

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

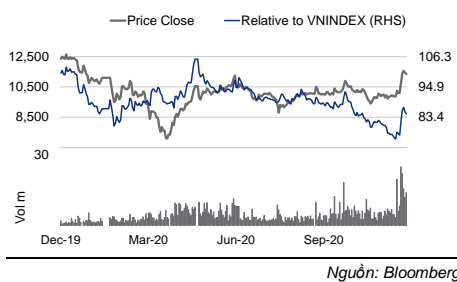
Consensus ratings*: KQ 10 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND11.400
Giá mục tiêu:	VND13.300
Giá mục tiêu cũ:	VND12.200
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	16,7%
CGS-CIMB / Consensus:	1,5%
Reuters:	POW.HM
Bloomberg:	POW VN
Vốn hoá:	US\$1.154tr
	VND26.697.336tr
GTGD bình quân:	US\$3,01tr
	VND69.649tr
SLCP đang lưu hành:	2.342tr
Free float:	20,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	13,4	14	-9,5
Tương đối (%)	4,2	-2,8	-17,1

Cổ đông chính

	% năm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	79,9
Norges Bank	1,3
Amersham Industries Limited	0,7

Chuyên viên phân tích

Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

TCT Điện Lực Dầu khí Việt Nam

Trên đà phục hồi

- Doanh thu 10T20 giảm 15,8% svck do sản lượng điện giảm 13,5% svck, hoàn thành 80,3% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu tăng lên 13.300 đ/cp do tăng EV/EBITDA mục tiêu từ 5,5x lên 6,7x.

Doanh thu 10T20 theo sát kỳ vọng

PVPower (POW) ghi nhận sản lượng tiêu thụ 10T20 đạt 16,1 tỷ kWh, giảm 13,5% svck chủ yếu do sản lượng huy động tại nhà máy Nhơn Trạch 1 thấp, đợt trung tu kéo dài 36 ngày tại nhà máy Nhơn Trạch 2 và sản lượng thủy điện giảm nhẹ do thiếu nước vào đầu năm 2020. Doanh thu giảm 15,8% svck do giá bán điện trên thị trường cạnh tranh (CGM) trên đà giảm, -76% sv tháng trước trong tháng 10 và -24,2% svck trong 10T20 do nguồn thủy điện giá rẻ phục hồi. Doanh thu 10T20 hoàn thành 80,3% dự phóng năm 2020 của chúng tôi, phù hợp dự phóng do chúng tôi kỳ vọng nhà máy Nhơn Trạch 2 và các nhà máy thủy điện của POW sẽ được huy động cao trong tháng 11 và 12.

Triển vọng 2021: LN phục hồi nhờ tăng sản lượng và ASP

Chúng tôi dự báo sản lượng điện của POW tăng 10,8% svck trong 2021 nhờ nhu cầu điện phục hồi hậu Covid-19. Sản lượng thủy điện kỳ vọng tăng mạnh (+27,4% svck) trong khi sản lượng huy động nhiệt điện từ EVN sẽ giảm do nguồn thủy điện giá rẻ được ưu tiên. ASP dự báo tăng 4,7% svck do giá nhiên liệu đầu vào khí và than tăng (phần tăng sẽ được chuyển qua giá bán với phần sản lượng theo hợp đồng PPA) và giá CGM tăng nhẹ (+3-5% svck). Chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ tăng 16,4% svck trong năm 2021.

Chưa có thông tin chính thức về tiến độ thoái vốn tại PVMachino

Giá cổ phiếu POW đã tăng khoảng 12% từ đầu tháng 12 do có tin đồn thoái vốn tại công ty con PVMachino (PVM) sau khi một cổ đông khác của PVM thoái thành công 17,1% cổ phần trong tháng 11. POW hiện nắm giữ 19,9tr cổ phiếu của PVM với tổng giá trị là 189 tỷ đồng. Nếu POW có thể thoái toàn bộ cổ phần của mình tại PVM với giá giao dịch hiện tại, chúng tôi ước tính công ty có thể ghi nhận doanh thu tài chính khoảng 187 tỷ đồng. Tuy nhiên, do chưa có thông báo chính thức nào từ POW về tiến độ thoái vốn nên chúng tôi chưa đưa khoản thu nhập một lần này vào mô hình định giá.

Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu tăng lên 13.300 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương của 2 phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA 2020-2021 mục tiêu là 6,7x. Chúng tôi nâng EV/EBITDA mục tiêu từ 5,5x lên 6,7x tương đương với trung bình các doanh nghiệp trong nước. Động lực tăng giá là sản lượng và giá bán bình quân hồi phục trong 2021. Rủi ro giảm giá là các vấn đề phát sinh trong quá trình đàm phán lại hợp đồng mua bán điện với EVN và mức trích lập dự phòng cao hơn kỳ vọng cho các khoản phải thu của EVN.

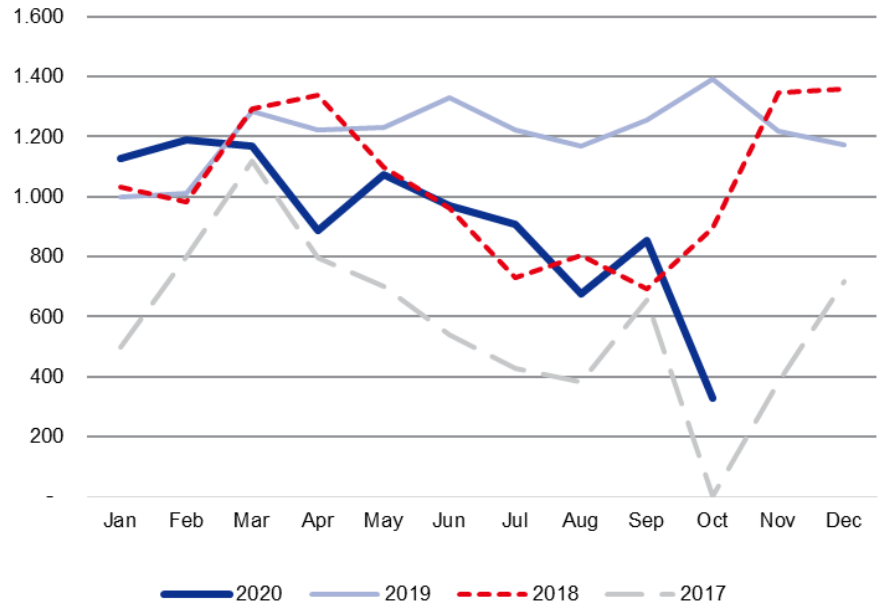
Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	32.662	35.421	29.451	34.143	35.788
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	7.604	7.048	5.750	6.026	6.319
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.921	2.491	1.905	2.202	2.445
EPS cốt lõi (VNĐ)	850	1.064	814	940	1.044
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-17,1%	25,1%	-23,5%	15,6%	11,0%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	13,41	10,72	14,01	12,12	10,92
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	-	-	300	300	300
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,00%	2,63%	2,63%	2,63%
EV/EBITDA (lần)	5,74	5,70	6,79	6,90	7,38
P/FCFE (lần)	20,32	12,98	27,45	12,58	20,26
P/B (lần)	1,09	0,99	0,95	0,91	0,86
ROE	7,8%	9,7%	6,9%	7,7%	8,1%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,94	0,90	0,93

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trên đà phục hồi

Giá điện trên thị trường cạnh tranh giảm mạnh trong tháng 10 do lượng mưa cao dẫn đến huy động thủy điện cao, trong khi thủy điện là nguồn cung rẻ nhất trong số các loại hình phát điện.

Hình 1: Giá điện trên thị trường cạnh tranh (đồng/kWh)



NGUỒN: VND RESEARCH, GENCO 3

Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu tăng lên 13.300 đồng/cp

Hình 2: Tóm tắt dự phóng dòng tiền (phương pháp DCF)

	2019	2020F	2021F	2022F	//	2030F
EBITDA	7.048	5.750	6.026	6.319		6.013
(-) Chi phí khấu hao, trừ NT 3&4	(3.132)	(2.654)	(2.654)	(2.654)		(1.960)
EBIT	3.917	3.096	3.372	3.665		4.053
(-) Thuế	(307)	(469)	(506)	(575)		(811)
Thuế (%)	9,8%	15,2%	15,0%	15,7%		20,0%
EBIAT	3.609	2.627	2.865	3.090		3.242
(+) Chi phí khấu hao	3.132	2.654	2.654	2.654		1.960
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	2.057	(449)	(378)	498		70
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ, trừ NT 3&4	(349)	(295)	(341)	(358)		(415)
FCFF	8.449	4.538	4.801	5.884		4.857
Giá trị dòng tiền năm cuối						52.070

NGUỒN: VND RESEARCH

Hình 3: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	0,9
Phần bù rủi ro	11,0%
Chi phí vốn	13,9%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: WACC và tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	47.298
Nợ	(17.034)
Chi phí nợ	6,0%
Thuế (%)	15,0%
WACC	11,5%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi không thay đổi dự phóng EPS 2020-2022, tuy nhiên chúng tôi nâng EV/EBITDA mục tiêu từ 5,5x lên 6,7x, tương đương với trung bình các doanh nghiệp điện trong nước.

Hình 5: Giá mục tiêu

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu đồng/cp	Tỷ trọng %	Giá theo tỷ trọng đồng/cp
Trung bình EV/EBITDA 2021-22	6,7x	11.996	0,50	5.998
DCF 10 năm		14.533	0,50	7.266
Giá hợp lý				13.264
Giá mục tiêu (làm tròn)				13.300

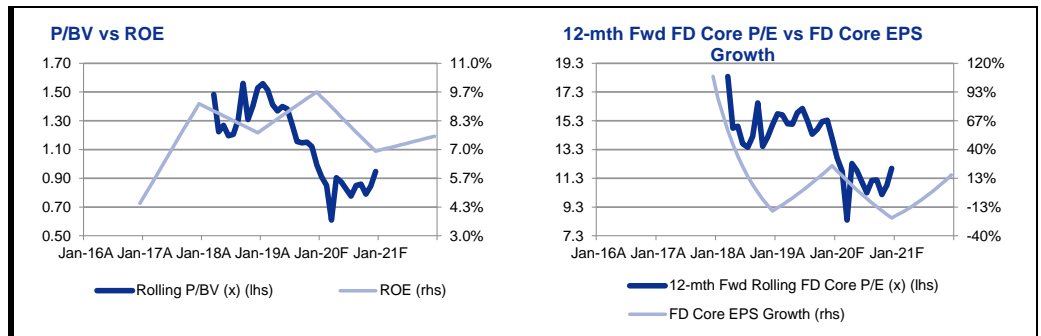
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá	Giá	Vốn	P/E (x)		CAGR EPS 3 năm (%)	P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			đóng cửa nội tệ	mục tiêu nội tệ		tr USD	2020		2021	2020	2021	2020	2021	2020
Công ty nước ngoài														
Guodian Changyuan Electric	000966 CH Equity	KKN	3,7	NA	633,4	8,4	5,8	5,0%	0,9	0,8	NA	NA	NA	NA
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	Khả quan	0,9	1,05	1.074,2	14,0	13,6	2,7%	0,7	0,7	6,5	6,1	5,2	5,4
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	KKN	65,1	NA	1.452,4	12,7	11,0	-0,4%	0,9	0,8	6,0	5,3	5,8	6,2
An Hui Wenergy Co Ltd	000543 CH Equity	KKN	4,0	NA	1.388,1	8,8	7,6	13,8%	0,6	0,6	NA	NA	3,2	3,8
First Gen Corp	FGEN PM Equity	KKN	27,9	NA	2.083,8	9,0	8,0	-0,4%	0,8	0,7	4,5	3,9	6,3	7,4
Trung bình					1.326,4	10,6	9,2	4,1%	0,8	0,7	5,7	5,1	5,1	5,7
Công ty trong nước														
Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	KKN	23.700	NA	295,0	10,5	10,0	3,4%	1,6	1,6	5,0	4,7	9,3	10,8
Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN Equity	KKN	24.050	NA	332,7	9,3	8,8	-12,9%	1,3	1,2	8,6	8,5	12,0	12,4
Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	KKN	19.300	NA	412,9	8,0	11,3	-10,5%	NA	NA	NA	NA	10,4	7,5
Trung bình					346,8	9,3	10,1	-6,7%	1,5	1,4	6,8	6,6	10,6	10,3
PVPower	POW VN Equity	Khả quan	11.400	13.300	1.154,0	14,0	12,1	2,4%	1,0	0,9	6,8	6,9	6,9	7,7

NGUỒN: VND RESEARCH, CGS-CIMB RESEARCH, BLOOMBERG (DỮ LIỆU NGÀY 09/12)

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	32.662	35.421	29.451	34.143	35.788
Lợi nhuận gộp	4.477	5.123	4.187	4.327	4.574
LN hoạt động thuần	7.604	7.048	5.750	6.026	6.319
Chi phí khấu hao	(3.920)	(3.132)	(2.654)	(2.654)	(2.654)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	3.683	3.917	3.096	3.372	3.665
TN từ hoạt động tài chính	(1.264)	(877)	(619)	(503)	(450)
TN từ các Cty LK & LD	50	57	60	60	60
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	22	48	12	14	19
Lợi nhuận trước thuế	2.492	3.145	2.548	2.943	3.294
Thuế	(205)	(307)	(378)	(434)	(509)
Lợi nhuận sau thuế	2.287	2.837	2.170	2.509	2.785
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(366)	(346)	(265)	(306)	(340)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.921	2.491	1.905	2.202	2.445
Lợi nhuận thường xuyên	1.921	2.491	1.905	2.202	2.445

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	7.604	7.048	5.750	6.026	6.319
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(1.114)	(2.057)	449	378	(498)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(69)	766	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	22	48	12	14	19
Dòng tiền hoạt động khác	(45)	24	98	(219)	56
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(1.307)	(1.152)	(1.093)	(1.122)	(1.146)
Thuế đã trả	(96)	(326)	(378)	(434)	(509)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	4.996	4.352	4.837	4.643	4.242
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(219)	(137)	(3.166)	(6.770)	(8.881)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	125	4	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	891	(207)	(2.421)	(280)	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	759	299	428	537	595
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	1.555	(42)	(5.158)	(6.513)	(8.286)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(5.284)	(2.254)	1.294	3.992	5.362
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	2	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(349)	(119)	(703)	(703)	(703)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	1	38	13
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(5.633)	(2.370)	592	3.327	4.673
Tổng tiền trong năm	919	1.940	271	1.457	628
Dòng tiền tự do cho cổ đông	1.267	2.056	973	2.122	1.318
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	7.858	5.462	772	(748)	(2.898)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	3.361	5.741	8.433	10.171	10.799
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.531	8.701	7.199	7.877	8.401
Hàng tồn kho	4.187	3.912	3.447	4.046	4.222
Tài sản ngắn hạn khác	172	192	171	191	203
Tổng tài sản ngắn hạn	15.251	18.546	19.251	22.284	23.625
Tài sản cố định	40.113	37.250	35.445	36.677	41.215
Tổng đầu tư	1.314	1.205	3.581	6.524	8.273
Tài sản vô hình	64	71	71	71	71
Tài sản dài hạn khác	1.369	1.097	763	927	936
Tổng tài sản dài hạn	42.860	39.623	39.859	44.199	50.494
Vay & nợ ngắn hạn	706	3.954	8.846	12.176	14.210
Nợ dài hạn đến hạn trả	5.848	5.195	4.000	2.000	1.330
Phải trả người bán	5.900	6.684	5.288	6.073	6.458
Nợ ngắn hạn khác	5.116	3.598	3.456	4.343	4.174
Tổng nợ ngắn hạn	17.571	19.431	20.955	24.593	26.172
Vay & nợ dài hạn	13.304	8.406	6.722	8.797	12.824
Nợ dài hạn khác	422	729	492	437	502
Tổng nợ dài hạn	13.725	9.135	7.214	9.234	13.326
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	31.296	28.565	28.169	33.827	39.498
Vốn chủ sở hữu	24.506	26.979	28.053	29.461	31.087
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.309	2.624	2.889	3.195	3.535
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	26.815	29.603	30.942	32.656	34.622

Các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	9,9%	8,4%	-16,9%	15,9%	4,8%
Tăng trưởng LNHDKD	-9,7%	-7,3%	-18,4%	4,8%	4,9%
Biên LNHDKD	23,3%	19,9%	19,5%	17,6%	17,7%
Tiền ròng/cp	(7.044)	(5.045)	(4.484)	(5.467)	(7.501)
Giá trị sổ sách/cp	10.464	11.520	11.979	12.580	13.274
Khả năng thanh toán lãi vay	2,8	3,4	2,8	3,0	3,2
Thuế suất hiệu dụng	8,2%	9,8%	14,8%	14,7%	15,4%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	NA	30,8%	26,6%	23,8%
Số ngày phải thu	79,8	83,6	98,8	80,6	83,0
Số ngày tồn kho	49,99	48,78	53,31	45,86	48,34
Số ngày phải trả	70,85	75,80	86,72	69,54	73,27
ROIC	7,6%	9,2%	7,6%	8,8%	9,3%
ROCE	8,5%	9,0%	7,3%	7,4%	7,2%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	6,3%	6,9%	5,4%	5,5%	5,3%

Các nhân tố chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Sản lượng điện cung cấp (GWh)	21.007	22.540	19.559	21.663	22.134
Công suất (MW)	4.208	4.208	4.205	4.205	4.205
Hiệu suất hoạt động trung bình	57,0%	61,1%	53,1%	58,8%	60,1%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phạm Lê Mai – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: mai.phamle@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>