

## TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX: POW)

T08.2021

## ĐÁNH GIÁ

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| Giá mục tiêu                     | 13.800 |
| Giá đóng cửa tại ngày 23/08/2021 | 10.550 |
| Upside                           | 30,8%  |

## MUA

## LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG NHỜ THOÁI VỐN CÔNG TY CON VÀ GIÁ BÁN ĐIỆN CAO HƠN CÙNG KỲ

**Doanh thu 6 tháng đầu năm 2021 gần như đi ngang so với cùng kỳ** do (1) tình hình thủy văn thuận lợi, thủy điện chiếm ưu thế tuyệt đối trên thị trường điện cạnh tranh, (2) dịch Covid diễn biến phức tạp khiến phụ tải điện giảm và (3) doanh thu các mảng khác giảm.

**Nhà máy điện Nhơn Trạch 1 chỉ được huy động 40 ngày trong suốt nửa đầu năm.** Sản lượng Qc của Nhơn Trạch 1 chỉ bằng 20% dự kiến nên trong 6 tháng đầu năm Nhà máy chỉ được huy động 40 ngày/181 ngày khả dụng.

**Hai nhà máy thủy điện hoạt động ổn định.** Nhờ khí hậu thuận lợi nên hai nhà máy điện của POW vận hành khá tốt dù nửa đầu năm là mùa khô ở miền Bắc.

**NMĐ Vũng Áng 1 được phân bổ sản lượng Qc cao, vận hành 2 tổ máy liên tục** nhờ chào giá cạnh tranh. Tuy nhiên, khó khăn trong truyền tải điện và việc EVN ưu tiên mua điện tái tạo cũng khiến NMĐ Vũng Áng chưa thể hoạt động hết công suất.

## Nhu cầu điện nửa cuối năm phụ thuộc vào khả năng kiểm soát dịch bệnh

**Sản lượng thủy điện tăng mạnh.** Dù hiện tượng La Nina đã suy yếu nhưng nửa cuối năm lại là mùa mưa nên các nhà máy thủy điện vẫn có lợi thế sản xuất hơn so với điện than và điện khí. Thêm vào đó, giá khí đầu vào cao khiến cho điện khí khó chiếm được ưu thế trên thị trường điện cạnh tranh, nhất là khi phụ tải giảm do nhiều cơ sở kinh doanh không thể hoạt động theo lệnh giãn cách theo Chỉ thị 16.

## Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **13.800đ/cp** trong báo cáo gần nhất, tương ứng p/e forward 2021 là 13,07 do: (1) Sản lượng điện khó đạt kế hoạch do Qc thấp hơn và diễn biến dịch Covid-19 vẫn hết sức phức tạp và (2) Giá bán điện của các nhà máy điện khí cao hơn so với năm trước do giá khí tăng theo đà tăng của giá dầu thô.

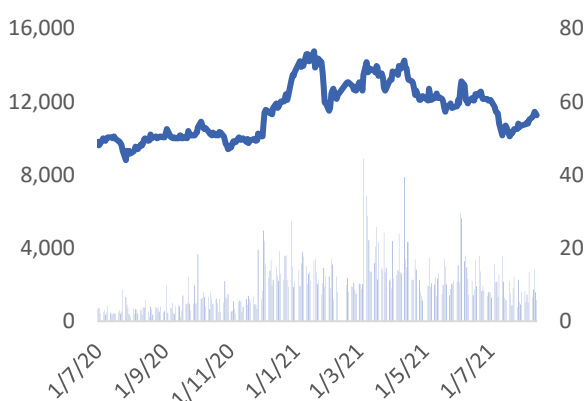
## Dữ liệu giao dịch

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| Sàn giao dịch                 | HOSE         |
| Giá cao/thấp nhất 52 tuần     | 14.750/8.800 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ VND)   | 26.570       |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp) | 2,341        |
| KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)     | 9,662        |
| Sở hữu trong nước (%)         | 97,09%       |
| Sở hữu nước ngoài (%)         | 2,91%        |
| Room nước ngoài (%)           | 49%          |

## Một số chỉ tiêu chính

|                           | 2020    | 2021F  |
|---------------------------|---------|--------|
| <b>Doanh thu (tỷ VND)</b> | 29.709  | 31.731 |
| LN gộp (tỷ VND)           | 4.619   | 5.003  |
| EBIT (tỷ VND)             | 3.339   | 3.591  |
| <b>LN ròng (VND)</b>      | 2.493   | 2.798  |
| Tăng trưởng LNR (%)       | (13,4)% | 12,2%  |
| EPS (VND)                 | 937     | 1.195  |
| Tăng trưởng EPS (%)       | (23,8)% | 13,0%  |
| BVPS (VND)                | 13.280  | 12.746 |
| <b>ROE (%)</b>            | 8,02%   | 8,0%   |
| <b>ROA (%)</b>            | 4,63%   | 4,6%   |

## Diễn biến giá cổ phiếu



## Cơ cấu cổ đông

|                           |        |
|---------------------------|--------|
| Tập đoàn dầu khí Việt Nam | 79,94% |
| Cổ đông khác              | 20,06% |

### Hoạt động kinh doanh nửa đầu năm tương đối khó khăn

**Doanh thu 6 tháng đầu năm 2021 gần như đi ngang so với cùng kỳ.** Theo BCTC hợp nhất giữa niên độ, doanh thu lũy kế 6 tháng của POW đạt 15.617 tỷ đồng (-0,4% yoy), nguyên nhân chủ yếu là do (1) tình hình thủy văn thuận lợi, thủy điện chiếm ưu thế tuyệt đối trên thị trường điện cạnh tranh, (2) dịch Covid diễn biến phức tạp khiến phụ tải điện giảm và (3) doanh thu các mảng khác giảm.

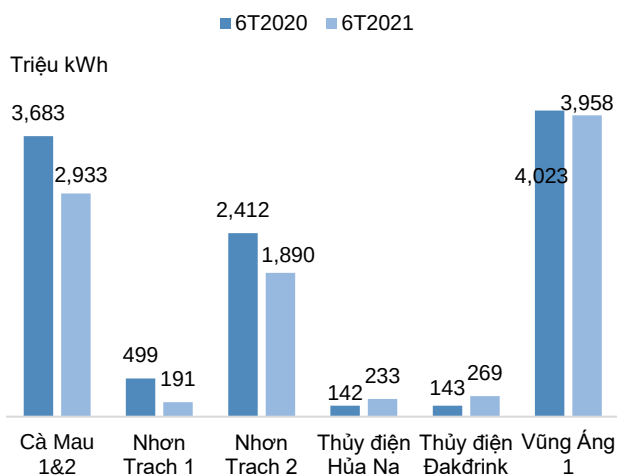
Lợi nhuận sau thuế ghi nhận là 1.456 tỷ đồng, tăng 8,1% so với cùng kỳ nhờ (1) thu lãi bán công ty con (PV Machino), (2) chi phí lãi vay và SG&A giảm mạnh.

**Nhà máy điện Nhơn Trạch 1 chỉ được huy động 40 ngày trong suốt nửa đầu năm** do Qc được giao thấp (170,3 Tr.kWh, chỉ bằng 20% Qc dự kiến giao là 850,8 Tr.kWh) nên trong 06 tháng đầu năm Nhà máy chỉ được huy động 40 ngày/181 ngày khả dụng. Việc nhà máy được huy động Qc được phân bổ rất thấp làm ảnh hưởng nghiêm trọng tới hiệu quả sản xuất kinh doanh của nhà máy.

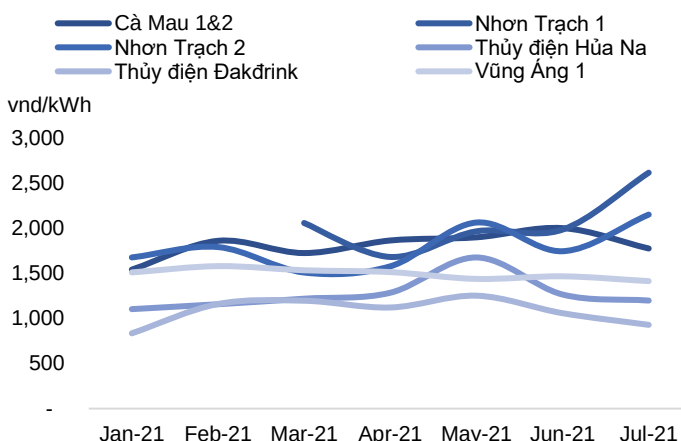
**Hai nhà máy thủy điện hoạt động ổn định.** Lượng nước về hồ của Thủy điện Hủa Na chỉ bằng 91% cùng kỳ nên nhà máy chủ yếu chạy vào các chu kỳ có giá thị trường cao và giảm phát các thời gian còn lại để tích đủ nước cho giai đoạn tiếp theo. NMD Đăkđrinh có lượng nước về hồ dồi dào hơn nên sản lượng điện đạt gần 270 triệu kWh, tăng 88% so với cùng kỳ. Dự kiến, mùa mưa cuối năm sẽ giúp các nhà máy thủy điện tiếp tục sản xuất thuận lợi và được ưu tiên huy động.

**NMD Vũng Áng được phân bổ sản lượng Qc cao, vận hành 2 tổ máy liên tục.** Sản lượng sản xuất 6 tháng đầu năm của nhà máy tăng 26% so với cùng kỳ, đạt gần 4 tỷ kWh. Với lợi thế giá cả cạnh tranh hơn so với điện khí, chúng tôi đánh giá NMD Vũng Áng 1 vẫn sẽ được huy động nhiều trong nửa cuối năm, phục vụ cho khu vực phía Bắc nơi tình hình dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn.

**SẢN LƯỢNG ĐIỆN SẢN XUẤT**



**GIÁ BÁN ĐIỆN CÁC NHÀ MÁY CỦA POW**



Nguồn: POW

### Sản lượng năm 2021 phụ thuộc nhiều vào khả năng kiểm soát dịch Covid-19

**NMD Vũng Áng 1 có kế hoạch sửa chữa lớn trong nửa sau của năm 2021.** Tổ máy số 2 sẽ được đại tu trong nửa sau của năm 2021 sẽ làm ảnh hưởng tới công suất chung của NMD Vũng Áng 1. Tuy nhiên, như đã trình bày ở trên, chúng tôi cho rằng điện than vẫn sẽ có lợi thế chi phí tương đối rẻ và tình hình dịch bệnh tại khu vực phía Bắc khả quan hơn sẽ khiến NMD Vũng Áng 1 được huy động cao. Chúng tôi dự báo, sản lượng cả năm 2021 của NMD Vũng Áng 1 sẽ đạt 7 tỷ kWh, doanh thu ước tính đạt 10.681 tỷ đồng.

**Các tổ hợp NMD khí tiếp tục được giao sản lượng thấp do phụ tải giảm.** Giá bán điện cao do chi phí đầu vào tăng cùng với nhu cầu điện thấp tại khu vực phía Nam khiến cho các nhà máy điện khí của POW tiếp tục gặp khó khăn. Theo đánh giá của chúng tôi, sản lượng các nhà máy điện khí sẽ tiếp tục giảm trong quý III do diễn biến phức tạp của dịch Covid và chỉ có thể phục hồi trở lại trong quý IV nếu tình hình dịch bệnh được kiểm soát và các khu công nghiệp hoạt động với công suất cao trở lại để phục vụ các đơn hàng cuối năm. Tuy sản lượng không cao, chúng tôi vẫn cho rằng doanh thu NMD Cà Mau 1&2 và Nhơn Trạch 2 sẽ tăng trưởng 22,9% và 9,1% dựa trên giả định giá bán điện trung bình cả năm 2021 của 2 nhà máy này tăng 26,7% và 6,5% so với cùng kỳ.

**Thủy điện sản xuất thuận lợi khi bước vào mùa mưa.** Hai nhà máy thủy điện Hòa Na và Đakđrinh dự kiến vẫn sẽ hoạt động tốt và có sản lượng cao nửa cuối năm nhờ yếu tố thời tiết thuận lợi và nửa đầu năm đã tính toán để tích đủ lượng nước trong hồ chứa. Sản lượng điện sản xuất của 2 nhà máy trên được chúng tôi ước tính lần lượt là 600kWh và 550kWh, tương ứng tăng trưởng 5,8% và 8,7% so với cùng kỳ. Doanh thu dự phóng lần lượt là 724 và 520 tỷ đồng.

#### **Dự phóng KQKD và Định giá**

**Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu và lợi nhuận 2021 lần lượt là 31.731 tỷ đồng và 2.798 tỷ đồng, tương ứng mức tăng 6,8% và 12,2% yoy và giữ nguyên giá mục tiêu 13.800đ/cp so với báo cáo trước, tương ứng P/E forward 2021 là 13.07, do:**

- (1) Sản lượng điện khó đạt kế hoạch do Qc thấp hơn và diễn biến dịch Covid-19 vẫn hết sức phức tạp.**
- (2) Giá bán điện của các nhà máy điện khí cao hơn so với năm trước do giá khí tăng theo đà tăng của giá dầu thô.** Do đó, tuy sản lượng nhiều khả năng không đạt kế hoạch nhưng chúng tôi cho rằng doanh thu của POW vẫn có thể tăng trưởng 6,8% với giả định giá bán điện của các nhà máy điện khí tăng trung bình từ 16%-30%, tùy từng nhà máy.

**Báo cáo tài chính**

| <b>Income Statement (VND bn)</b>                      | <b>2020A</b>  | <b>2021F</b>  | <b>2022F</b>  |
|-------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần                                       | 29.709        | 31.731        | 32.884        |
| Giá vốn hàng bán                                      | 25.090        | 26.729        | 28.024        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                                  | <b>4.619</b>  | <b>5.003</b>  | <b>4.860</b>  |
| Doanh thu hoạt động tài chính                         | 527           | 556           | 617           |
| Chi phí tài chính                                     | 1.034         | 1.325         | 2.123         |
| Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết   | -             | -             | -             |
| Chi phí bán hàng                                      | 35            | 39            | 42            |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                          | 1.245         | 1.373         | 1.423         |
| <b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>        | <b>2.832</b>  | <b>2.822</b>  | <b>1.889</b>  |
| Lợi nhuận khác                                        | 21            | 380           | 22            |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                           | <b>2.853</b>  | <b>3.202</b>  | <b>1.867</b>  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                             | <b>2.493</b>  | <b>2.798</b>  | <b>1.673</b>  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>      | <b>2.195</b>  | <b>2.463</b>  | <b>1.473</b>  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b> | <b>299</b>    | <b>335</b>    | <b>200</b>    |
| <b>Balance Sheet (VND bn)</b>                         | <b>2020A</b>  | <b>2021F</b>  | <b>2022F</b>  |
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>                               | <b>16.827</b> | <b>20.082</b> | <b>19.973</b> |
| I. Tiền & tương đương tiền                            | 7.858         | 9.733         | 9.217         |
| II. Đầu tư tài chính ngắn hạn                         | -             | -             | -             |
| III. Các khoản phải thu ngắn hạn                      | 7.126         | 7.611         | 7.888         |
| IV. Hàng tồn kho                                      | 1.728         | 2.614         | 2.741         |
| V. Tài sản ngắn hạn khác                              | 115           | 123           | 127           |
| <b>Tài sản dài hạn</b>                                | <b>36.988</b> | <b>36.886</b> | <b>49.044</b> |
| I. Các khoản phải thu dài hạn                         | 3             | 3             | 3             |
| II. Tài sản cố định                                   | 34.615        | 31.513        | 28.521        |
| V. Đầu tư tài chính dài hạn                           | 993           | 993           | 993           |
| VI. Tài sản dài hạn khác                              | 1.126         | 1.126         | 1.126         |
| <b>Tổng tài sản</b>                                   | <b>53.815</b> | <b>56.968</b> | <b>69.016</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>                                    | <b>22.714</b> | <b>24.054</b> | <b>35.019</b> |
| <b>I. Nợ ngắn hạn</b>                                 | <b>15.482</b> | <b>16.093</b> | <b>17.272</b> |
| 1. Khoản phải trả ngắn hạn                            | 8.464         | 8.945         | 9.865         |
| 2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn                   | 7.018         | 7.148         | 7.407         |
| <b>II. Nợ dài hạn</b>                                 | <b>7.232</b>  | <b>7.961</b>  | <b>17.746</b> |
| 1. Các khoản phải trả dài hạn                         | 1.841         | 1.310         | 1.357         |
| 2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn                    | 5.392         | 6.651         | 16.389        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                                 | <b>31.101</b> | <b>32.914</b> | <b>33.998</b> |
| 1. Vốn điều lệ                                        | 23.419        | 23.419        | 23.419        |
| 2. Thặng dư vốn cổ phần                               | -             | -             | -             |
| 3. Lợi nhuận dũ lại                                   | 4.137         | 5.615         | 6.498         |
| 4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát                    | 2.729         | 3.064         | 3.265         |
| 5. Nguồn vốn khác                                     | 226           | 226           | 226           |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>                                 | <b>53.815</b> | <b>56.968</b> | <b>69.016</b> |

| <b>Chỉ số chính</b>                              | <b>2020A</b> | <b>2021F</b> | <b>2022F</b> |
|--------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Khả năng sinh lời</b>                         |              |              |              |
| Biên lợi nhuận gộp                               | 14,5%        | 15,5%        | 15,8%        |
| Biên EBITDA                                      | 11,2%        | 11,2%        | 11,3%        |
| Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ) | 7,2%         | 7,4%         | 7,8%         |
| ROE                                              | 9,8%         | 8,0%         | 8,5%         |
| ROA                                              | 5,2%         | 4,6%         | 4,9%         |
| <b>Tăng trưởng</b>                               |              |              |              |
| Doanh thu                                        | -16,1%       | 6,8%         | 3,6%         |
| Lợi nhuận gộp                                    | -10,2%       | 8,3%         | -2,8%        |
| Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)      | -13,3%       | 12,2%        | -40,2%       |
| EPS                                              | 16,0%        | 13,0%        | 13,0%        |
| Tổng tài sản                                     | 4,0%         | 3,0%         | 3,0%         |
| VCSH                                             | 4,0%         | 3,0%         | 3,0%         |
| <b>Thanh khoản</b>                               |              |              |              |
| Thanh toán hiện hành                             | 1,21         | 1,52         | 1,53         |
| Nợ/tài sản                                       | 0,50         | 0,81         | 0,82         |
| Nợ/vốn chủ sở hữu                                | 30,0%        | 27,0%        | 127,0%       |
| Khả năng thanh toán lãi vay                      | 47,6%        | 50,2%        | 45,8%        |
| <b>Định giá</b>                                  |              |              |              |
| EPS (VND)                                        | 1.065        | 1.195        | 714          |
| BVPS (VND)                                       | 12.115       | 12.746       | 13.123       |
| <b>Cashflow Statement</b>                        | <b>2020A</b> | <b>2021F</b> | <b>2022F</b> |
| CFO                                              | 8.321        | 5.013        | 5.905        |
| CFI                                              | (135)        | (3.542)      | (15.830)     |
| CFF                                              | (6.167)      | 404          | 9.408        |



**LIÊN HỆ**

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: [www.psi.vn](http://www.psi.vn)

**Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh**

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,

Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84-8) 3914 6789

Fax: (84-8) 3914 6969

**Chi nhánh TP. Vũng Tàu**

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.

Vũng Tàu

Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26

Fax: (84-64) 625 4521

**Chi nhánh TP. Đà Nẵng**

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong,

Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng

Điện thoại: (84-511) 389 9338

Fax: (84-511) 389 9339

**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.