

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

Giá mục tiêu	11,600
Giá mục tiêu cũ	11,200
Giá hiện tại	9,250

MUA
Cập nhật doanh nghiệp

Triển vọng tích cực từ điện than: Do đã ký hợp đồng nhập khẩu than với chi phí rẻ và ký kết hợp đồng với TKV, cung cấp năm 2020 với khối lượng là 3 triệu tấn than +/- 5%. Tính lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, NMD Vũng Áng đã sản xuất 4 tỷ kwh và hoàn thành 128% kế hoạch. Vũng Áng 1 tiếp tục hưởng lợi từ việc EVN gia tăng huy động điện than, dự kiến 6 tháng cuối năm sản xuất 3,1 tỷ kwh, hoàn thành 114% kế hoạch năm.

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	17.500/7.0900
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	21.428
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2.341
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	3.032.006
Sở hữu trong nước (%)	88,6%
Sở hữu nước ngoài (%)	11,4%
Room nước ngoài (%)	49%

6 tháng đầu năm, sản lượng NT1 đạt 31% kế hoạch do tình trạng thiếu khí, sản lượng điện hợp đồng (Qc) được phân bổ cho NMD Nhơn Trạch 1 rất thấp (chỉ 102,16 Tr.kWh) so với hơn 1 tỷ kwh như năm 2019.

Nguồn khí từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt bắt đầu cấp khí tư cuối năm 2020, muộn nhất là tháng 1/2021, bù đắp khí thiếu hụt cho NMD NT1. Ngoài ra, ĐHĐCĐ đã chấp thuận việc mua khí bổ sung cho NMD Cà Mau 1&2 từ Petronas (Malaysia). Dự kiến POW giảm áp lực về vấn đề thiếu khí từ 2021.

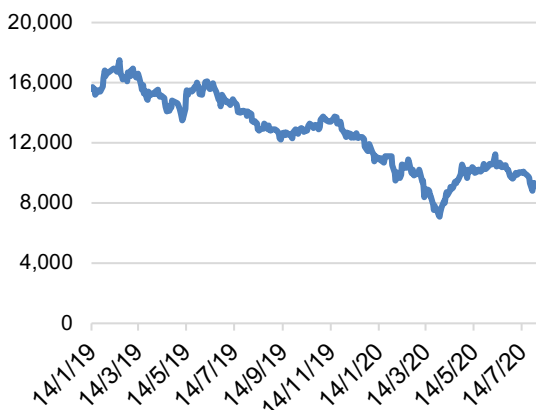
Một số chỉ tiêu chính

	2019A	2020E	2021E
Doanh thu (tỷ VND)	35,374	33,225	35,789
LN gộp (tỷ VND)	5,076	3,801	4,934
EBIT (tỷ VND)	4,319	3,299	4,220
LN ròng (VND)	2,855	2,201	3,069
Tăng trưởng LNR (%)	25%	-23%	39%
EPS (VND)	1,219	940	1,311
Tăng trưởng EPS (%)	24%	-23%	39%
BVPS (VND)	11,481	11,989	12,816
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	3%	3%
ROE (%)	8.53%	9.67%	7.10%
ROA (%)	3.94%	5.13%	4.24%

Theo ĐHĐCĐ, PV POW tận dụng lợi thế về giá điện mặt trời trong năm 2020, công ty đang phát triển dự án điện mặt trời áp mái ngay trên các nhà máy của doanh nghiệp cũng như các cơ sở, nhà máy thuộc hệ thống Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN), dự kiến sẽ có được công suất điện mặt trời khoảng 50 MW trong năm 2020.

Doanh thu 6T 2020 của POW đạt 15.684 tỷ đồng (đạt 86% kế hoạch), LNST đạt 1.347 tỷ đồng (hoàn thành 116% kế hoạch 6 tháng.

Nguyên nhân doanh thu giảm chủ yếu do thiếu khí phát điện cho NMD NT1, lưu lượng nước về hồ thấp trong thời điểm tích nước khiến sản lượng 2 Nhà máy THỦY điện không đạt kế hoạch.

Diễn biến giá cổ phiếu


Theo KQ ĐHĐCĐ, POW phân phối LNST 2019 bằng tiên tỷ lệ 3% vốn điều lệ, POW dự kiến duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức này trong năm 2020.

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi cũng điều chỉnh định giá DCF do (1) điều chỉnh sản lượng NMD Vũng Áng và Nhơn Trạch 1, (2) tăng thuế suất thu nhập lên 10,9% theo kế hoạch của công ty, (3) thay đổi Phần bù rủi ro theo cập nhật Damodaran do biến động thị trường trong thời gian qua và (4) Thay đổi giá trị dòng tiền tại năm terminal sau khi đã hoàn thành dự án NMD Nhơn Trạch 3&4

Cơ cấu cổ đông

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

Triển vọng tích cực từ điện than: Do đã ký hợp đồng nhập khẩu than với chi phí rẻ và ký kết hợp đồng với TKV, cung cấp năm 2020 với khối lượng là 3 triệu tấn than +/- 5%. Tính lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, NMD Vũng Áng đã sản xuất 4 tỷ kwh và hoàn thành 128% kế hoạch. Vũng Áng 1 tiếp tục hưởng lợi từ việc EVN gia tăng huy động điện than, dự kiến 6 tháng cuối năm sản xuất 3,1 tỷ kwh, hoàn thành 114% kế hoạch năm.

6 tháng đầu năm, sản lượng NT1 đạt 31% kế hoạch do tình trạng thiếu khí, sản lượng điện hợp đồng (Qc) được phân bổ cho NMD Nhơn Trạch 1 rất thấp (chỉ 102,16 Tr.kWh) so với hơn 1 tỷ kwh như năm 2019.

Nguồn khí từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt bắt đầu cấp khí từ cuối năm 2020, muộn nhất là tháng 1/2021, bù đắp khí thiếu hụt cho NMD NT1. Ngoài ra, ĐHĐCĐ đã chấp thuận việc mua khí bổ sung cho NMD Cà Mau 1&2 từ Petronas (Malaysia). Dự kiến POW giảm áp lực về vấn đề thiếu khí từ 2021.

Theo ĐHĐCĐ, PV POW tận dụng lợi thế về giá điện mặt trời trong năm 2020, công ty đang phát triển dự án điện mặt trời áp mái ngay trên các nhà máy của doanh nghiệp cũng như các cơ sở, nhà máy thuộc hệ thống Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN), dự kiến sẽ có được công suất điện mặt trời khoảng 50 MW trong năm 2020.

Doanh thu 6T 2020 của POW đạt 15.684 tỷ đồng (đạt 86% kế hoạch), LNST đạt 1.347 tỷ đồng (hoàn thành 116% kế hoạch 6 tháng. Nguyên nhân doanh thu giảm chủ yếu do thiếu khí phát điện cho NMD NT1, lưu lượng nước về hồ thấp trong thời điểm tích nước khiến sản lượng 2 Nhà máy Thủy điện không đạt kế hoạch.

Theo KQ ĐHĐCĐ, POW phân phối LNST 2019 bằng tiền tỷ lệ 3% vốn điều lệ, POW dự kiến duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức này trong năm 2020.

NMD Hòa Na và Đakdrinh: Lưu lượng nước về hồ rất thấp do đó sản lượng 6 tháng đầu năm chỉ đạt 70% kế hoạch. Theo dự báo của Tổng cục khí tượng thủy văn, mùa mưa năm nay đến muộn từ tháng 9-11, tuy không còn hiện tượng El Nino nhưng thời tiết nóng hơn và nhiệt độ trung bình tăng 1-1,5 độ so với năm ngoái.

	Đơn vị tính	6T.2019	6T.2020	% Kế hoạch 6T.2020	Kế hoạch 6T cuối năm
Nhà máy điện Hòa Na	Triệu kWh	238.5	152.5	68%	427.7
Nhà máy điện Đakdrinh	Triệu kWh	237.6	154.6	70%	311

Dự phóng KQKD và Định giá

Chúng tôi điều chỉnh sản lượng NMD Vũng Áng lên 14% so với dự phóng trước do nguồn than được cung cấp TKV và nhập khẩu đủ cho sản xuất vượt kế hoạch đặt ra, đồng thời giảm sản lượng NMD Nhơn Trạch 1 do vấn đề thiếu khí và lượng Qc được phân bổ thấp. Chúng tôi sử dụng hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E forward và P/B forward để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu.

Chúng tôi cũng điều chỉnh định giá DCF do:

- (1) Điều chỉnh sản lượng NMD Vũng Áng và Nhơn Trạch 1;
- (2) Tăng thuế suất thu nhập lên 10,9% theo kế hoạch của công ty;
- (3) Thay đổi Phần bù rủi ro theo cập nhật Damodaran do biến động thị trường trong thời gian qua và (4) Thay đổi giá trị dòng tiền tại năm terminal sau khi đã hoàn thành dự án NMD Nhơn Trạch 3&4

Phương pháp DCF:

Chúng tôi ước tính chi phí vốn chủ (Re) là 15.04%, do đó WACC chiết khấu dòng tiền đạt 10,8%:

FCFF	<i>Estimates</i>					Terminal Value
	<i>Dec-20</i>	<i>Dec-21</i>	<i>Dec-22</i>	<i>Dec-23</i>	<i>Dec-24</i>	
EBIT	3,299,319	4,220,416	4,335,002	4,312,059	5,323,759	
Thuế suất	10.90%	10.90%	10.90%	10.90%	10.90%	
NOPAT (Net Operating Profit After Tax)	3,075,281	3,898,733	4,003,721	3,986,317	4,890,933	
- Thay đổi vốn lưu động	(1,394,308)	(374,671)	(95,548)	(14,070)	(815,534)	
- Vốn đầu tư	(772,900)	(4,480,000)	(10,136,967)	(10,136,967)	(10,136,967)	
+ Khấu hao	3,714,380	3,733,536	3,752,692	4,785,497	4,252,285	
FCFF	4,622,453	2,777,598	(2,476,102)	(1,379,223)	(1,809,282)	39,047,649
Chiết khấu dòng tiền	5,862,151	4,206,713	2,300,436	(1,866,292)	(946,054)	3,837,551

Đơn vị: Triệu đồng

Định giá	
Giá trị doanh nghiệp	41,613,024
Tổng nợ vay	17,551,621
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,622,639
Tiền mặt	5,741,198
Giá trị vốn cổ phần	27,179,962
SLCP lưu hành	2,341,871,600
Giá mục tiêu	11,606

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)				Chỉ số chính			
	2019	2020F	2021F		2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	35,374	33,225	35,789	Khả năng sinh lời			
Giá vốn hàng bán	30,298	29,424	30,855	Biên lợi nhuận gộp	13.7%	14.5%	11.4%
Lợi nhuận gộp	5,076	3,801	4,934	Biên EBITDA	21.1%	21.1%	22.2%
Doanh thu hoạt động tài chính	453	661	535	Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	5.9%	7.1%	5.7%
Chi phí tài chính	1,324	998	945	ROE	8.5%	9.7%	7.1%
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết				ROA	3.9%	5.1%	4.2%
Chi phí bán hàng	27	28	31	Tăng trưởng			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,179	1,108	1,193	Doanh thu	8%	-6%	8%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	3,000	2,329	3,300	Lợi nhuận gộp	15%	-26%	30%
Lợi nhuận khác	49	88	88	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	31%	-25%	39%
Lợi nhuận trước thuế	3,049	2,416	3,387	EPS	-18%	16%	13%
Lợi nhuận sau thuế	2,855	2,201	3,069	Tổng tài sản	-4%	4%	3%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,510	1,893	2,639	VCSH	-4%	4%	3%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	345	308	430	Thanh khoản			
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F	Thanh toán hiện hành	0,87	1,21	1,52
Tài sản ngắn hạn	16,075	15,233	16,455	Nợ/tài sản	0,19	0,50	0,81
I. Tiền & tương đương tiền	5,741	3,840	4,283	Nợ/vốn chủ sở hữu	34%	30%	27%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	Định giá			
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	8,714	8,184	8,816	Cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%
IV. Hàng tồn kho	1,428	3,016	3,163	EPS (VND)	1,219	940	1,311
V. Tài sản ngắn hạn khác	192	192	192	BVPS (VND)	11,481	11,989	12,816
Tài sản dài hạn	39,621	36,679	37,425	Cashflow Statement	2019	2020F	2021F
I. Các khoản phải thu dài hạn	3	3	3	CFO	4,352	4,522	6,428
II. Tài sản cố định	37,320	34,252	30,949	CFI	41,588	(773)	(4,480)
V. Đầu tư tài chính dài hạn	983	983	983	CFF	(2,370)	(5,650)	(1,505)
VI. Tài sản dài hạn khác	1,098	1,098	1,098				
Tổng tài sản	55,696	51,912	53,880				
Nợ phải trả	26,186	20,904	20,506				
I. Nợ ngắn hạn	17,064	14,694	14,068				
1. Khoản phải trả ngắn hạn	7,906	7,694	8,068				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	9,158	7,000	6,000				
II. Nợ dài hạn	9,123	6,210	6,438				
1. Các khoản phải trả dài hạn	729	606	636				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	8,394	5,604	5,802				
Vốn chủ sở hữu	29,509	31,008	33,375				
1. Vốn điều lệ	23,419	23,419	23,419				
2. Thặng dư vốn cổ phần	- 0	0	- 0				
3. Lợi nhuận dũ lại	2,651	3,841	5,778				
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,623	2,931	3,361				
5. Nguồn vốn khác	818	818	818				
Tổng nguồn vốn	55,696	51,912	53,880				

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Hệ thống khuyến nghị của PSI được xây dựng dựa trên mức chênh lệch giữa kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm định giá, có giá trị 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu, tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật hoặc đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

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

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

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH**Đào Hồng Dương**

Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: duongdh@psi.vn

Lê Đức Khánh

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: khanhld@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó Phòng PTDN
Email: thanhtd@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông
Email: gianglth@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Bộ phận truyền thông
Email: myvhh@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích
Email: ducnh@psi.vn

Đông Khau Tú

Chuyên viên phân tích
Email: tudk@psi.vn

Nguyễn Hoàng Minh Hương

Chuyên viên phân tích
Email: huongnhm@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên phân tích
Email: phamhoang@psi.vn

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.