

TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX: POW)
T3.2021
ĐÁNH GIÁ
Phù hợp

Giá mục tiêu	14,200
Giá đóng cửa tại ngày 29/3/2021	13,100
Upside	8.4%

Ước tính PVPower thu về 358 tỷ đồng lợi nhuận từ thoái vốn tại PVM

Doanh thu năm 2020 của PVPOW đạt 29,709 tỷ đồng, giảm 16% so với cùng kỳ do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid 19, theo đó, LNST năm 2020 đạt 2,493 tỷ đồng, hoàn thành 122% kế hoạch năm, tuy nhiên giảm 13%yoy.

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	14,750/7,090
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	34,542
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,341
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	5,868,483

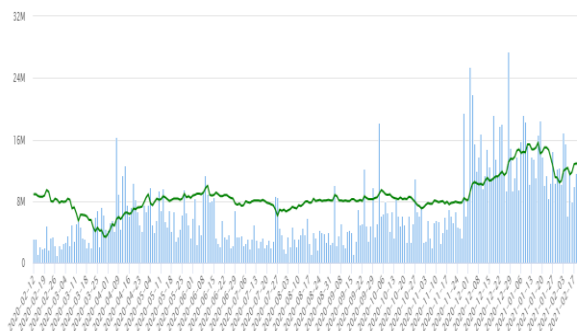
Một số chỉ tiêu chính

	2020	2021F
Doanh thu (tỷ VND)	29,709	35,344
LN gộp (tỷ VND)	4,619	5,581
EBIT (tỷ VND)	3,339	4,008
LN ròng (VND)	2,493	3,106
Tăng trưởng LNR (%)	(13.4)	24.5
EPS (VND)	937	1.167
Tăng trưởng EPS (%)	(23.8)%	24.5%
BVPS (VND)	13,280	14,053
ROE (%)	8.02%	8.49%
ROA (%)	4.63%	4.74%

NMĐ Vũng Áng hoạt động ổn định, sản lượng điện tăng trưởng đạt 114% so với cùng kỳ. Năm 2020, nhờ hoạt động liên tục 2 tổ máy và nguồn nguyên liệu than được đảm bảo từ TKV, sản lượng NMĐ Vũng Áng ước đạt 6.5 tỷ kwh, tăng 14% so với năm ngoái. Chúng tôi ước tính Vũng Áng năm nay tiếp nhận 3.2 triệu tấn than từ TKV, hoàn thành kế hoạch năm. Năm 2021, ngoài lượng than được cung cấp từ TKV vẫn được duy trì, POW đã chọn được nhà thầu khác cung cấp và ký hợp đồng mua bán thêm 400 nghìn tấn/năm. Tuy nhiên, POW thực hiện đại tu NMĐ Vũng Áng trong năm 2021, chúng tôi dự phóng sản lượng điện vẫn tăng nhẹ, đạt 6.9 tỷ kwh, tăng 5% so với cùng kỳ.

Tháng 3/2021, POW đã thoái toàn bộ 19,93 triệu cổ phiếu (tương đương 51,58% sở hữu) tại PV Machino: Với việc thoái vốn thành công tại PV Machino, chúng tôi ước tính với giá thoái vốn trung bình khoảng 27.470 đồng/cp và giá trị sổ sách theo BCTC công ty mẹ khoảng 9.500 đồng/cp, POW sẽ ghi nhận khoản lãi trước thuế trị giá 358,48 tỷ đồng.

Điều này sẽ giúp bổ sung nguồn tài chính giúp PVPower sớm triển khai dự án NT3, NT4 theo kế hoạch vào cuối năm 2021

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

PVN	79,94%
Cổ đông khác	20,06%

Cập nhật triển vọng năm 2021

Chúng tôi nâng giá mục tiêu từ 12,000 đồng/cp trong báo cáo gần nhất lên 14,200 đồng/cp, tương ứng p/e forward 2021 là 12.17, đến từ:

- (1) Giá dầu dần phục hồi trở lại vùng giá trước dịch.
- (2) Nguồn khí mới từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt sẽ gia tăng lượng khí đầu vào cho các NMĐ, cùng với việc ký bổ sung phụ lục hợp đồng cung cấp khí với GAS cho NMĐ Nhơn Trạch 1&2 năm 2021.
- (3) Nguồn than cho NMĐ Vũng Áng dự kiến được cung cấp ổn định
- (4) Kinh tế phục hồi sau khi Vaccine dần được phổ biến để kiểm soát đại dịch Covid-19. POW có lợi thế cạnh tranh trong ngành điện, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam đối mặt nguy cơ thiếu điện để đáp ứng quá trình công nghiệp hóa.

Lợi nhuận 2020 vượt kế hoạch

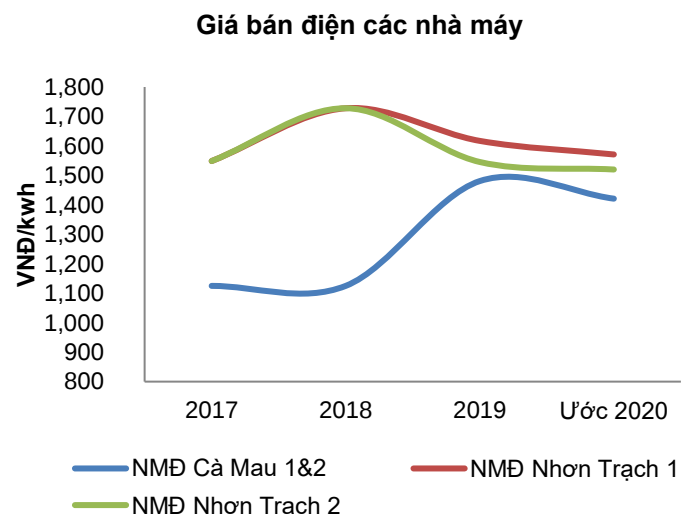
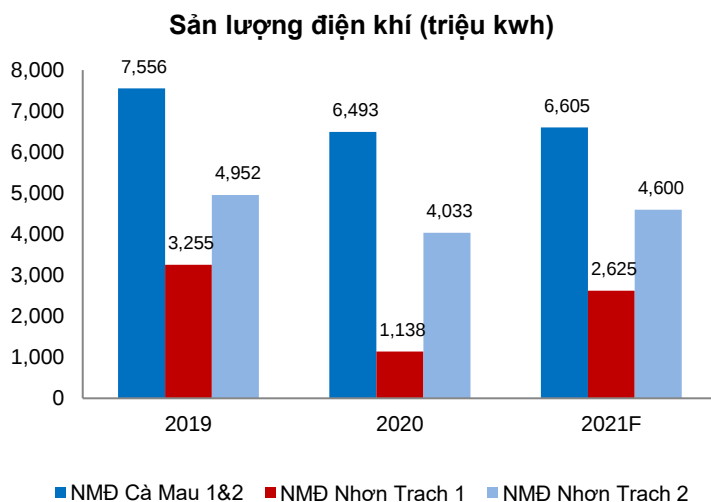
KQKD quý 4 của POW tăng mạnh, LNST đạt 1,006 tỷ đồng, tăng 159% so với cùng kỳ do (1) hoàn nhập dự phòng chênh lệch tỷ giá trong hợp đồng PPA của NMD Vũng Áng trong năm 2016 và 2017.

Doanh thu năm 2020 của PVPOW đạt 29,709 tỷ đồng, giảm 16% so với cùng kỳ do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid 19 làm giảm sản lượng tiêu thụ cả nước và ảnh hưởng của giá dầu giảm làm cho giá khí giảm theo, do đó doanh thu bán điện của PV Power giảm tương ứng, ước tính doanh thu giảm 700-800 tỷ đồng/ mỗi 5 USD giá dầu. Theo đó, LNST năm 2020 đạt 2,493 tỷ đồng, hoàn thành 122% kế hoạch năm, tuy nhiên giảm 13%yoy do (1) sản lượng Qc huy động từ Nhơn Trạch 1 giảm do thiếu khí đầu vào; (2) doanh thu từ NMD Cà Mau 1 & 2 giảm mạnh.

NMD Vũng Áng hoạt động ổn định, sản lượng điện tăng trưởng đạt 114% so với cùng kỳ. Năm 2020, nhờ hoạt động liên tục 2 tổ máy và nguồn nguyên liệu than được đảm bảo từ TKV, sản lượng NMD Vũng Áng ước đạt 6.5 tỷ kwh, tăng 14% so với năm ngoái. Chúng tôi ước tính Vũng Áng năm nay tiếp nhận 3.2 triệu tấn than từ TKV, hoàn thành kế hoạch năm. Sang năm tới, ngoài lượng than được cung cấp từ TKV vẫn được duy trì, POW đã chọn được nhà thầu khác cung cấp và ký hợp đồng mua bán thêm 400 nghìn tấn/năm. Tuy nhiên, POW thực hiện đại tu NMD Vũng Áng trong năm 2021, chúng tôi dự phóng sản lượng điện vẫn tăng nhẹ, đạt 6.9 tỷ kwh, tăng 5% so với cùng kỳ.

Dòng khí từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt trong năm tới sẽ bù đắp vào lượng khí suy yếu ở khu vực Đông Nam Bộ. Đến hiện tại, POW đã ký bổ sung phụ lục hợp đồng cung cấp khí với GAS cho NMD Nhơn Trạch 1&2 năm 2021. Do đó, nguồn khí mới của GAS có thể cung cấp đủ cho 2 nhà máy điện khí Nhơn Trạch 1 & 2 hoạt động liên tục trong năm tới.

PV POW vẫn đang tiếp tục đàm phán với EVN về giá điện cho các NMD Cà Mau 1&2 và NMD Nhơn Trạch 2. Giá điện của Nhơn Trạch 2 đàm phán lại với EVN dự kiến giảm 50đ/kwh do theo vốn đầu tư quyết toán NMD Nhơn Trạch 2 với tỷ lệ IRR =11%. Chúng tôi ước tính doanh thu của NT2 sẽ giảm 186 tỷ do giá bán điện hợp đồng giảm. Đối với Cà Mau 1&2, vẫn chưa có kết quả về chuyển đổi đơn giá phí công suất từ USD sang VNĐ và chuẩn bị cho nhà máy tham gia thị trường điện cạnh tranh.

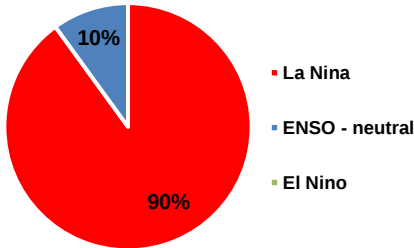


Nguồn: PVPower, PSI tổng hợp

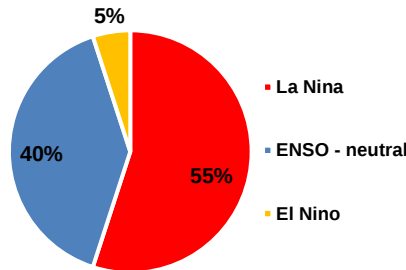
Thủy điện - Kỳ vọng tăng trưởng hỗ trợ từ LaNina: Tổng sản lượng điện năm 2020 của hai nhà máy Hủa Na và Đăkđrinh đạt hơn 1 tỷ kwh, tăng 7% so với cùng kỳ, theo đó tổng doanh thu đạt 1,128 tỷ đồng (+4.6% yoy). Tính riêng sản lượng điện trong Quý 4/2020 đạt gần 440 triệu kWh, tăng 39% so với Quý 3/2020 và tăng 131% so với cùng kỳ năm trước do lượng mưa trong 3 tháng cuối năm 2020 đã

được cải thiện và dự kiến kéo dài đến giữa năm 2021 chịu ảnh hưởng của hiện tượng La Nina, giúp gia tăng kết quả SXKD từ 2 nhà máy thủy điện của POW. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng của các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2021.

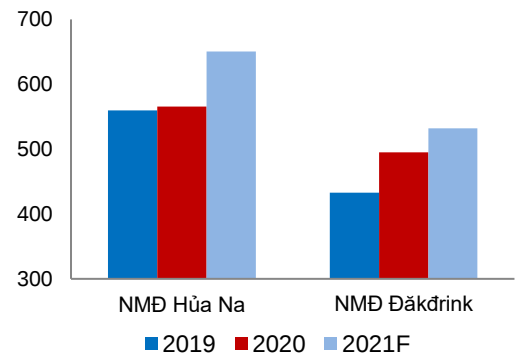
Dự báo hiện tượng thời tiết
Tháng 11/2020 - Tháng 1/2021



Dự báo hiện tượng thời tiết
Tháng 2 - Tháng 4/2021



Sản lượng thủy điện của PVPOWER



Nguồn: WMO, PV POWER, PSI tổng hợp

Tháng 3/2021, POW đã thoái toàn bộ 19,93 triệu cổ phiếu (tương đương 51,58% sở hữu) tại PV Machino: Với việc thoái vốn thành công tại PV Machino, ước tính giá thoái vốn trung bình khoảng 27.470 đồng/cp và giá vốn trung bình là 9.500 đồng/cp theo báo cáo tài chính của POW, POW sẽ ghi nhận khoản lãi trước thuế trị giá 358,48 tỷ đồng.

Cập nhật dự phóng hoạt động kinh doanh

Chúng tôi cập nhật điều chỉnh dự phóng tổng doanh thu 2021 đạt 35,344 tỷ đồng (+19% yoy), LNST đạt 3,106 tỷ đồng (+24.6% yoy) và nâng giá mục tiêu lên 14,200 đồng/cp, tương ứng p/e forward 2021 là 12.17, nhờ:

- Giá dầu dần phục hồi trở lại vùng giá trước dịch:** Giá khí neo theo giá dầu do đó giá khí cũng có xu hướng tăng và tổng doanh thu bán điện tăng dựa trên kịch bản giá dầu Brent trung bình năm 55 USD/thùng.
- Nguồn khí mới từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt sẽ gia tăng lượng khí đầu vào cho các NMĐ, cùng với việc ký bổ sung phụ lục hợp đồng cung cấp khí với GAS cho NMĐ Nhơn Trạch 1&2 năm 2021.** Do đó, đảm bảo nguyên liệu đầu vào được cung cấp đủ cho 2 nhà máy điện khí Nhơn Trạch 1 & 2 hoạt động liên tục trong năm tới.
- Nguồn than cho NMĐ Vũng Áng dự kiến được cung cấp ổn định** do POW đã ký hợp đồng với TKV 3.2 triệu tấn/năm cùng với 400 nghìn tấn than hợp đồng đã ký với nhà cung cấp khác qua đấu thầu. Ngoài ra, giá bán điện than cũng được hỗ trợ tích cực nhờ giá nhập khẩu than gần đây tăng mạnh 45% so với năm 2020 (Giá nhập khẩu than trung bình 2 tháng đầu năm 2021 là USD 87.54/tấn trong khi giá trung bình năm 2020 là USD 60.49/tấn).
- Kinh tế phục hồi sau khi Vaccine dần được phổ biến để kiểm soát đại dịch Covid-19.** POW có lợi thế cạnh tranh trong ngành điện, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam đối mặt nguy cơ thiếu điện để đáp ứng quá trình công nghiệp hóa. Với công suất sản xuất điện năng lớn và đa dạng các loại nhà máy điện, POW sẽ tận dụng vị thế sẵn có để đi đầu trong lĩnh vực điện khí LNG thông qua 02 dự án trọng điểm Nhơn Trạch 3 & 4 dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2023.
- Thoái vốn thành công PVMachino giúp bổ sung nguồn tài chính đầu tư NT3, NT4.** Nguồn tiền thu được từ thoái vốn sẽ giúp bổ sung nguồn tài chính giúp PVPower sớm triển khai dự án NT3, NT4 theo kế hoạch vào cuối năm 2021

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)				Chỉ số chính			
	2020	2021F	2022F		2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	29,709	35,344	36,525	Khả năng sinh lời			
Giá vốn hàng bán	25,090	29,763	31,119	Biên lợi nhuận gộp	15.6%	15.8%	14.8%
Lợi nhuận gộp	4,619	5,581	5,406	Biên EBITDA	20.7%	21.7%	20.4%
Doanh thu hoạt động tài chính	527	556	647	Biên lợi nhuận sau thuế	7.4%	7.7%	4.8%
Chi phí tài chính	1,034	1,389	2,185	(của cổ đông công ty mẹ)			
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	6,737	7,276	7,494	ROE	8.0%	9.4%	5.8%
Chi phí bán hàng	35	43	47	ROA	4.6%	5.3%	2.8%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,245	1,530	1,581				
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,839	3,182	2,253	Tăng trưởng			
Lợi nhuận khác	21	380	22	Doanh thu	(16.0)%	19.0%	3.3%
Lợi nhuận trước thuế	2,860	3,562	2,275	Lợi nhuận gộp	(10.2)%	20.8%	(3.1)%
Lợi nhuận sau thuế	2,493	3,106	1,984	LNST (của cổ đông công ty mẹ)	(12.8)%	(13.3)%	12%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,195	2,734	1,747				
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	299	372	238	Tổng tài sản	(3.4)%	9.9%	20.9%
Balance Sheet (VND bn)				VCSH	5.3%	6.5%	3.9%
	2020	2021F	2022F	Thanh khoản			
Tài sản ngắn hạn	16,827	22,262	22,437	Thanh toán hiện hành	1.09	1.24	1.17
I. Tiền & tương đương tiền (bao gồm Đầu tư tài chính ngắn hạn)	7,858	10,736	10,490	Nợ/tài sản	0.42	0.44	0.52
II. Các khoản phải thu ngắn hạn	7,126	8,478	8,761	Nợ/vốn chủ sở hữu	0.89	0.73	0.79
III. Hàng tồn kho	1,728	2,912	3,045				
IV. Tài sản ngắn hạn khác	115	137	141				
Tài sản dài hạn	36,988	36,886	49,044	Định giá			
I. Các khoản phải thu dài hạn	3	3	3	EPS (VND)	937	1,167	746
II. Tài sản cố định	34,615	31,513	28,521	BVPS (VND)	13,280	14,140	14,689
III. Tài sản dở dang	251	3,251	18,401				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	993	993	993				
VI. Tài sản dài hạn khác	1,126	1,126	1,126				
Tổng tài sản	53,815	59,148	71,480	Cashflow Statement			
Nợ phải trả	22,715	26,038	37,051		2020	2021F	2022F
I. Nợ ngắn hạn	15,482	17,925	19,185	CFO	8,321	5,311	6,279
1. Khoản phải trả ngắn hạn	8,464	9,963	10,958	CFI	(135)	(3,542)	(15,830)
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	7,018	7,961	8,228	CFF	(6,167)	1,109	9,305
II. Nợ dài hạn	7,232	8,110	17,896				
1. Các khoản phải trả dài hạn	1,841	1,459	1,508				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,392	6,651	16,389				
Vốn chủ sở hữu	31,101	33,113	34,399				
1. Vốn điều lệ	23,419	23,419	23,419				
2. Thặng dư vốn cổ phần	(275)	(275)	(275)				
3. Lợi nhuận giữ lại	4,137	5,777	6,825				
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,729	3,101	3,339				
5. Nguồn vốn khác	226	226	818				
6. Đánh giá lại tài sản	(191)	(191)	(191)				
Tổng nguồn vốn	53,815	59,148	71,480				

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	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

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

Đỗ Trung Thành

Trưởng Phòng PTDN
Email: thanhd@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông
Email: gianglth@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Bộ phận truyền thông
Email: myvvh@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích
Email: ducnh@psi.vn

Đồng 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

Nguyễn Thị Hải Oanh

Chuyên viên phân tích
Email: oanhnth@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.