

Khuyến nghị:

Đỗ Việt Hưng

hungdv@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	17,830
Giá đóng cửa	16,950
Upside	5.1%

Kì vọng trung hạn

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi với cổ phiếu POW. chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA để tính giá hợp lý cho POW với mức EV/EBITDA là 7.5 là 17,830 đồng/cổ phiếu cao hơn 5.1% so với mức đóng cửa phiên ngày 11/2/2019

Cập nhật kết quả kinh doanh 2018

Sản lượng điện toàn PVPOW đạt 21.03 tỷ kWh (+2% yoy), doanh thu cả năm ước đạt 33,363 tỷ đồng (+12% yoy), lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 2,315 tỷ đồng (-12% yoy) tương ứng với mức EPS= 989 đồng/cổ phiếu .

Catalyst

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

POW đã chuyển sang giao dịch trên sàn HOSE vào những ngày đầu tháng 1 năm 2019. Chúng tôi kì vọng với vốn hóa lớn của POW (top 20 về vốn hóa trên sàn HOSE), thanh khoản tương đối cao (trung bình khoảng 2 triệu/phiên), cổ phiếu sẽ gia nhập vào nhóm VN30 trong khoảng đầu năm 2020.

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 NĐTNN	19.39%

Cổ đông lớn

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

Luận điểm Đầu tư

(1) 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.

(2) 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.

(3) 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%, tuy nhiên, POW hiện đã triển khai nhiều biện pháp đồng bộ để giải quyết lượng tro xỉ của nhà máy.

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

Cập nhật doanh nghiệp

Hai dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 dự kiến sẽ được hưởng ưu đãi về giá bán và quy định thanh toán, dự kiến sẽ khởi công vào giữa năm 2019. 2 dự án dự kiến sẽ được kí hợp đồng mua bán điện với nhiều điều khoản có lợi như: (1) chuyển toàn bộ thay đổi về giá khi nguyên liệu vào giá bán (2) được ưu tiên huy động để đảm bảo sản lượng đầu ra (3) cơ chế thanh toán sớm để có thể hoàn thành nghĩa vụ nợ vay. Tổng đầu tư dự án dự kiến khoảng 1.4 tỷ USD trong đó POW sẽ đi vay khoảng 70% tương đương khoảng 1 tỷ USD. PVPOW cho biết đã được các ngân hàng trong nước đảm bảo cho đủ nguồn vốn vay, dự kiến sẽ hoàn thành các thủ tục, triển khai đấu thầu để có thể khởi công 2 dự án vào giữa năm 2019. Đối với vốn chủ sở hữu (khoảng 400 triệu USD), PVPOW dự kiến sẽ thoái vốn 7-8 đơn vị thành viên để chuẩn bị nguồn lực cho dự án.

Sản lượng điện huy động của các nhà máy dự kiến sẽ tăng mạnh. Năm 2019, hiện tượng El Nino có xác suất cao sẽ ảnh hưởng lên lượng mưa và thủy văn của khu vực miền Trung và miền Nam (dự kiến giảm từ 20-30%), làm suy giảm sản lượng của các nhà máy thủy điện. Qua đó, giá điện và lượng điện huy động từ các nhà máy điện than và điện khí tại khu vực này được dự kiến sẽ tăng để bù đắp thiếu hụt, POW dự kiến sản lượng Qc của các nhà máy Vũng Áng trong năm 2019 sẽ tăng mạnh, dự kiến khoảng 6.1 tỷ kWh (+20% sản lượng năm 2018), các nhà máy khác duy trì ở mức ổn định như Nhơn Trạch 1 dự kiến 2.6-2.7 tỷ kWh (90% sản lượng năm 2018), Nhơn Trạch 2 dự kiến khoảng 4.2-4.3 tỷ kWh (89% sản lượng năm 2018).

Đảm bảo nguồn than cho nhà máy Vũng Áng hoạt động ổn định và bước đầu giải quyết rủi ro từ lượng tro xỉ. Hiện tại tồn kho của nhà máy Vũng Áng duy trì khoảng 200 nghìn tấn, hợp đồng mua bán than với TKV trong năm 2019 đảm bảo cho nhà máy Vũng Áng sản xuất được khoảng 6.2 tỷ kWh. Về tro xỉ của nhà máy Vũng Áng, hiện tại doanh nghiệp hiện đang triển khai đồng bộ nhiều giải pháp để tiêu thụ lượng tro xỉ: (1) cung cấp cho 2 nhà máy phụ gia (2) cung cấp cho 2 công ty xuất khẩu sang Lào (3) cung cấp cho 1 công ty vật liệu xây dựng (4) sử dụng hỗ trợ cho xây đường cho giao thông nông thôn tại địa phương. Chúng tôi kì vọng với việc triển khai đồng bộ nhiều giải pháp, nhà máy Vũng Áng sẽ không phải dừng hoạt động do bãi chứa tro xỉ bị quá tải.

Cập nhật kết quả hoạt động kinh doanh 2018 và dự phóng 2019

Sản lượng điện toàn PVPOW đạt 21.03 tỷ kWh (+2%yoy), doanh thu cả năm ước đạt 33,363 tỷ đồng (+12%yoy). Lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 2,315 tỷ đồng (-12% yoy). Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp sụt giảm trong nửa cuối năm 2018 do doanh nghiệp tiến hành trích lập khoảng 10 tỷ giá gần 400 tỷ đồng trong quý 3 và nhà máy Vũng Áng không đạt đủ chỉ tiêu sản lượng do phải tiến hành sửa chữa 20 ngày trong tháng 12.

Đối với năm 2019, chúng tôi dự báo doanh thu của POW dự kiến sẽ đạt 33 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt mức 3,770 tỷ đồng (+63% so với năm 2018) do (1) nhà máy Cà Mau 1 và 2 hết khấu hao, giúp tiết kiệm chi phí khấu hao (2) Lỗ tỷ giá và chi phí lãi vay giảm do dự nợ giảm (3) Giá bán dự kiến sẽ tăng do nhu cầu tăng và giá nguyên liệu đầu vào tăng. Về định giá, chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA để tính giá hợp lí cho POW với mức EV/EBITDA là 7.5 là 17,830 đồng/cổ phiếu.

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%

Sản lượng của POW trong năm 2018 ước đạt 21.03 tỷ kWh (+2% yoy) qua đó giúp Doanh thu hợp nhất tăng trưởng 12%, đạt mức trên 33 nghìn tỷ đồng. Năm 2019, PVPOW dự kiến sản lượng sẽ tăng khoảng 3% tương đương mức 21.6 tỷ kWh. Trong điều kiện các nhà máy hoạt động ổn định, chúng tôi dự báo PVPOW có thể dễ dàng hoàn thành chỉ tiêu về sản lượng trong năm 2019.

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 kỳ 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.

BLN của POW bị sụt giảm trong quý 2 và 3 do đây là mùa mưa, các nhà máy thủy điện hoạt động tốt làm giảm giá điện và sản lượng huỷ động. Chúng tôi kỳ vọng sang đến năm 2019, nhu cầu điện cao và ảnh hưởng của El Nino lên các nhà máy thủy điện sẽ có tác động tích cực lên các doanh nghiệp nhiệt điện như POW

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>

