Dòng tiền đầu kỳ	2,266	3,185	5,083	7,876
Tiền trong kỳ	919	1,898	2,793	1,177
Dòng tiền cuối kỳ	3,185	5,083	7,876	9,053

Chỉ số	2018	2019	2020F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	0.9	0.9	1.1	1.1
Hố TT nhanh	0.6	0.9	1.0	1.0
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	0.5	0.5	0.4	0.4
Hố Nợ/VCSH	1.2	0.9	0.8	0.7
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	50.0	33.9	18.6	16.6
Số ngày phải thu	79.8	83.8	98.4	85.7
Số ngày phải trả	123.1	81.6	107.2	102.1
CCC	6.6	36.1	9.8	0.2
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	13.7%	14.5%	11.8%	13.1%
Lợi nhuận LNST	7.0%	8.1%	7.6%	9.6%
ROE	8.5%	9.7%	7.5%	9.9%
ROA	3.9%	5.1%	4.1%	5.8%
Định Giá				
PE	17.4	10.7	12.4	12.9
PB	0.3	0.9	0.8	1.0
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	9.9%	8.3%	-15.9%	10.2%
Tăng trưởng EBIT	-21.6%	34.8%	-26.1%	24.5%
Tăng trưởng LNTT	-12.1%	24.8%	-20.7%	39.1%
Tăng trưởng EPS	-20.0%	30.6%	-17.2%	38.4%

Nguồn: POW, 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 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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

