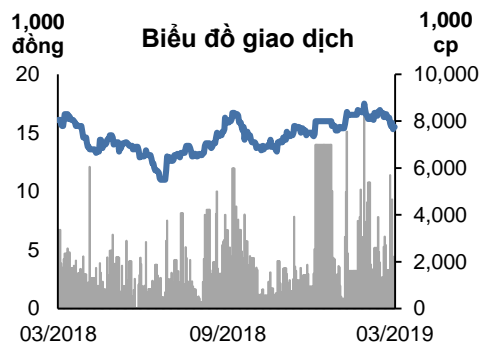


POW (HSX) 2019, Năm tăng trưởng mạnh mẽ

Điện Nguồn cung và cơ chế giá khí mới cho Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1&2

Giá thị trường (VND) **15,500**



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-3%	-5%	5%	-4%
Tương đối	-14%	-5%	-5%	9%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê

25/03/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	11.0k-17.5k
SL lưu hành (triệu cp)	2,342
Vốn hóa (tỷ đồng)	36,299
Vốn hóa (triệu USD)	1,565
% khối ngoại sở hữu	15%
SL cp tự do (triệu cp)	2,071
KLGD TB 3 tháng (cp)	2,933,713
VND/USD	23,202
Index: VNIndex / HNX	989/108

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

25/03/2019

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	80.0%
Dragon Capital	7.0%
KIMC	2.4%

Nguồn: Bloomberg

Vào ngày 22/03/2019, chúng tôi đã có chuyến thăm Nhà máy Nhiệt điện Cà Mau 1&2 (chiếm 36% công suất của POW). Nhà máy điện Cà Mau 1&2 đặt tại miền Nam, là nhà máy điện quan trọng cung cấp điện năng cho tất cả các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long. Hai nhà máy được trang bị công nghệ hiện đại từ các nước G7, tương tự nhà máy Nhơn Trạch 2, là một trong những nhà máy nhiệt điện khí hiện đại và hiệu quả nhất tại Việt Nam. Theo POW, số giờ ngừng hoạt động do các lỗi kỹ thuật mỗi năm chỉ là 15 giờ, nhà máy hoạt động rất tốt và ổn định.

Hiện tại, nhà máy Cà Mau 1&2 đang sử dụng khí tự nhiên thông qua tuyến ống PM3-CAA theo thỏa thuận giữa Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và Petronas. Tuy nhiên, vào năm 2020 sẽ có thể xảy ra tình trạng thiếu khí do PVN không còn được nhận cấp bù khí tự nhiên của Petronas như những năm trước. Theo Ban lãnh đạo của POW, PVN đang đàm phán với Petronas để mua thêm khí tự nhiên với cơ chế giá khí mới là **90%HFO + cước vận chuyển** (gần gấp đôi so với giá cũ nhưng thấp hơn giá dự kiến trước đó là 105%HFO + cước vận chuyển). Tuy nhiên, chi phí tăng thêm sẽ được chuyển hoàn toàn qua giá bán điện và không ảnh hưởng đến lợi nhuận. Nguồn cung khí mới sẽ tăng hiệu suất sử dụng của các nhà máy lên 68%, thay vì 60% như các năm trước.

Từ năm 2020 trở đi, nhà máy điện Cà Mau 1&2 sẽ tham gia trực tiếp thị trường phát điện cạnh tranh với Qc/Qm ở mức 80%/20%. Chúng tôi kỳ vọng giá PPA mới sẽ đảm bảo IRR ở mức 9.5-10%.

Hơn nữa, các Nhà máy điện Cà Mau 1&2 sẽ gần như khấu hao hết vào năm 2019, giúp tăng 800 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Theo ước tính của chúng tôi, Cà Mau 1&2 sẽ đóng góp 1,800 tỷ đồng, tương đương 32% lợi nhuận gộp của POW vào năm 2019.

Kết quả kinh doanh 1Q2019 và kế hoạch năm 2019

Trong 1Q2019, sản lượng điện của POW là 5.4 tỷ kWh (-5% n/n), chủ yếu là do ảnh hưởng từ hoạt động trung tu nhà máy Vũng Áng trong tháng 02/2019. Doanh thu và LNTT của POW lần lượt ở mức 8,214 tỷ đồng (-1.6% n/n) và 843 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ).

Năm 2019, EVN A0 (Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia) đặt mức Qc rất cao cho nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng, ở mức 5.7 tỷ kWh (+16% n/n), đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận. Hiện nay, nguồn cung cấp than cho các nhà máy nhiệt điện than đang rất căng thẳng. Vinacomin chỉ cam kết cung cấp 2.4 triệu tấn than, phần còn lại 0.4 triệu tấn sẽ do POW tự nhập khẩu.

Từ tháng 3 trở đi, sẽ không có lịch trung tu hay đại tu lớn nữa cho các nhà máy nhiệt điện của PVPower, đảm bảo khả năng sẵn sàng phát điện. Chỉ riêng Thủy điện Hòa Na là nhà máy duy nhất của POW tiến hành đại tu lớn vào cuối 2019.

Nhìn chung, Ban lãnh đạo POW đặt ra kế hoạch năm tương đối thận trọng, trong đó doanh thu và lợi nhuận của công ty mẹ lần lượt là 23,126 tỷ đồng (-5% n/n) và 1,897 tỷ đồng (-15% n/n). Bên cạnh đó, mức chi trả cổ tức sẽ là 600 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2019 - 2022.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng năm 2019 sẽ là của POW nhờ 1) Nguồn cấp khí mới từ mỏ Phong Lan Đại, đảm bảo khí tự nhiên phục vụ phát điện cho Nhà máy Nhơn Trạch 1&2, 2) Sản lượng điện sản xuất cao hơn từ Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng, 3) Nhà máy điện Cà Mau 1&2 sẽ được khấu hao gần như hoàn toàn. Lợi nhuận ròng ước tính sẽ tăng vọt 79.1% n/n lên 3,676 tỷ đồng

Chúng tôi định giá cổ phiếu POW là **18,600 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019; Tổng lợi nhuận dự kiến là **23.9%** (bao gồm cổ tức tiền mặt là 600 đồng/cổ phiếu). Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Nguyễn Phong Danh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1459

Danh.np@kisvn.vn

www.kisvn.vn

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 36,299 tỷ đồng			
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu thuần	28,247	29,762	33,862	35,301
Tăng trưởng (%)	5%	10%	8%	-3%
Bán điện	27,244	28,913	33,013	34,452
Cung cấp dịch vụ	155	43	43	43
Bán hàng hóa	666	798	798	798
Khác	181	9	9	9
GVHB	24,429	24,787	29,466	29,665
Chi phí BH & QLDN	815	799	822	846
EBITDA	8,423	7,337	7,931	7,444
Biên lợi nhuận (%)	28%	22%	22%	22%
Khấu hao	4316	3918	3118	2918
Lợi nhuận từ HĐKD	4,107	3,420	4,814	4,527
Biên LN HĐKD (%)	14%	10%	14%	13%
Chi phí lãi vay ròng	1,103	1,080	563	374
Khả năng trả lãi vay (x)	3.7	3.2	8.6	12.1
Lãi/lỗ khác	-96	-120	-255	-521
Lỗ tỷ giá	-296	-329	-535	-364
Thuế	132	169	320	363
Thuế suất hiệu dụng (%)	5%	8%	8%	10%
Lợi nhuận ròng	2,776	2,052	3,676	3,269
Biên lợi nhuận (%)	9%	6%	10%	10%
Lợi ích CĐ thiểu số	368	376	376	376
LN cho công ty mẹ	2,408	1,676	3,300	2,893
Số lượng CP (triệu)	2,342	2,342	2,342	2,342
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,028	716	1,381	1,211
Tăng EPS (%)	133%	-30%	93%	-12%
Cổ tức (VND)	700	400	600	600
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	68%	56%	43%	50%

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

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)	2017	2018U	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	917	-1,999	220	-91
Capex	1,672	377	388	10,789
Dòng tiền khác	-1,313	1,474	0	0
Dòng tiền tự do	5,816	6,118	6,185	-4,512
Phát hành cổ phiếu	0	-1	0	0
Cổ tức	1,563	1,041	1,405	1,405
Thay đổi nợ ròng	-4,253	-5,075	-4,780	5,917
Nợ ròng cuối năm	21,572	16,497	11,717	17,634
Giá trị doanh nghiệp	60,693	55,115	50,710	57,003
Tổng VCSH	27,724	26,848	29,053	30,859
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,822	2,319	2,694	3,070
VCSH	24,902	24,530	26,359	27,789
Giá trị sổ sách/cp (VND)	10,633	10,474	11,255	11,866
Nợ ròng / VCSH (%)	78%	61%	40%	57%
Nợ ròng / EBITDA (x)	2.6	2.2	1.5	2.4
Tổng tài sản	60,583	58,103	54,016	61,796

$Nợ\ ròng = Nợ - tiền\ và\ tương\ đương\ tiền$

CHỈ SỐ VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	10%	7%	13%	11%
ROA (%)	5%	4%	7%	5%
ROIC (%)	7%	6%	10%	8%
WACC (%)	10%	11%	12%	10%
PER (x)	15.1	21.7	11.2	12.8
PBR (x)	1.5	1.5	1.4	1.3
PSR (x)	1.2	1.1	1.0	1.1
EV/EBITDA (x)	7.2	7.5	6.4	7.7
EV/Sales (x)	2.0	1.7	1.4	1.7
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	4.5%	2.6%	3.9%	3.9%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

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**.