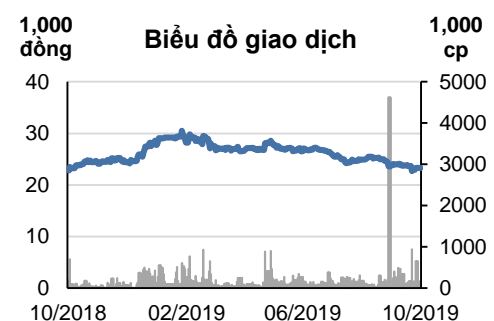


POW (HOSE) Vũng Áng 1 chuyển mình

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

	Điện
Giá thị trường (VND)	13,000
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	16,800
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	29%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	29%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-18%	2%	-7%	-6%
Tương đối	-32%	1%	-9%	-17%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 04/11/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	12.2k-17.5k
SL lưu hành (triệu cp)	2,342
Vốn hóa (tỷ đồng)	30,679
Vốn hóa (triệu USD)	1,322
% khối ngoại sở hữu	14%
SL cp tự do (triệu cp)	2,058
KLGD TB 3 tháng (cp)	1,407,864
VND/USD	23,200
Index: VNIndex / HNX	1,002/106

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 04/11/2019

PetroVietnam	80%
Norges Bank	1.3%

Nguồn: Fiiipro

Vũ Ngọc Hồng Hạnh

Chuyên viên Phân tích Năng lượng

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1469

hanh.vn@kisvn.vn

Đóng góp tích cực từ chênh lệch tỷ giá hối đoái

Trong 3Q2019, doanh thu đạt 7,924 tỷ đồng (+16% n/n) chủ yếu do sản lượng điện thương phẩm đạt 4,939 triệu kWh (+14% n/n). Bên cạnh đó, phần sản lượng bán trên thị trường cũng được hưởng lợi do giá SMP trung bình cao gần gấp đôi, trong khi đó giá khí đầu vào giảm 4% so với cùng kỳ năm ngoái, giúp cải thiện lợi nhuận gộp lên 1,193 tỷ đồng (+21% n/n).

Ngoài ra, lãi từ chênh lệch tỷ giá thực sự là động lực đẩy lợi nhuận ròng 3Q2019 của PV Power tăng gấp 4 lần từ 186 tỷ đồng lên 793 tỷ đồng. Cụ thể, chi phí tài chính giảm 64% so với cùng kỳ, ghi nhận 284 tỷ đồng chủ yếu là chi trả lãi vay và ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá 53 tỷ đồng thay vì khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khổng lồ 495 tỷ đồng trong 3Q2018.

Nhiệt điện Vũng Áng 1 tăng trưởng ấn tượng

Trong 3Q2019, tất cả các nhà máy nhiệt điện của công ty đều ghi nhận mức tăng trưởng 2 chữ số ấn tượng trong sản lượng điện thương phẩm. Cụ thể:

(1) Nhiệt điện Vũng Áng 1 tạo đột phá. Mặc dù được xem là "lỗ đen" trong hoạt động kinh doanh PV Power năm 2018, nhưng với mức tăng trưởng 44% trong 3Q2019 nhờ vào sản lượng than đầu vào được đảm bảo và không xảy ra sự cố kỹ thuật ngoài ý muốn, Vũng Áng 1 đang dần ổn định và có đóng góp tích cực cho PV Power trong tương lai gần.

(2) Nhiệt điện Nhơn Trạch 1&2 đạt tăng trưởng sản lượng điện 20% n/n, phù hợp với dự báo của chúng tôi, chủ yếu nhờ đủ khí chạy và El-Nino kéo dài.

(3) Sản lượng điện Cà Mau 1&2, tuy nhiên, chỉ tăng 10% n/n. Nguyên nhân là do từ ngày 05-18/09/2019, gián cung cấp khí PM3 – Cà Mau ngừng để bảo dưỡng sửa chữa định kỳ và từ ngày 25-28/9/2019, lưu lượng cấp khí từ PV Gas giảm, việc vận hành nhà máy cũng chịu ảnh hưởng trong những ngày này. Do đó, sản lượng thực tế của Cà Mau 1&2 chỉ đạt 275 triệu Kwh trong tháng 09/2019, thấp hơn 50% so với kế hoạch sản lượng được giao là 580.5 triệu Kwh.

Điểm nhấn Cà Mau 1&2

Trong 3 tháng cuối năm 2019, PV Power sẽ đưa ra thông báo chính thức về việc tham gia CGM của Cà Mau 1&2, đi cùng là các điều khoản về sản lượng Qc của 2 nhà máy này. Nếu đề xuất sửa đổi mới nhất cho Thông tư 45/2018/TT-BTC (tỷ lệ alpha được đàm phán cho từng tổ máy phát điện trong phạm vi 60% -100%) được thông qua, có khả năng cao Cà Mau 1&2 duy trì sản lượng điện hợp đồng 100% PPA. Chúng tôi kỳ vọng sự tham gia của Cà Mau 1&2 sẽ ảnh hưởng đáng kể, không chỉ giá trần của CGM mà cả tình hình SXKD của PV Power năm 2020. Giá sử Cà Mau 1&2 đạt tỷ lệ alpha 100%, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của PV Power sẽ đạt lần lượt là 38,755 tỷ đồng (+12% n/n) và 3,088 tỷ đồng (+4% n/n).

Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG

Chúng tôi đặt kỳ vọng vào 2 điểm sáng chính là Vũng Áng 1 và Cà Mau 1&2 vào năm 2020. Sử dụng phương pháp FCFF, chúng tôi ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu POW ở mức 16,800 đồng vào cuối năm 2020, tổng lợi nhuận dự kiến là 29% tại mức giá thị trường 13,000 đồng. **TĂNG TỶ TRỌNG.**

Dự phóng

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
Doanh thu	8,356	9,472	6,961	7,874	8,436	9,880	7,924	8,291	32,663	34,530	38,755
Tăng trưởng (%)	12%	18%	1%	8%	1%	4%	14%	5%	10%	6%	12%
Cà Mau 1&2			2,247	2,521	2,637	3,042	2,305	2,377	10,799	10,361	14,064
Nhơn Trạch 1			784	1,022	1,284	1,310	1,080	1,349	4,609	5,023	5,245
Nhơn Trạch 2			1,467	1,947	1,883	2,055	1,628	2,391	7,670	7,957	7,493
Hũa Na			260	144	163	124	233	151	875	670	682
DakDrink			59	24	156	105	113	114	406	488	564
Vững Áng 1			1,342	1,368	1,856	2,139	1,841	2,998	7,259	8,834	9,464
Sản lượng điện (triệu kWh)	5,420	6,378	4,240	4,969	5,504	6,020	4,939	5,305	21,007	21,767	22,500
Tăng trưởng (%)					2%	-6%	16%	7%		4%	3%
Cà Mau 1&2	1,816	1,998	1,445	1,952	1,929	2,206	1,586	1,544	7,211	7,265	7,103
Nhơn Trạch 1	685	986	604	660	852	859	706	782	2,935	3,200	3,400
Nhơn Trạch 2	1,330	1,264	925	1,218	1,228	1,332	1,128	1,312	4,737	5,000	4,900
Hũa Na	97	176	350	184	131	107	239	150	806	628	656
DakDrink	121	179	90	34	127	111	88	148	423	474	591
Vững Áng 1	1,368	1,770	822	917	1,234	1,399	1,185	1,382	4,877	5,200	5,850
GVHB	7,011	8,345	5,978	7,111	7,123	8,514	6,731	7,333	28,445	29,702	33,486
Tăng trưởng (%)	10%	21%	11%	16%	2%	2%	13%	3%	14.8%	4.4%	12.7%
Giá bán TB (VND)	1,542	1,485	1,642	1,585	1,533	1,641	1,604	1,563	1,555	1,586	1,722
Tăng trưởng (%)					-1%	11%	-2%	-1%		2%	9%
Lợi nhuận gộp	1,345	1,127	983	763	1,312	1,365	1,193	958	4,218	4,828	5,270
Biên LN gộp (%)	16%	12%	14%	10%	16%	14%	15%	26%	13%	14%	14%
EBITDA	2,297	1,762	1,796	1,483	2,003	1,958	1,804	2,132	7,337	7,897	7,435
Tăng trưởng (%)	12%	-12%	-26%	-23%	-13%	11%	0%	44%	-13%	8%	-6%
Biên LN (%)	27%	19%	26%	19%	24%	20%	23%	26%	22%	23%	19%
NPAT	780	688	184	398	916	782	793	486	2,052	2,977	3,088
Tăng trưởng (%)	31%	50%	-81%	-33%	17%	14%	331%	22%	-21%	45%	4%
Biên LN ròng (%)	9%	7%	3%	5%	11%	8%	10%	6%	6%	9%	8%

Ghi chú:

- Petrovietnam đang đàm phán với Petronas để mua thêm khí tự nhiên từ họ với cơ chế giá mới là 90%HFO + cước vận chuyển (gần gấp đôi so với giá cũ là 46%HFO + cước vận chuyển, nhưng thấp hơn mức giá dự kiến).
- Theo POW, TKV sẽ cung cấp khoảng 2.4 triệu tấn than, chiếm 85% nhu cầu. Phần còn lại sẽ được nhập khẩu với mức giá khoảng 2,000 đồng/kg

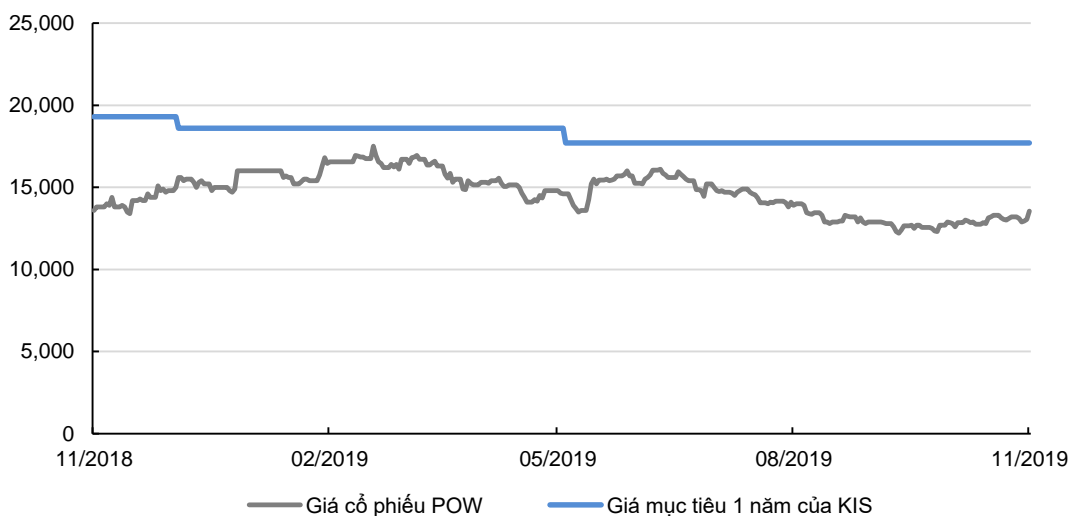
Định giá

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	Ghi chú
LN hoạt động sau thuế	3,711	3,841	4,374	4,914	6,039	Chúng tôi giả định rằng POW sẽ đưa các nhà máy điện chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 3 & 4 đi vào hoạt động lần lượt trong 1Q2023 và 1Q2024.
Dòng tiền tự do	-142	-703	-227	2,720	8,860	Dự án nhà máy Nhơn Trạch 3&4 sẽ bắt đầu vào năm 2019 với tổng chi phí vốn ban đầu khoảng 1.4 tỷ USD.
Hệ số chiết khấu	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	
Giá trị dòng tiền hiện tại	-142	-628	-182	1,901	5,198	
Giá trị hiện tại của dòng tiền 2020-2023	31,937					
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền	4%					Điều chỉnh dựa trên tỷ lệ lạm phát mục tiêu
Giá trị sau cùng	19,138					
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	16,800					
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	29%					
Suất sinh lợi cổ tức	0%					
Suất sinh lợi bình quân năm	29%					

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

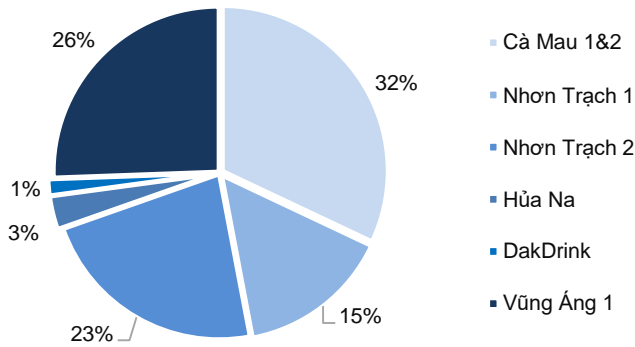
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)
POW	04/12/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	18,600
	12/06/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	19,300

Ước tính và dự phóng của công ty



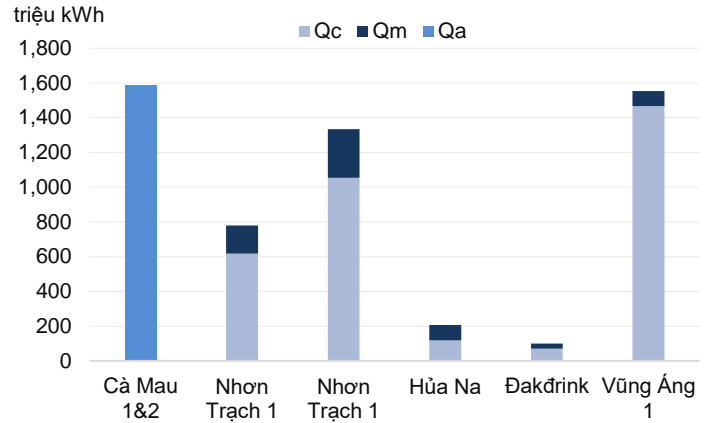
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Doanh thu bán điện từng nhà máy, 3Q2019



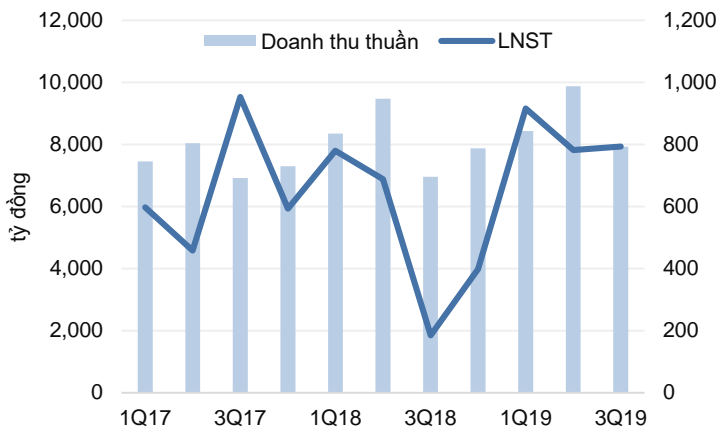
Nguồn: POW, KIS

Hình 02. Sản lượng điện thương phẩm, 3Q2019



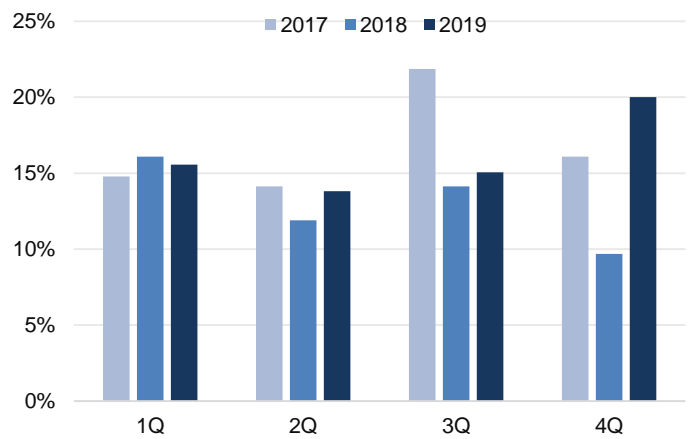
Nguồn: POW, KIS

Hình 03. Doanh thu thuần và LNST theo quý.



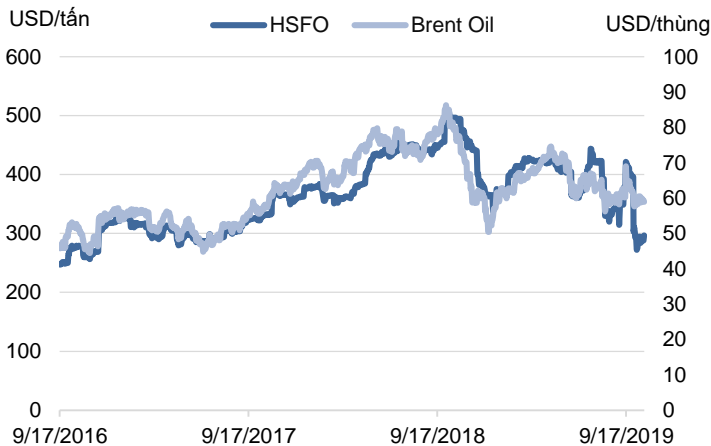
Nguồn: POW, KIS

Hình 04. Biên LN gộp theo quý.



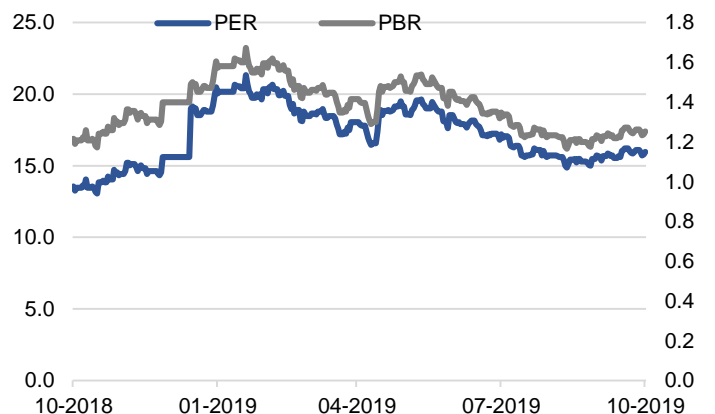
Nguồn: POW, KIS

Hình 05. Biến động giá dầu Brent & HFSO, 2014-2019.



Nguồn: POW, KIS

Hình 06. P/E và P/B lịch sử 1 năm của POW



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
Doanh thu thuần	28,212	29,710	32,663	34,530	38,755
Tăng trưởng (%)	21%	5%	10%	6%	12%
Sản xuất điện	27,244	28,913	31,618	33,333	37,511
Khác	1,003	849	1,150	1,196	1,244
GVHB	24,429	24,787	28,445	29,702	33,486
Biên LN gộp (%)	13%	17%	13%	14%	14%
Chi phí BH & QLDN	756	815	799	844	948
EBITDA	7,343	8,423	7,337	7,897	7,435
Biên lợi nhuận (%)	26%	28%	22%	23%	19%
Khấu hao	4,316	4,316	3,918	3,913	3,113
Lợi nhuận từ HĐKD	3,027	4,107	3,420	3,984	4,322
Biên LN HĐKD (%)	11%	14%	10%	12%	11%
Chi phí lãi vay ròng	1,324	1,342	1,298	661	717
% so với nợ ròng	5%	6%	7%	5%	6%
Khả năng trả lãi vay (x)	2	3	3	6	6
Lãi/lỗ khác	-7	-32	99	123	-8
Thuế	178	132	169	470	508
Thuế suất hiệu dụng (%)	11%	5%	8%	14%	14%
Lợi nhuận ròng	1,517	2,602	2,052	2,977	3,088
Biên lợi nhuận (%)	5%	9%	6%	9%	8%
Lợi ích CĐ thiểu số	443	368	376	453	254
LN cho công ty mẹ	1,075	2,233	1,676	2,524	2,835
Số lượng CP (triệu)	2,177	2,177	2,342	2,342	2,342
EPS hiệu chỉnh (VND)	494	1,026	716	1,078	1,210
Tăng EPS (%)	-50%	108%	-30%	51%	12%
Cổ tức (VND)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	-	-	-	-	-

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	2,682	917	-1,999	988	439
Capex	1,672	307	206	359	6,528
Dòng tiền khác	-196	1,440	2,687	-	-
Dòng tiền tự do	1,676	4,253	5,075	5,544	-765
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-
Cổ tức	-	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	-1,676	-4,253	-5,075	-5,544	765
Nợ ròng cuối năm	25,826	21,572	16,497	10,953	11,717
Giá trị doanh nghiệp	63,695	59,522	53,944	44,872	45,890
Tổng VCSH	26,797	27,724	26,848	29,825	32,914
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,741	2,822	2,319	2,772	3,026
VCSH	24,055	24,902	24,530	27,053	29,888
Giá trị sổ sách/cp (VND)	11,048	11,437	10,474	11,552	12,762
Nợ ròng / VCSH (%)	96%	78%	61%	37%	36%
Nợ ròng / EBITDA (x)	3.5	2.6	2.2	1.4	1.6
Tổng tài sản	69,732	60,583	58,103	60,037	63,890

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	4%	9%	7%	9%	9%
ROA (%)	2%	4%	4%	5%	5%
ROIC (%)	5%	7%	7%	8%	9%
WACC (%)	10%	10%	11%	12%	12%
PER (x)	30.4	14.6	21.0	12.3	11.0
PBR (x)	1.4	1.3	1.4	1.2	1.0
PSR (x)	1.2	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	8.7	7.1	7.4	5.7	6.2
EV/Sales (x)	2.3	2.0	1.7	1.3	1.2
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0%	0%	0%	0%	0%

Liên hệ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Phòng Phân tích

Hoàng Huy

Trưởng phòng Phân tích
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.