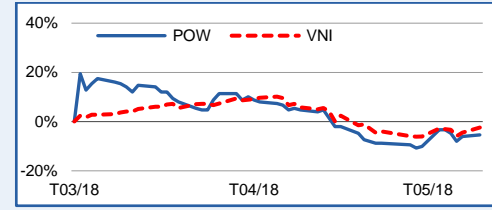


Ngành:	Tiện ích	2017	2018F	2019F	2020F	
Ngày báo cáo:	15/05/2018	Tăng trưởng DT	5,5%	11,7%	0,5%	4,5%
Giá hiện tại:	14.000VND	Tăng trưởng EPS	86,3%	17,1%	29,6%	16,6%
Giá mục tiêu:	19.800VND	Biên LN gộp	16,7%	15,3%	17,9%	18,3%
TL tăng:	41,4%	Biên LN ròng	7,5%	7,0%	10,1%	11,5%
Lợi suất cổ tức:	+0,0%	EV/EBITDA	6,9x	6,5x	5,9x	5,6x
Tổng mức sinh lời	41,4%	P/E	14,5x	12,3x	9,4x	8,0x
GT vốn hóa:	1,5 tỷ USD	POW	Peers*	VNI		
Room KN:	n/a	P/E	14,5x	14,6x	19,0x	
GTGD/ngày (30n):	n/a	P/B (hiện tại)	1,3x	1,3x	2,9x	
Cổ phần Nhà nước:	51%	Nợ ròng/CSH	0,8x	0,9x	N/A	
SL cổ phiếu lưu hành	2.348tr	ROE	9,2%	9,9%	15,2%	
Pha loãng	2.348tr	ROA	4,1%	4,5%	2,3%	
PEG 2017-2022	0,6					

* Peer điều chỉnh theo hệ số tương quan giữa các thị trường
** EPS thường xuyên, loại trừ lỗ tỷ giá



Tổng quan Công ty

Tổng CT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) là nhà sản xuất điện lớn thứ hai của Việt Nam, chỉ xếp sau Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). POW sở hữu danh mục điện 4,2GW, tương đương 10% công suất điện quốc gia. Điểm mạnh của PV Power tập trung vào các nhà máy điện khí, vốn chiếm 64% tổng công suất. Phần công suất còn lại đến từ than (30%) và thủy điện (6%).

Nguyễn Đắc Phú Thành
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng

Tình trạng thiếu hụt điện hứa hẹn triển vọng tươi sáng cho công ty sản xuất điện hàng đầu

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA với tổng mức sinh lời 41,4%. Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu do lợi nhuận cao hơn từ việc hết khấu hao sớm hơn dự kiến tại 2 nhà máy cũng như triển vọng tiêu thụ điện tăng mạnh bù đắp cho việc lùi tiến độ 2 dự án nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3 và 4.
- Chúng tôi tăng dự phóng tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi năm 2018 từ 12,9% lên 17,1% do giảm khấu hao sớm hơn ước tính trước đây của nhà máy điện Cà Mau (CMPP).
- Chúng tôi cũng dự phóng tăng trưởng lợi nhuận cao hơn cho năm 2019 và 2020 đạt lần lượt 29,6% và 16,6%, do khấu hao của nhà máy Cà Mau và Nhơn Trạch 1 giảm nhanh hơn dự phóng trước của chúng tôi và giả định sản lượng cao hơn khi tình trạng thiếu điện có thể nghiêm trọng hơn so với dự báo trước đây.
- P/E 2018 12,3 lần và EV/EBITDA 6,5 lần thấp hơn lần lượt 14,0% và 21,7% so với các công ty cùng ngành và cực kỳ hấp dẫn trên cơ sở tăng trưởng lợi nhuận kép 2017-2020 là 21,0% và tỷ lệ PEG là 0,6.

Chúng tôi kỳ vọng kết quả tích cực trong quý 2 với hiệu suất hoạt động cao của các nhà máy nhiệt điện và giá thị trường thuận lợi. Từ cuối tháng 3/2018, giá phát điện trên thị trường cạnh tranh (CGM) thường xuyên đạt giá trần trong khi Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) ước tính tăng trưởng tiêu thụ điện đạt 12,5% cho quý 2/2018. Tình trạng thiếu hụt điện thậm chí còn buộc EVN phải huy động từ các nhà máy nhiệt điện dầu có giá thành cao, có giá bán gần gấp 3 lần các nhà máy nhiệt điện của POW. Ngoài ra, khấu hao từ nhà máy Cà Mau sẽ bắt đầu giảm từ quý 2/2018.

Tình trạng thiếu hụt điện có thể trở nên nghiêm trọng hơn dự báo, báo hiệu một triển vọng dài hạn khả quan cho POW. Trong kế hoạch gần nhất, EVN cho biết dự báo tốc độ tăng trưởng nguồn cung điện dưới 5% cho 2 năm tiếp theo, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng tăng trưởng tiêu thụ 10%-11%/năm. Do đó, chúng tôi tăng giả định sản lượng giai đoạn 2019-2022 cho nhà máy Vũng Áng và Nhơn Trạch 1 từ 4%-7%. POW cũng hưởng lợi từ giả định cao hơn cho NT2 trong báo cáo cập nhật gần nhất.

Khấu hao thấp hơn so với dự phóng trước đây của chúng tôi. Trong trao đổi gần đây, công ty cho biết khấu hao từ nhà máy Cà Mau sẽ giảm từ 50 triệu USD trong năm 2017 xuống 31 triệu USD trong năm 2018 và gần như không đáng kể từ năm 2019 trở đi. Mức giảm khấu hao này

nhanh hơn 1 năm so với ước tính trước đây của chúng tôi. Ngoài ra, nhà máy Nhơn Trạch 1 cũng sẽ giảm khấu hao nhanh hơn ước tính trước đây của chúng tôi 1 năm.

POW chính thức nhận phê duyệt dự án điện khí Nhơn Trạch 3 và 4 (công suất 1.500 MW) nhưng tiến độ chậm hơn từ cảng LNG có thể đẩy lùi thời điểm đi vào hoạt động. Theo thông tin từ Tổng CT Khí Việt Nam (GAS), cảng khí LNG Thị Vải sẽ chỉ có thể khả dụng từ cuối năm 2022. Sự điều chỉnh này sẽ làm chậm tiến độ đi vào hoạt động của Nhơn Trạch 3, có thể sẽ tới giữa năm 2023, chậm hơn 1,5 năm so với giả định trước đây của chúng tôi.

Chuyển sàn trong năm 2018. POW kỳ vọng sẽ tổ chức ĐHCĐ lần đầu tiên vào cuối tháng 6/2018 và niêm yết trên sàn HOSE trong năm nay, đây có thể là một yếu tố hấp dẫn đối với các nhà đầu tư.

Báo Cáo Tài Chính

KQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2016A	2017F	2018F
Doanh thu thuần	29.777	33.272	33.450	Tiền và tương đương	2.266	1.956	3.088
Giá vốn hàng bán	-24.797	-28.178	-27.453	Đầu tư TC ngắn hạn	1.039	0	0
Lợi nhuận gộp	4.980	5.095	5.997	Các khoản phải thu	6.748	9.116	9.164
Chi phí bán hàng	-16	-16	-16	Hàng tồn kho	3.533	3.909	3.808
Chi phí quản lí DN	-800	-763	-800	TS ngắn hạn khác	161	161	161
LN thuần HĐKD	4.164	4.315	5.180	Tổng TS ngắn hạn	13.746	15.142	16.221
Doanh thu tài chính	414	265	165	TS dài hạn (gộp)	69.599	69.899	70.199
Chi phí tài chính	-1.806	-1.602	-1.221	- Khấu hao lũy kế	-25.325	-29.164	-32.114
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-1.351	-1.101	-900	TS dài hạn (ròng)	44.274	40.735	38.085
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	934	934	934
Lợi nhuận/(chi phí) khác	11	0	0	TS dài hạn khác	1.581	1.581	1.581
LNTT	2.782	2.977	4.124	Tổng TS dài hạn	46.789	43.251	40.600
Thuế TNDN	-170	-220	-280	Tổng Tài sản	60.536	58.392	56.821
LNST trước CĐTS	2.612	2.757	3.844	Phải trả ngắn hạn	5.040	7.220	6.017
Lợi ích CĐ thiểu số	-368	-414	-473	Nợ ngắn hạn	6.099	6.099	6.099
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	2.244	2.343	3.370	Nợ ngắn hạn khác	1.291	1.421	1.563
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh (1)	2.320	2.717	3.587	Tổng nợ ngắn hạn	13.812	16.310	15.208
EBITDA	8.480	8.154	8.130	Nợ dài hạn	18.779	13.294	9.453
EPS cơ bản báo cáo, VND	934	976	1.404	Nợ dài hạn khác	216	216	216
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	986	1.154	1.496	Tổng nợ	32.807	29.820	24.878
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	986	1.154	1.496				

TỶ LỆ	2016A	2017F	2018F		2016A	2017F	2018F
Tăng trưởng				Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	5,5%	11,7%	0,5%	Vốn cổ phần	21.774	23.534	23.534
Tăng trưởng LN HĐKD	37,6%	3,6%	20,0%	Thặng dư vốn CP	0	0	0
Tăng trưởng LNTT	64,0%	7,0%	38,5%	Lợi nhuận giữ lại	3.154	2.237	5.608
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	86,3%	17,1%	29,6%	Lợi ích CĐTS	2.801	2.801	2.801
				Vốn chủ sở hữu	27.729	28.572	31.943
				Tổng cộng nguồn vốn	60.536	58.392	56.821

Khả năng sinh lời	2016A	2017F	2018F	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2016A	2017F	2018F
Biên LN gộp %	16,7%	15,3%	17,9%	Tiền đầu năm	4.671	2.267	1.956
Biên LN từ HĐ %	14,0%	13,0%	15,5%	Lợi nhuận sau thuế	2.244	2.343	3.370
Biên EBITDA	28,5%	24,5%	24,3%	Khấu hao	4.316	3.839	2.950
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	7,5%	7,0%	10,1%	Thay đổi vốn lưu động	-251	0	0
ROE %	8,2%	8,3%	11,1%	Điều chỉnh khác	-111	-246	-1.049
ROA %	3,4%	3,9%	5,9%	Tiền từ hoạt động KD	6.198	5.936	5.271

Chỉ số hiệu quả vận hành	2016A	2017F	2018F		2016A	2017F	2018F
Số ngày tồn kho	51	48	51	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-357	-300	-300
Số ngày phải thu	104	87	100	Đầu tư, ròng	-830	1.039	0
Số ngày phải trả	82	79	88	Tiền từ HĐ đầu tư	-1.188	739	-300
TG luân chuyển tiền	72	56	63	Cổ tức đã trả	-1.519	0	0
Thanh khoản				Tăng (giảm) vốn	31	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,0	0,9	1,1	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-5.926	-5.485	-3.840
CS thanh toán nhanh	0,7	0,7	0,8	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn			
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,2	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	-1.500	0
Nợ/Tài sản	0,4	0,3	0,3	Tiền từ hoạt động TC	-7.415	-6.985	-3.840
Nợ/Vốn sử dụng	0,5	0,4	0,3	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-2.404	-311	1.131
Nợ/Vốn CSH	0,8	0,6	0,4	Tiền cuối năm	2.267	1.956	3.088
Khả năng thanh toán lãi vay	3,1	3,9	5,8				

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Đắc Phú Thành và Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.