

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

MUA; Giá mục tiêu: VND 13,800

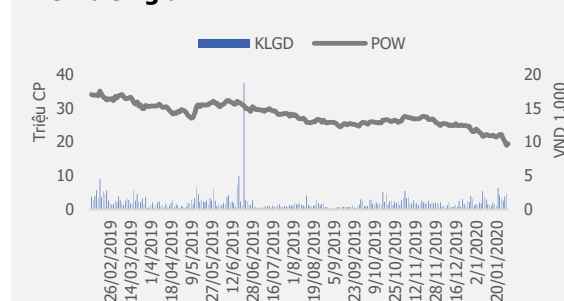
Chúng tôi điều chỉnh giảm 12% giá mục tiêu của cổ phiếu POW từ 15,600 đồng/CP còn 13,800 đồng/CP. Trong mô hình định giá FCFE, chúng tôi điều chỉnh tăng 10% hệ số beta từ 0.92 lên 1.01 dựa trên cập nhật mức độ tương quan giữa sự thay đổi giá CP POW và chỉ số VNIndex từ khi POW bắt đầu niêm yết trên HSX. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với POW với upside 42% trên thị giá hiện tại.

- POW công bố doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) hợp nhất 2019 trước kiểm toán đạt lần lượt 35,421 tỷ đồng (+8% cùng kỳ) và 2,837 tỷ đồng (+24% CK). Kết quả này tương ứng 100% dự phóng doanh thu và 93% dự phóng LNST của chúng tôi, và vượt lần lượt 8% và 25% kế hoạch doanh thu và LNST của công ty. Lợi nhuận gộp (LNG) cải thiện 14% CK và chi phí tài chính giảm 26% CK góp phần bù đắp chi phí quản lý tăng đột biến 53% CK. Cụ thể, (i) sản lượng điện tăng 7% CK, chủ yếu từ nhóm nhiệt điện khí (+6% CK) và nhiệt điện than Vũng Áng 1 (+18% CK) bù đắp sự sụt giảm của nhóm thủy điện (-19% CK) và (ii) chi phí khấu hao giảm 785 tỷ đồng (chủ yếu từ Cà Mau 1&2) đem lại mức tăng trưởng LNG 14% CK.

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 9% lợi nhuận ròng (LNR) dự phóng trong 2020 và 2021 so với báo cáo trước đây, phản ánh khả năng trích lập thêm khoảng 290 tỷ đồng/năm đối với khoản phải thu Công ty mua bán điện (EPTC). Tính đến cuối 2019, số dư phải thu quá hạn trên 6 tháng từ EPTC đạt 990 tỷ đồng, POW đã trích lập dự phòng 403 tỷ đồng dẫn đến chi phí quản lý tăng mạnh trong 2019. Chúng tôi cho rằng doanh thu tiền điện EPTC đơn phương giữ lại chủ yếu liên quan đến quá trình sửa đổi Hợp đồng mua bán điện (PPA) của nhà máy Cà Mau 1&2. Trường hợp quá trình đàm phán diễn ra chậm hơn kế hoạch hoàn thành trong 2020, dự kiến POW sẽ tiếp tục trích lập dự phòng theo Thông tư 48/2019/TT-BTC. Chúng tôi nhận thấy công nợ tiền khí Cà Mau 1&2 của POW đối với PVN cũng tăng đột biến trong 2019, tương ứng với khoản phải thu EPTC.

- LNR 2020 dự phóng tăng 8% CK và giảm nhẹ 4% CK trong 2021. 2020, dự kiến LNG tiếp tục tăng trưởng 6% CK và chi phí lãi vay giảm 8% CK. Trong đó, tổng sản lượng điện ước tăng nhẹ 1%, chủ yếu từ sản lượng cải thiện 25% tại Vũng Áng 1 từ lượng than nhập khẩu nhằm đáp ứng kế hoạch điều độ của Cục điều tiết điện lực, đồng thời bù đắp cho sản lượng điện giảm 37% tại Nhơn Trạch 1 (NT1) do phân bổ lượng khí về nhà máy thấp hơn để ưu tiên đáp ứng các hợp đồng nhà máy điện BOT. Ngoài ra, chi phí khấu hao NT1 dự kiến giảm 330 tỷ đồng cũng góp phần cải thiện LNG trong 2020.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
POW (%)	-15%	-29%	-43%
VN-Index (%)	-3%	-9%	0%

Ngày cập nhật	5/02/2020
Thị giá	VND 9,700
Giá mục tiêu	VND 13,800
Upside	42%
Bloomberg	POW VN
Vốn hóa	VND 22,646 tỷ
	USD 972 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 9,500
	VND 17,500
Giá trị giao dịch/ngày	VND 32 tỷ
	USD 1.4 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	13.33%

ĐVT: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	35,421	36,286	35,665	37,457	44,051
EBIT	4,297	4,451	4,078	4,697	5,396
Lợi nhuận ròng	2,491	2,686	2,590	3,315	3,322
Lợi nhuận (cơ bản)	2,400	2,687	2,576	3,285	3,322
EPS (VND)	1,054	1,134	1,087	1,384	1,388
Tăng trưởng EPS (%)	29%	8%	-4%	27%	0%
P/E (x)	9	9	9	7	7
EV/EBITDA (x)	7.2	7.4	7.8	7.1	5.9
Cổ tức (VND)	-	300	600	600	600
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	3%	6%	6%	6%
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	9%	9%	8%	10%	9%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	79%	89%	103%	114%	111%

Nguồn: MBS Research

Tổng Công ty Điện Lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW) – PHỤ LỤC

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu thuần	35,421	36,286	35,665	37,457
Giá vốn hàng bán	30,298	30,862	30,545	31,978
Lợi nhuận gộp	5,123	5,424	5,121	5,479
Doanh thu hoạt động tài chính	447	390	390	390
Chi phí tài chính	1,324	1,265	935	709
Chi phí bán hàng & quản lý	1,206	1,157	1,244	1,041
Lợi nhuận trước thuế	3,145	3,392	3,331	4,120
Lợi nhuận sau thuế	2,837	3,000	2,934	3,623
Lợi nhuận ròng	2,491	2,686	2,590	3,315
Lợi ích thiểu số	346	314	344	308

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	18,546	17,188	15,889	17,707
I. Tiền & tương đương tiền	5,122	3,750	2,445	3,447
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	619	619	619	619
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	8,701	8,485	8,532	9,156
IV. Hàng tồn kho	3,912	4,115	4,073	4,264
V. Tài sản ngắn hạn khác	192	220	220	220
Tài sản dài hạn	39,623	46,297	52,923	59,573
I. Các khoản Phải thu dài hạn	3	35	35	35
II. Tài sản cố định	37,321	34,778	32,066	29,304
1. Tài sản cố định hữu hình	37,250	34,713	32,007	29,251
2. Tài sản cố định vô hình	71	65	59	53
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	217	9,588	19,081	28,620
V. Đầu tư tài chính dài hạn	988	988	988	988
VI. Tài sản dài hạn khác	1,094	908	754	626
Tổng tài sản	58,169	63,485	68,812	77,280
Nợ phải trả	28,565	31,927	36,113	42,744
I. Nợ ngắn hạn	19,431	19,746	18,943	21,247
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	10,282	12,182	13,259	14,700
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	9,149	7,563	5,684	6,547
II. Nợ dài hạn	9,135	12,182	17,170	21,497
1. Các khoản phải trả dài hạn	729	729	729	729
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	8,406	11,453	16,441	20,768
Vốn chủ sở hữu	29,603	31,558	32,699	34,536
1. Vốn điều lệ	23,419	23,419	23,419	23,419
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	3,560	5,515	6,657	8,494
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,624	2,624	2,624	2,624
Tổng nguồn vốn	58,169	63,485	68,812	77,280

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	1,054	1,134	1,087	1,384
BVPS (VND)	12,641	13,475	13,963	14,747
P/E	9	9	9	7
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	14%	15%	14%	15%
Biên EBITDA	21%	20%	19%	20%
Biên lợi nhuận ròng	7%	7%	7%	9%
ROE	9%	9%	8%	10%
ROA	4%	4%	4%	5%
Tăng trưởng				
Doanh thu	8%	2%	-2%	5%
Lợi nhuận trước thuế	26%	8%	-2%	24%
Lợi nhuận ròng	24%	6%	-2%	23%
EPS	29%	8%	-4%	27%
Tổng tài sản	0%	9%	8%	12%
Vốn chủ sở hữu	10%	7%	4%	6%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	1.0	0.9	0.8	0.8
Thanh toán nhanh	0.8	0.7	0.6	0.6
Nợ/Tài sản	49%	50%	52%	55%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	96%	101%	110%	124%
Khả năng thanh toán lãi vay	3.6	4.2	5.5	8.1
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	5	4	4	4
Số ngày thu tiền bán hàng	81	83	85	87
Vòng quay hàng tồn kho	7	8	8	8
Số ngày tồn kho	49	49	49	49
Vòng quay các khoản phải trả	3	3	3	3
Số ngày phải trả	128	135	140	146

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	4,352	7,171	6,292	6,519
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(42)	(9,302)	(9,301)	(9,301)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(2,370)	759	1,704	3,784
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	1,940	(1,372)	(1,305)	1,003