

TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX: POW)
T10.2020
ĐÁNH GIÁ

Giá mục tiêu	12,000
Giá mục tiêu cũ	11,600
Giá hiện tại	10,150

MUA
Cập nhật doanh nghiệp

PVPOWER ước tính doanh thu 9T.2020 đạt khoảng hơn 22,700 tỷ đồng, giảm 85% so với cùng kỳ 2019 do:

(1) Giá thị trường điện CGM thấp hơn so cùng kỳ: Giá thị trường điện toàn phần 8 tháng đầu năm 2020 thấp hơn cùng kỳ các năm gần đây chủ yếu do ảnh hưởng của dịch Covid 19 dẫn tới phụ tải giảm từ tháng 4 tới thời điểm hiện tại.

(2) Sản lượng điện khí và thủy điện giảm do tình hình thủy văn không thuận lợi và Nhà máy điện Nhơn Trạch 1 thấp do lượng Qc được giao thấp.

(3) Giá khí giảm do giá dầu giảm so với năm 2019, do đó giá bán điện theo hợp đồng giảm ~8.3% so với năm ngoái.

Sản lượng điện từ NMD Nhơn Trạch 1 sẽ tích cực hơn trong 3 tháng cuối năm. Sản lượng điện của NMD Nhơn Trạch 1 trong 9 tháng đầu năm đạt 883.42 Tr.kWh, giảm 63% so với cùng kỳ và chỉ đạt 46% kế hoạch. Nguyên nhân là do sản lượng Qc được giao 9T đầu năm rất thấp, chỉ đạt 528 Tr.kwh. Riêng trong tháng 9 lượng Qc đạt 221.05 tr.kwh (42% tổng Qc được giao). Hiện tại PV Power đang tiến hành đàm phán với EPTC/EVN Qc các tháng cuối năm 2020 (từ tháng 10-12/2020) trên cơ sở lượng khí bao tiêu đã thống nhất với PV Gas.

Giá thị trường điện CGM thấp hơn so cùng kỳ. Giá thị trường điện toàn phần 8 tháng đầu năm 2020 trung bình đạt 999,49 đồng/kWh, thấp hơn so với trung bình cùng kỳ năm 2019 (1.148,90 đồng/kWh) và năm 2018 (1.030,95đồng/kWh). Giá thị trường điện toàn phần 8T.2020 thấp hơn cùng kỳ các năm gần đây chủ yếu do ảnh hưởng của dịch Covid 19 dẫn tới phụ tải giảm từ 30%-50%.

Tiềm năng phát triển năng lượng điện mặt trời của PVPowerRECT do thiếu hụt nguồn cung điện từ năm 2021 và định hướng phát triển năng lượng Quốc gia của Bộ Chính Trị. Đây là điểm tích cực cho PV POW trong chủ trương phát triển điện gió trong những năm tới, và đặt ra thách thức cho POW trong việc phải nhanh chóng triển khai hoặc thực hiện M&A các dự án năng lượng tái tạo theo mục tiêu của NQ55/BCT .

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi điều chỉnh sản lượng NMD Cà Mau và Trạch1&2 lần lượt là 7,044 triệu kwh và 5,645 triệu kwh dựa theo kết quả sản lượng điện quý 3 do thiếu khí từ nguồn Đông Nam Bộ và nguồn khí Tây Nam Bộ cho NMD Cà Mau đã bắt đầu suy yếu (Tây nam bộ gas huy động 100% KH), đồng thời tăng sản lượng điện NMD Vũng Áng năm 2020 lên 7,270 triệu kwh do nguồn than được cung cấp TKV và nhập khẩu đủ cho sản xuất vượt kế hoạch đặt ra.

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.

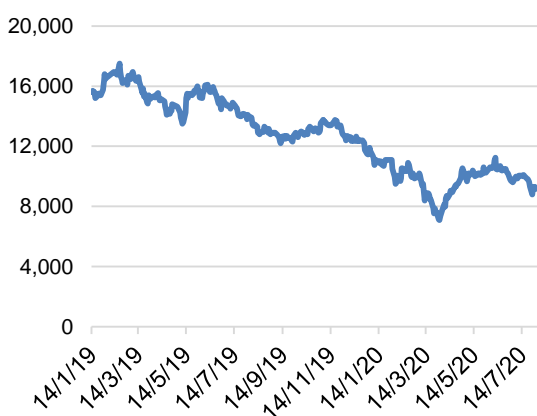
Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ lệ	Giá mục tiêu
DCF	11,167	50%	12,000
Multiple	12,832	50%	
P/E	10,550		
P/B	15,115		

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	17,500/7,090
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	23,887
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,341
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	3,747,825
Sở hữu trong nước (%)	88.6%
Sở hữu nước ngoài (%)	10.28%
Room nước ngoài (%)	49%

Một số chỉ tiêu chính

	2019A	2020E	2021E
Doanh thu (tỷ VND)	35,374	30,885	34,002
LN gộp (tỷ VND)	5,076	4,082	4,723
EBIT (tỷ VND)	4,319	3,481	3,950
LN ròng (VND)	2,855	2,321	2,789
Tăng trưởng LNR (%)	25%	-19%	20%
EPS (VND)	1,219	991	1,191
Tăng trưởng EPS (%)	24%	-19%	20%
BVPS (VND)	11,481	12,033	12,757
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	3%	3%
ROE (%)	8.53%	9.67%	7.46%
ROA (%)	3.94%	5.13%	4.52%

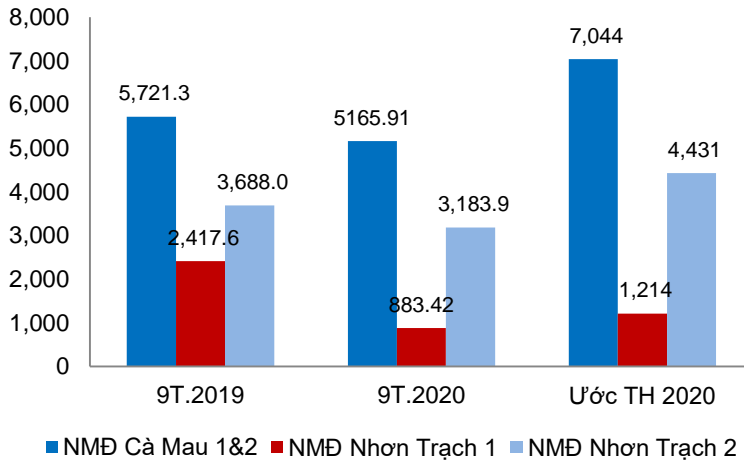
Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

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

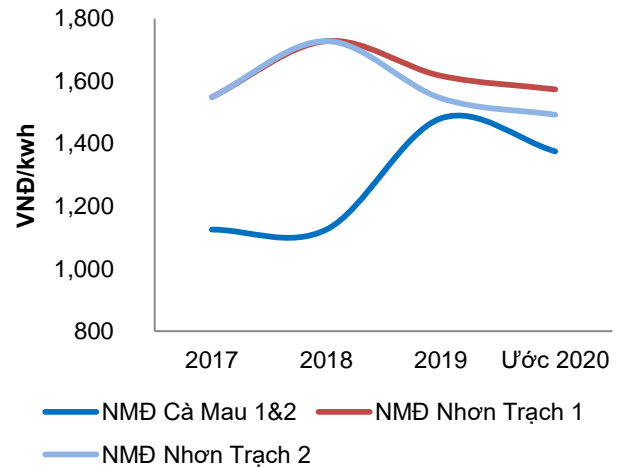
Sản lượng điện từ NMD Nhơn Trạch 1 sẽ tích cực hơn trong 3 tháng cuối năm. Sản lượng điện của NMD Nhơn Trạch 1 trong 9 tháng đầu năm đạt 883.42 Tr.kWh, giảm 63% so với cùng kỳ và chỉ đạt 46% kế hoạch. Nguyên nhân là do sản lượng Qc được giao 9T đầu năm rất thấp, chỉ đạt 528 Tr.kwh, trong đó hầu hết vào các ngày phụ tải cao thì Qc đều bằng 0 kWh. Tuy nhiên, sản lượng điện của NT1 sẽ tích cực hơn do PV POWER đã ký hợp đồng bổ sung với GAS để bổ sung thêm khí về NT1 và tăng sản lượng điện. Riêng trong tháng 9 lượng Qc đạt 221.05 tr.kwh (42% tổng Qc được giao). Hiện tại PV Power đang tiến hành đàm phán với EPTC/EVN Qc các tháng cuối năm 2020 (từ tháng 10-12/2020) trên cơ sở lượng khí bao tiêu đã thống nhất với PV Gas.

Do sản lượng thấp, NMD Nhơn Trạch 1 tăng vận hành bằng nhiên liệu dầu DO cùng với chi phí vận hành cố định không đổi, chúng tôi ước tính giá thành trong 9 tháng đầu năm của NT1 tăng lên 10% so với cùng kỳ năm 2019.

Sản lượng điện khí (triệu kwh)



Giá bán điện các nhà máy

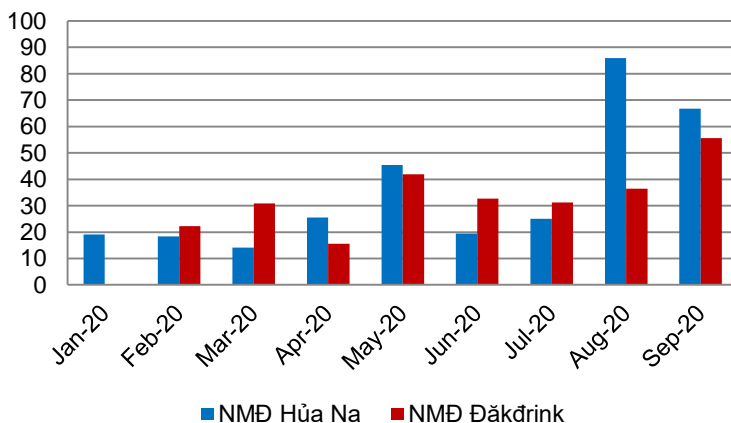


Từ năm 2020 trở đi, NMD Cà Mau không còn được hưởng ưu đãi 50% thuế doanh nghiệp cho hai dự án NMD Cà Mau 1&2. Theo đó, thuế thu nhập áp dụng cho NMD Cà Mau là 20%/năm, chúng tôi điều chỉnh tăng thuế thu nhập của tổng công ty lên 1.9% và ước tổng thuế PVPOWER phải nộp năm 2020 đạt 331.5 tỷ đồng.

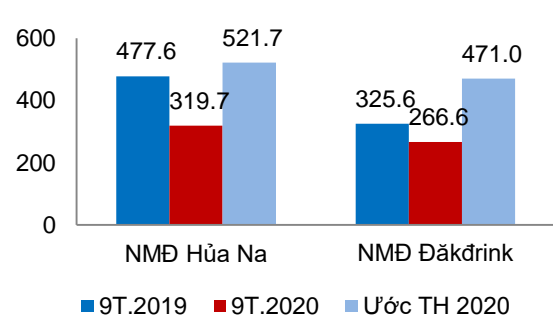
Sản lượng thủy điện đã cải thiện trong tháng 9 nhờ trong giai đoạn mùa mưa, lượng nước trong hồ về đủ cho hoạt động sản xuất điện. Sản lượng điện tháng 9 của 2 nhà máy điện Hòa Na và Đăkđrinh đạt 81.38 triệu kwh và 57.19 triệu kwh, lần lượt tăng 167% và 78% so với tháng 7. Tuy nhiên, do những tháng đầu năm lượng mưa ít, tổng sản lượng điện 9 tháng của NMD Hòa Na đạt 319.7 Tr.kWh (-33.1%yoy) đạt 72% kế hoạch, NMD Đăkđrinh đạt 267 Tr.kWh (-18.1% yoy) bằng 85% kế hoạch.

Theo Bản tin của CPC/IRI (ngày 10/IX/2020): Điều kiện khí quyển và đại dương phản ánh trạng thái La Nina. Kết quả dự báo xác suất ENSO cho T10-T12 năm 2020: 79% xảy ra La Nina, 20% tiếp tục duy trì ở trạng thái trung gian của ENSO và 1% xảy ra El Nino. Mùa mưa năm nay vào khoảng tháng 9-11, do đó chúng tôi cho rằng **sản lượng thủy điện được cải thiện trong 3 tháng cuối năm.**

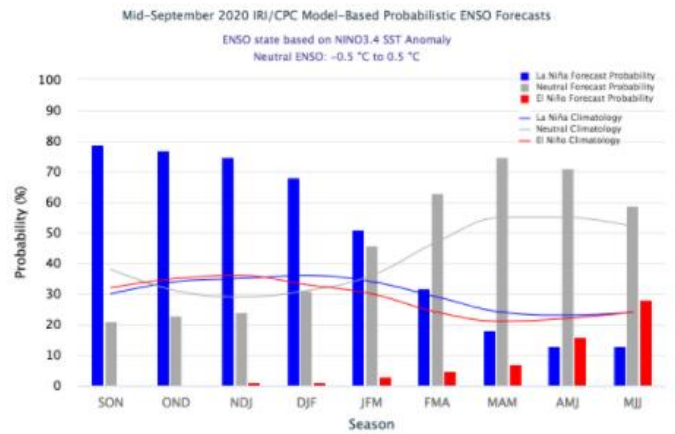
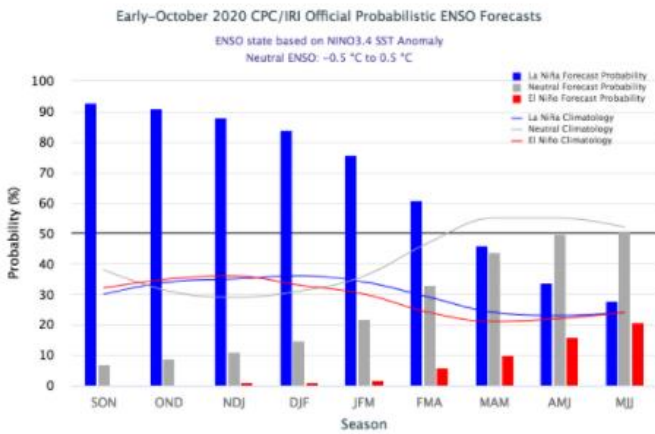
Sản lượng điện theo tháng (triệu kwh)



Sản lượng thủy điện của PVPOWER (triệu kwh)



Nguồn: PV POWER, PSI tổng hợp

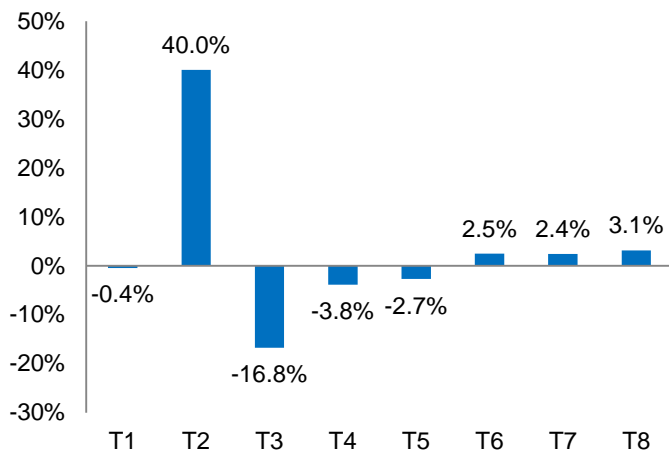


Nguồn: IRI

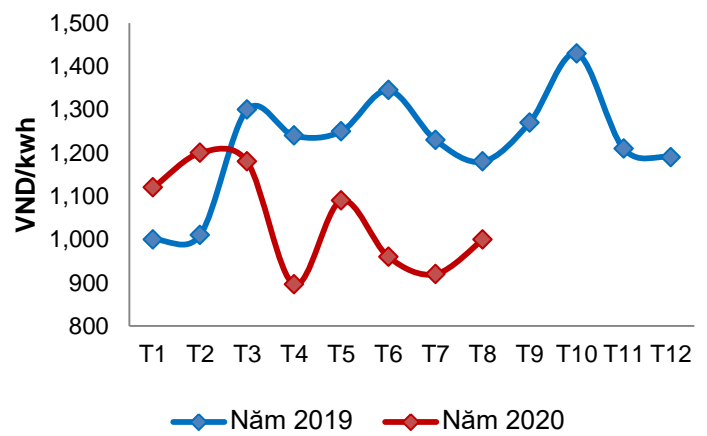
PVPOWER Ước tính doanh thu 9T.2020 đạt khoảng hơn 22,700 tỷ đồng, giảm 85% so với cùng kỳ 2019 do:

(1) Giá thị trường điện CGM thấp hơn so cùng kỳ. Giá thị trường điện toàn phần 8 tháng đầu năm 2020 trung bình đạt 999,49 đồng/kWh, thấp hơn so với trung bình cùng kỳ năm 2019 (1.148,90 đồng/kWh) và năm 2018 (1.030,95đồng/kWh). Giá thị trường điện toàn phần 8 tháng đầu năm 2020 thấp hơn cùng kỳ các năm gần đây chủ yếu do ảnh hưởng của dịch Covid 19 dẫn tới phụ tải giảm từ 30%-50%.

Tăng trưởng tiêu thụ điện (yoy)



Giá CGM hàng tháng

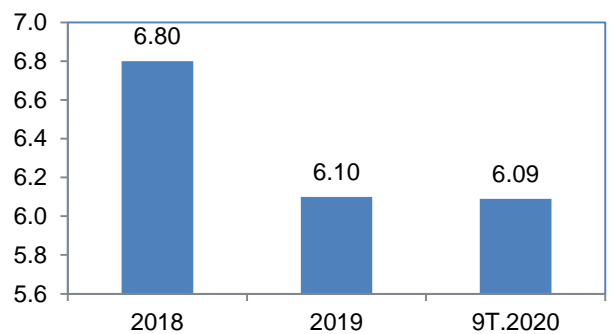


Nguồn: EVN, PV POW, PSI tổng hợp

(2) Sản lượng điện khí và thủy điện giảm do tình hình thủy văn không thuận lợi và Nhà máy điện Nhơn Trạch 1 thấp do lượng Qc được giao thấp. Cả năm mới có ngày không phải chia đều công việc

(3) Giá khí giảm do giá dầu giảm so với năm 2019, do đó giá bán điện theo hợp đồng giảm ~8.3% so với năm ngoái.

Giá khí (USD/MMBTU)



Tiềm năng phát triển năng lượng điện mặt trời của PVPowerRECT do thiếu hụt nguồn cung điện từ năm 2021 và định hướng phát triển năng lượng Quốc gia của Bộ ChínhTrị. POW đặt mục tiêu công suất của năng lượng tái tạo đạt 55MW vào năm 2025 (chiếm 1% tổng công suất POW) và 855 MW vào năm 2035 (chiếm 9% tổng công suất POW). Theo NQ 55-BCT về Định hướng phát triển năng lượng Quốc gia của Việt Nam đến năm 2030, tỉ lệ các nguồn năng lượng tái tạo trong tổng cung năng lượng sơ cấp đạt khoảng 15 - 20% vào năm 2030; 25 - 30% vào năm 2045. Bộ Công Thương dự kiến công suất nguồn điện năm 2030 dự kiến khoảng 138.000 MW , trong đó nguồn điện từ năng lượng tái tạo sẽ đạt tối thiểu 20,700 MW. Đây là điểm tích cực cho PV POW trong chủ trương phát triển điện gió trong những năm tới, và đặt ra thách thức cho POW trong việc phải nhanh chóng triển khai hoặc thực hiện M&A các dự án năng lượng tái tạo theo mục tiêu của NQ55/BCT .

Việc thu hồi nợ khó đòi của EPTC có thể mất nhiều thời gian để thực hiện. POW đã làm việc với EVN về tỷ giá áp dụng cho giá bán điện trong hợp đồng mua bán điện chưa thanh toán cho công ty từ 02.2018 và đang chờ quyết định cuối cùng của cơ quan có thẩm quyền. Chi phí cho việc chênh lệch giá khí do chưa thống nhất tỷ lệ phân bổ khí bổ sung giữa PVN và EVN bình quân 40 tỷ đồng/tháng. Tính đến cuối Quý 2.2020, khoản phải thu này lên đến 1,660 tỷ đồng và POW đã trích lập dự phòng 623 tỷ.

Dự phóng KQKD và Định giá

Chúng tôi điều chỉnh sản lượng NMD Cà Mau và Nhơn Trạch1&2 lần lượt là 7,044 triệu kwh và 5,645 triệu kwh dựa theo kết quả sản lượng điện quý 3 do thiếu khí từ nguồn Đông Nam Bộ và nguồn khí Tây Nam Bộ cho NMD Cà Mau đã bắt đầu suy yếu, đồng thời tăng sản lượng điện NMD Vũng Áng năm 2020 lên 7,270 triệu kwh do nguồn than được cung cấp TKV và nhập khẩu đủ cho sản xuất vượt kế hoạch đặt ra.

Chúng tôi ước tính tổng sản lượng điện năm 2020 của PV POW đạt 20,960 triệu kwh, hoàn thành 97% kế hoạch, doanh thu tương ứng đạt 30,855 tỷ đồng (hoàn thành 87% KH) và LNST đạt 2,320.6 tỷ đồng, tương ứng hoàn thành 114% kế hoạch năm.

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.

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	Estimates					Terminal Value
	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	
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

Phương pháp so sánh:

Ticker	P/E	P/B
Doanh nghiệp trong nước	9.08	1.12
HND VN Equity	7.932	1.500
PPC VN Equity	6.958	1.260
GEG VN Equity	19.377	1.686
PC1 VN Equity	10.272	0.956
BTP VN Equity	4.577	0.732
NBP VN Equity	5.393	0.582
Doanh nghiệp quốc tế	12.21	1.39
200037 CH Equity	23.55	1.23
9509 JP Equity	2.22	0.46
EL RO Equity	12.84	0.65
TIPIP TB Equity	7.88	1.34
PEHUEN CI Equity	12.05	6.33
9511 JP Equity	10.98	0.56
JSW IN Equity	8.99	0.85
000875 CH Equity	22.59	1.14
MSRS RM Equity	7.19	0.32
BPP TB Equity	13.77	1.05
Trung bình	10.65	1.26

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ lệ	Giá mục tiêu
DCF	11,167	50%	12,000
Multiple	12,832	50%	
<i>P/E forward</i>	10,550		
<i>P/B forward</i>	15,115		

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	35,374	30,885	34,002
Giá vốn hàng bán	30,298	26,803	29,279
Lợi nhuận gộp	5,076	4,082	4,723
Doanh thu hoạt động tài chính	453	511	443
Chi phí tài chính	1,324	998	932
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết			
Chi phí bán hàng	27	25	29
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,179	1,030	1,134
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	3,000	2,539	3,072
Lợi nhuận khác	49	58	58
Lợi nhuận trước thuế	3,049	2,598	3,130
Lợi nhuận sau thuế	2,855	2,321	2,789
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,510	1,996	2,398
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	345	325	390
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	16,075	14,613	15,649
I. Tiền & tương đương tiền	5,741	4,065	4,079
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	8,714	7,608	8,376
IV. Hàng tồn kho	1,428	2,748	3,001
V. Tài sản ngắn hạn khác	192	192	192
Tài sản dài hạn	39,621	36,679	37,425
I. Các khoản phải thu dài hạn	3	3	3
II. Tài sản cố định	37,320	34,252	30,949
V. Đầu tư tài chính dài hạn	983	983	983
VI. Tài sản dài hạn khác	1,098	1,098	1,098
Tổng tài sản	55,696	51,292	53,075
Nợ phải trả	26,186	20,165	19,861
I. Nợ ngắn hạn	17,064	14,008	13,656
1. Khoản phải trả ngắn hạn	7,906	7,008	7,656
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	9,158	7,000	6,000
II. Nợ dài hạn	9,123	6,156	6,205
1. Các khoản phải trả dài hạn	729	552	603
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	8,394	5,604	5,602
Vốn chủ sở hữu	29,509	31,127	33,214
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	3,944	5,640
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,623	2,948	3,338
5. Nguồn vốn khác	818	818	818
Tổng nguồn vốn	55,696	51,292	53,075

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	13.7%	14.5%	13.2%
Biên EBITDA	21.1%	23.3%	22.6%
Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	5.9%	7.1%	6.5%
ROE	8.5%	9.7%	7.5%
ROA	3.9%	5.1%	4.5%
Tăng trưởng			
Doanh thu	8%	-13%	10%
Lợi nhuận gộp	15%	-21%	16%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	31%	-20%	20%
EPS	-18%	16%	13%
Tổng tài sản	-4%	4%	3%
VCSH	-4%	4%	3%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	0,87	1,21	1,52
Nợ/tài sản	0,19	0,50	0,81
Nợ/vốn chủ sở hữu	34%	30%	27%
Định giá			
Cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%
EPS (VND)	1,219	991	1,191
BVPS (VND)	11,481	12,033	12,757
Cashflow Statement	2019	2020F	2021F
CFO	4,352	4,747	6,199
CFI	41,588	(773)	(4,480)
CFF	(2,370)	(5,650)	(1,705)

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

Phó Phòng PTDN

Email: thanhd@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông

Email: gianqlth@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

Nguyễn Văn Dương

Chuyên viên phân tích

Email: duongnv@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.