

Ngành **ĐIỆN** Chớp lấy thời cơ

Đánh giá **TĂNG TỶ TRỌNG**

Nội dung

- Biên dự phòng điện căng mình, nhiệt điện được tăng cường huy động**
- Sửa đổi Thông tư 45/2018 / TT-BTC là một cú hích lớn:**
- Triển vọng giá nguyên vật liệu đầu vào giảm**
- Các rủi ro**
- Cổ phiếu theo dõi**
- Cổ phiếu khuyến nghị: POW**

Cổ phiếu khuyến nghị

POW: TĂNG TỶ TRỌNG (17,000đ/ 31%)

	2018	2019F	2020F
PE (x)	21.0	12.3	11.0
PB (x)	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	7.4	5.7	6.2
DY (%)	0%	0%	0%
EPS (VND)	716	1,078	1,210
BPS (VND)	10,474	11,552	12,762

- Phiên bản tốt nhất của Nhiệt điện Cà Mau 1&2 cho năm 2020
- Vũng Áng 1 chuyển mình
- Chi phí đầu vào thấp hơn
- CAPEX dè dặt lên dòng tiền tự do

Quan điểm đầu tư:

- Biên dự phòng điện căng mình, nhiệt điện được tăng cường huy động:** Với nhu cầu điện vượt mức tăng trưởng dự kiến và mực nước tại các hồ thủy điện thấp kỷ lục, áp lực đang đè lên các nguồn năng lượng hiện tại khác. Thực tế, trong khi miền Bắc không có nhiều tiềm năng để phát triển năng lượng tái tạo thì tắc nghẽn lưới truyền tải đang xảy ra ở miền Nam. Do đó, các nhà máy nhiệt điện có hiệu suất ổn định như PPC, HND, POW sẽ được ưu tiên huy động.
- Sửa đổi Thông tư 45/2018/TT-BTC là một cú hích lớn:** Năm 2020, thay vì cố định tỷ lệ alpha cho tất cả các loại phát điện, các nhà máy điện tham gia trực tiếp thị trường điện (CGM) có thể tự chủ động đàm phán tỷ lệ alpha với EVN, trong khung từ 60% đến 100%. Hơn nữa, sửa đổi mới về giá trần CGM mang lại hy vọng cho cả doanh nghiệp thủy điện và nhiệt điện.
- Triển vọng giá nguyên vật liệu đầu vào giảm:** Chúng tôi ước tính giá than trung bình là 79 USD/tấn (-29.7% n/n) và 70 USD/tấn (-13% n/n) cho năm 2019 và 2020, tạo cơ hội cho các nhà máy nhiệt điện than. Ngoài ra, quy định mới của IMO về giảm khí thải tàu biển từ năm 2020, chúng tôi ước tính giá HSFO trung bình sẽ giảm xuống còn USD370/MMBTU năm 2019 và USD350/MMBTU vào năm 2020 (-11% n/n và -6% n/n). Đây sẽ là động lực tăng trưởng cho NT2 và POW vào năm 2020 nếu giá dầu tiếp tục đi xuống như dự báo.

Rủi ro:

- Sản lượng điện phụ thuộc nhiều vào thời tiết:** Thời tiết bất lợi ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng cạnh tranh của các nhà máy điện không chỉ của các nhà máy thủy điện trực tiếp tham gia thị trường mà cả các nhà máy thủy điện chiến lược.
- Sự cố kỹ thuật:** Do hoạt động liên tục ở công suất tối đa khi nhu cầu tải tăng, khả năng cao xảy ra sự cố kỹ thuật đối với các tuabin của các nhà máy nhiệt điện và sự suy giảm công suất do không đủ than tồn kho.

Kết luận:

- Tuy thời tiết có nhiều diễn biến bất thường cũng như nguy cơ thiếu khí hiển hiện, áp lực tăng đối với tải điện cao điểm và giá nguyên vật liệu đầu vào thấp hơn là những điểm mua nổi bật của nhà máy nhiệt điện trong năm sau. Do đó, chúng tôi có triển vọng tích cực cho lĩnh vực này vào năm 2020. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.
- Cổ phiếu khuyến nghị: **POW**

Vũ Ngọc Hồng Hạnh

Năng lượng – Chuyên viên phân tích

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1469

Hanh.vn@kisvn.vn

12-12-2019

Phòng Phân Tích - KIS Việt Nam

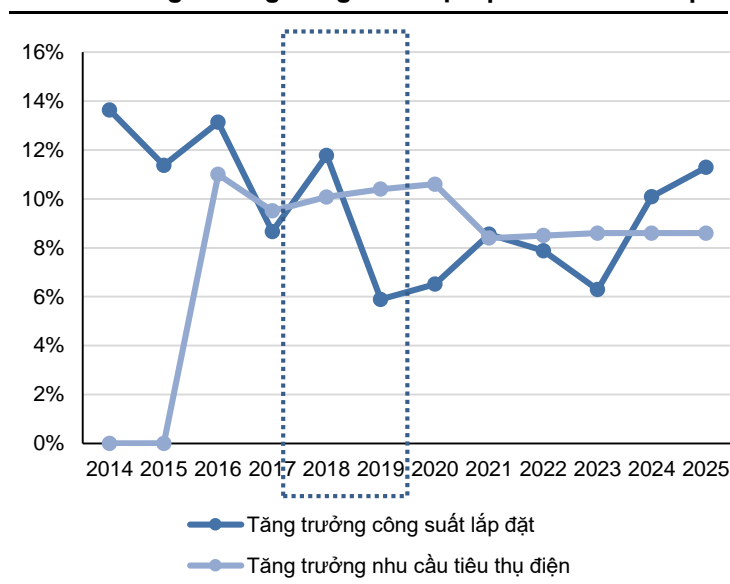
Trang 1

Bloomberg: KISV <GO>

1. Biên dự phòng điện căng mình, nhiệt điện được tăng cường huy động

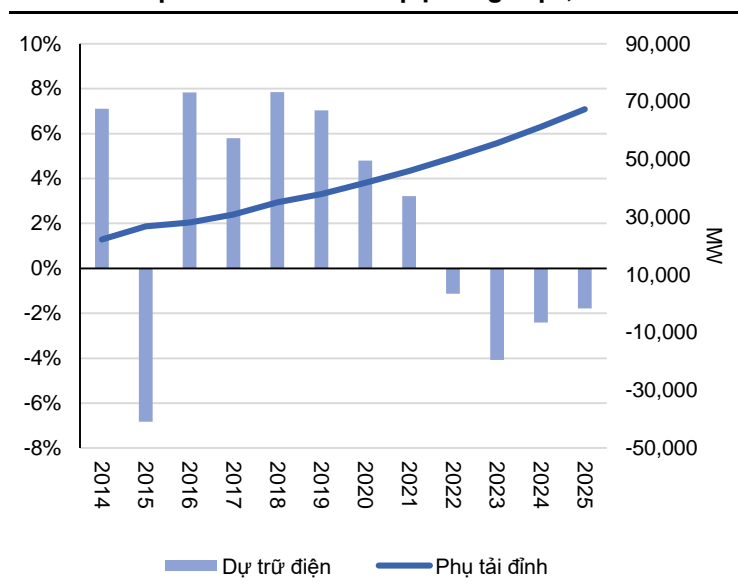
Năm 2020, Việt Nam phải đối mặt với biên dự phòng điện về mức thấp, chỉ đạt mức gần 8% so với mức khuyến nghị 20% -35% của Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) đáp ứng phụ tải đỉnh. Với nhu cầu điện vượt mức tăng trưởng dự kiến và mực nước tại các hồ thủy điện thấp kỷ, áp lực đang đè lên các nguồn năng lượng hiện tại khác. Chúng tôi kì vọng nhiệt điện sẽ tiếp tục duy trì vị thế của năm 2019 cho năm 2020 vì những lý do sau:

Hình 01. Tăng trưởng công suất lắp đặt và nhu cầu điện



Nguồn: EVN NLDC, KIS

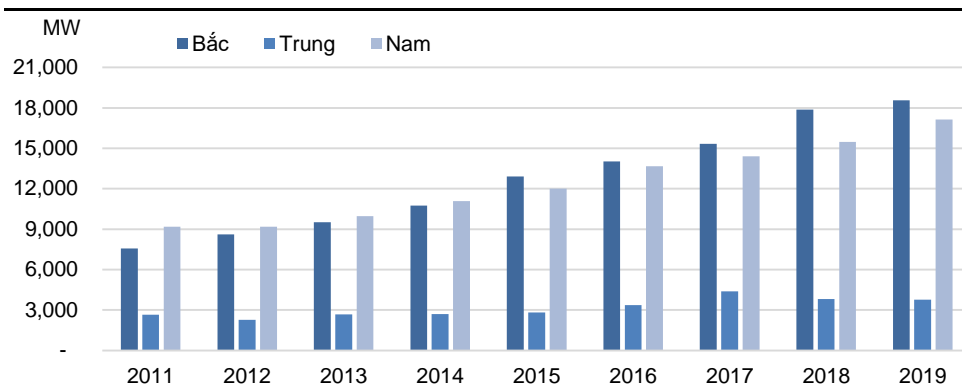
Hình 02. Phụ tải đỉnh và biên dự phòng điện, 2014 – 2025.



Nguồn: EVN NLDC, KIS

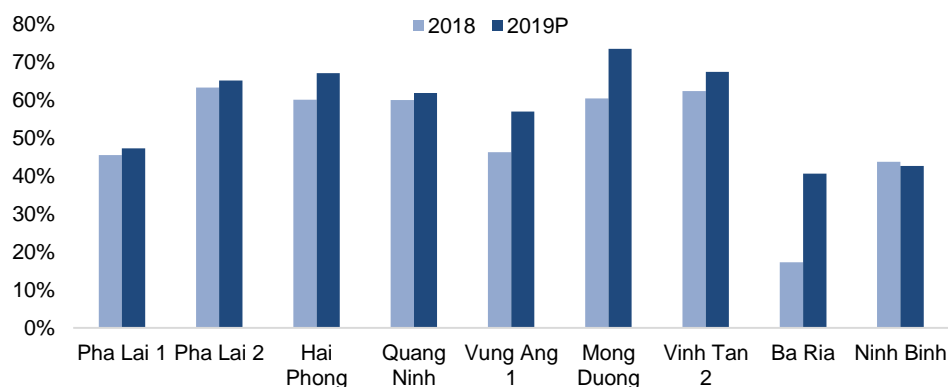
1.1. Miền Bắc gặp khó khăn trong việc đa dạng hóa các nguồn năng lượng

Theo thông cáo báo chí mới nhất của Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (NLDC), nhu cầu phụ tải trung bình của miền Nam cao hơn miền Bắc (13,088 MW so với 12,414 MW trong 9M2019). Tuy nhiên, mức phụ tải đỉnh miền Bắc đã vượt xa số liệu miền Nam trong thời gian gần đây, đạt 18,568 MW so với 17,135W vào tháng 09/2019. Điều này đồng nghĩa với việc biên dự phòng điện hàng năm ở miền Bắc có khả năng cao sẽ giảm nhanh hơn so với các khu vực khác của cả nước.

Hình 03. Phụ tải đỉnh theo vùng

Nguồn: EVN NLDC, KIS

Trong khi đó, các nguồn năng lượng khác ở miền Bắc không đủ điều kiện để đáp ứng nhu cầu điện. Cụ thể, cùng với tài nguyên thủy điện đang trở nên khan hiếm, khu vực phía Bắc không có nhiều tiềm năng để phát triển năng lượng tái tạo như năng lượng mặt trời, gió, v.v. vì nguồn tài nguyên địa nhiệt hạn chế hơn nhiều so với miền Nam và miền Trung. Do đó, năng lượng tái tạo không dễ dàng thay thế vai trò của các nhà máy nhiệt điện than, ít nhất là ở khu vực phía Bắc. Nói cách khác, các nhà máy nhiệt điện có tỷ lệ sử dụng ổn định như PPC, QTP và HND luôn được EVN ưu tiên huy động ở mức hiệu suất cao.

Hình 04. Hiệu suất nhà máy nhiệt điện, 2018-2019

Nguồn: KIS

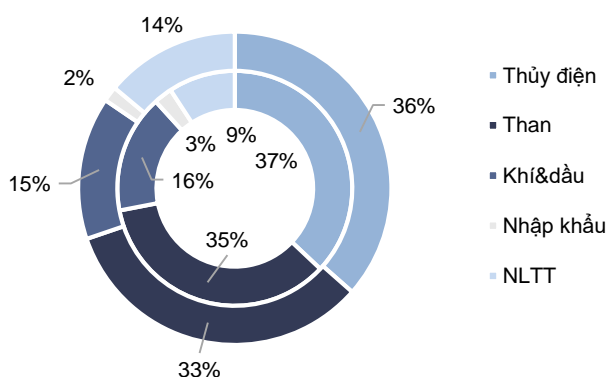
1.2. Và miền Nam phải đối mặt với việc cắt giảm công suất

Bộ Công Thương (BCT) dự kiến phát triển điện mặt trời khoảng 850MW vào năm 2020. Song thực tế, với giá mua điện hấp dẫn của EVN (9.35 cents), rất nhiều nhà đầu tư vào cuộc, nâng tổng công suất điện mặt trời đưa vào hoạt động tính tới thời điểm hiện tại là 4.5GW. Tuy nhiên, tăng trưởng nguồn điện lại lệch pha so với phát triển lưới điện, dẫn tới nhiều nhà máy đã phải giảm phát tới 69% công suất gây thất thoát, lãng phí. Vì thế, mặc dù chiếm gần 9% tổng công suất lắp đặt, năng lượng mặt

trời không chứng minh được hiệu quả khi chỉ cung cấp khoảng 2% trên tổng sản lượng điện.

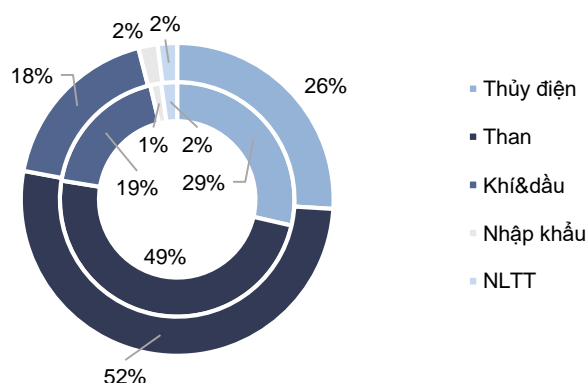
Mặt khác, nhiệt điện than vẫn được huy động cao, chiếm gần một nửa sản lượng điện quốc gia vào năm 2019 và dự kiến tăng tới 52% vào năm 2020. Do đó, dù năng lượng tái tạo có được hưởng mức ưu đãi giá của Chính phủ hay không, nhiệt điện vẫn là nguồn năng lượng chính cho năm 2020. EVN sẽ căng mình huy động tối đa từ các nhà máy than và khí đốt, nhưng không phải là năng lượng mặt trời để đáp ứng nhu cầu và tránh mất điện. Các nhà máy nhiệt điện phía Nam nằm gần các trung tâm công nghiệp lớn tại Thành phố Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Bình Dương như NT2, POW và PGV, là những điểm sáng đáng chú ý để đầu tư.

Hình 05. Tổng công suất lắp đặt, 2019-2020



Nguồn: EVN, KIS

Hình 06. Tổng sản lượng điện thương phẩm, 2019-2020



Nguồn: EVN, KIS

2. Sửa đổi Thông tư 45/2018/TT-BCT là một cú hích lớn

Vào ngày 14/11/2019, Thông tư 24 được BCT ban hành chính thức có hiệu lực. Thông tư này được ban hành để sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 45/2018/TT-BCT và Thông tư số 56/2014/TT-BCT. Theo đó, điều chỉnh sản lượng điện hợp đồng và giá trần thị trường là hai sửa đổi quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến các nhà máy điện trực tiếp tham gia thị trường điện vào năm 2020.

2.1. Tỷ lệ Alpha ưu đãi hơn cho các nhà máy điện

Đầu tiên, tỷ lệ alpha để xác định sản lượng điện hợp đồng có sự thay đổi đáng chú ý như sau:

	Thông tư cũ	Nội dung sửa đổi
Điều 16: Xác định sản lượng điện hợp đồng	Tỷ lệ Alpha: 60-95%. EVN có lộ trình giảm Qc về 60%.	Tỷ lệ Qc năm (nhiều năm) và tỷ lệ Qc tháng được thỏa thuận giữa đơn vị phát điện và EVN, với tỷ lệ dao động từ 60%-100% . Nếu không thỏa thuận được, cục Điều tiết điện lực sẽ công bố tỷ lệ alpha cho từng loại hình.

Theo Quyết định số 109/QĐ-DTDL và Thông tư số 45/2018/TT-BCT, Qc có lộ trình giảm dần xuống còn 60% áp dụng cho tất cả các nhà máy điện tham gia trực tiếp thị trường điện. Do đó, khả năng cạnh tranh của các nhà máy nhiệt điện phần nào gặp bất lợi. Tuy nhiên, theo Thông tư số 24, thay vì ấn định tỷ lệ alpha cho tất cả các loại hình phát điện, các nhà máy điện tham gia trực tiếp vào CGM sẽ có thể chủ động đàm phán tỷ lệ alpha với EVN, từ 60% đến 100%. Vì Qc được cho phép đến 100%, các nhà máy cũ và kém cạnh tranh trên thị trường có thể được hưởng lợi nếu có tỷ lệ alpha cao. Nói cách khác, các nhà máy nhiệt điện có thể duy trì tỷ lệ alpha 80% hoặc thậm chí cao hơn, trong khi các nhà máy thủy điện có thể hạn chế rủi ro thủy văn bằng cách đàm phán tỷ lệ alpha thấp hơn, từ 60-70%.

2.2. Giá trần mới cao hơn:

	Thông tư cũ	Nội dung sửa đổi
(1) Điều 23: Xác định giá trần thị trường	Giá trần thị trường:	Giá trần thị trường:
	<ul style="list-style-type: none"> - Không thấp hơn chi phí biến đổi của TMNĐ chạy nền và chạy lưng trực tiếp chào giá. - Không cao hơn 115% giá trần bản chào cao nhất của TMNĐ chạy nền hoặc chạy lưng trực tiếp chào giá. 	<ul style="list-style-type: none"> - Không thấp hơn chi phí biến đổi của TMNĐ trực tiếp chào giá trên thị trường điện. - Không cao hơn 115% giá trần bản chào cao nhất của TMNĐ trực tiếp chào giá
(2) Điều 43: Giá trần bản chào nhà máy thủy điện	Giá trần bản chào nhà máy thủy điện: 100% x Max(Pgtn, PDOmax)	Giá trần bản chào nhà máy thủy điện: 120% x Max(Pgtn, PDOmax)

*Pgtn: Giá trị nước của nhà máy thủy điện; (VND/kWh)

*PDOmax: chi phí biến đổi của tổ máy nhiệt điện chạy dầu DO đắt nhất trong hệ thống điện (VND/kWh)

(1) Giá trần của nhiệt điện tăng 16%

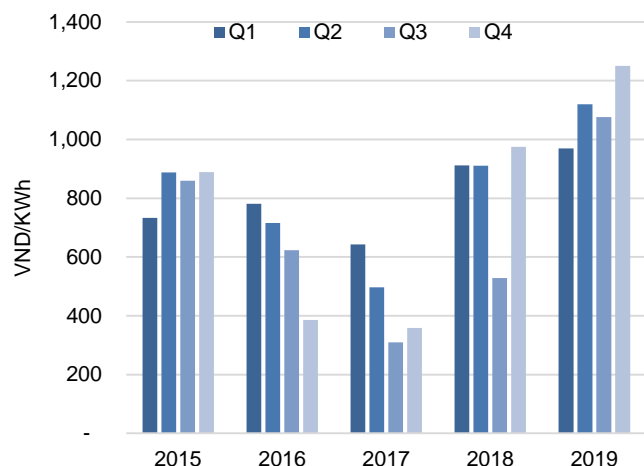
Hiện tại, nhà máy điện Cà Mau 1&2 đang sử dụng khí đốt tự nhiên thông qua đường ống PM3-CAA theo thỏa thuận giữa Tập đoàn Dầu khí và Petronas. Tuy nhiên, vào năm 2020, Cà Mau 1 & 2 sẽ tham gia trực tiếp vào CGM với cơ chế giá mới là 90% HSFO + phí. Theo điều chỉnh mới nhất của Điều 23, giá trần CGM ước tính sẽ tăng tương ứng với chi phí biến đổi của các nhà máy Cà Mau 1&2, ước tính tăng 16% lên khoảng 1,522 đồng/kWh. Các nhà máy nhiệt điện với công nghệ hiện đại và tỷ lệ tiêu hao năng lượng thấp sẽ tận dụng được cơ chế giá trần mới. Đặc biệt, chúng tôi đánh giá cao các nhà máy nhiệt điện với chi phí sản xuất thấp nhờ sử dụng công nghệ tiên tiến như Nhơn Trạch 2 và PV Power.

(2) Giá trần của thủy điện tăng 20%

Theo thống kê mới nhất từ EVN, các nhà máy điện chạy dầu DO có chi phí cao ước tính được huy động khoảng 2.57 tỷ kWh vào năm 2019. Kết quả là, giá điện năng thị trường giao ngay (SMP) trong 10 tháng đầu năm 2019 đạt mức cao kỷ lục 1,074 đồng/kWh (+30% n/n), xấp xỉ 80% giá trần CGM. Bên cạnh đó, EVN ước tính năm 2020, nhiệt điện chạy dầu DO sẽ rất cao, lên tới 8.6 tỷ kWh. Điều này cho thấy rằng

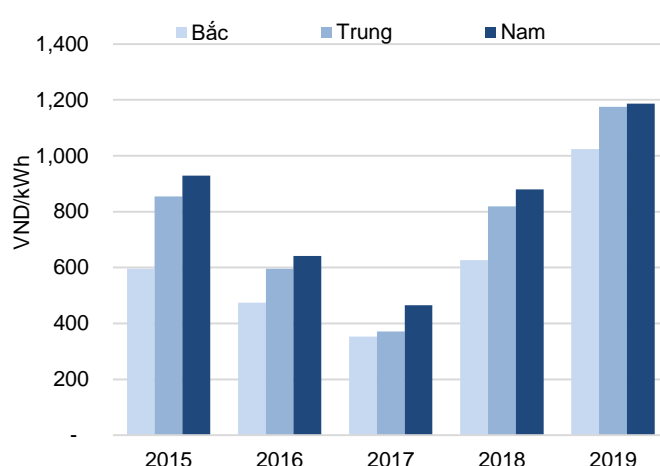
các nhà máy điện tham gia vào thị trường điện cạnh tranh sẽ đạt được mức giá cao hơn tới 80% giá trần CGM năm 2020. Do đó, chúng tôi đánh giá cao các nhà máy thủy điện có hồ chứa lớn như VSH và SHP. Những nhà máy điện này có khả năng dự trữ nước vào mùa mưa, khi giá điện trên thị trường thường thấp, để phát điện vào mùa khô, khi giá thị trường điện cao hơn nhiều lần.

Hình 07. Giá điện năng thị trường giao ngay (SMP)



Nguồn: EVN NLDC, KIS

Hình 08. Giá SMP bình quân, theo vùng.



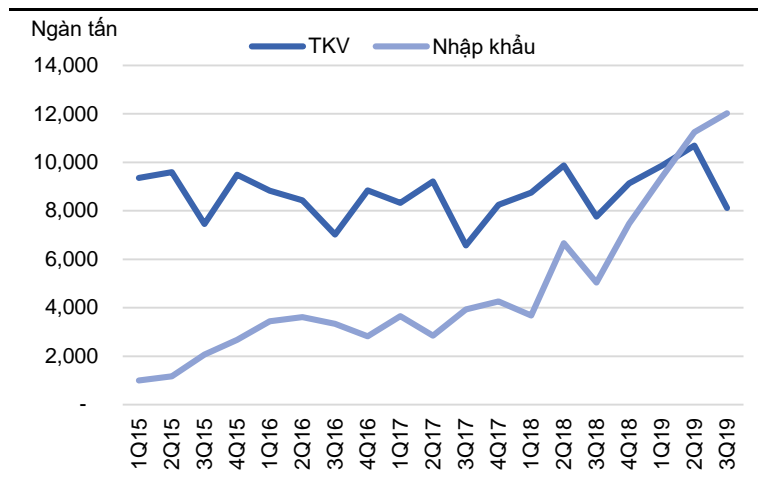
Nguồn: EVN NLDC, KIS

3. Triển vọng giá nguyên vật liệu đầu vào giảm

3.1. Giá than quốc tế trượt dốc

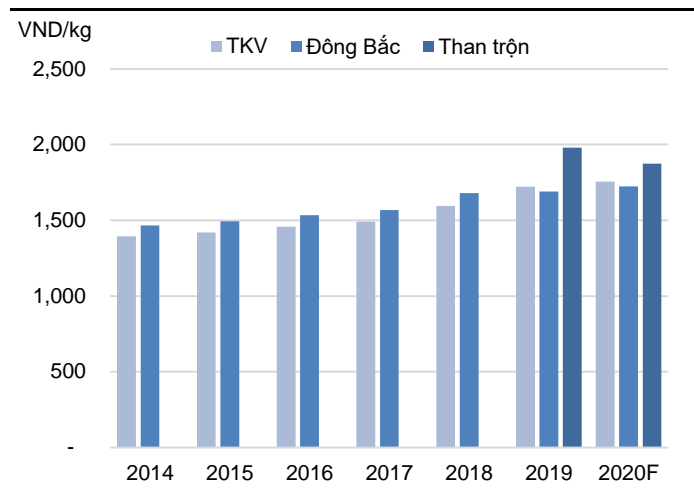
Than nội địa cung cấp cho các nhà máy điện sẽ tiếp tục thiếu hụt. Cụ thể, năm 2019, nhu cầu than cho nhiệt điện ước tính khoảng 60 triệu tấn, trong đó 36.5 triệu tấn được cung cấp bởi Tập đoàn Công nghiệp Khoáng sản Than Quốc gia Việt Nam (TKV) và 23.5 triệu tấn được nhập khẩu chủ yếu từ Úc và Indonesia. Đáng chú ý, nhu cầu than cho nhiệt điện năm 2020 ước tính sẽ tăng lên khoảng 69 triệu tấn. Tuy nhiên, theo Kế hoạch phát triển ngành than đã được phê duyệt theo Quyết định số 403/2016/QĐ-TOT (QH 403/2016), khối lượng than thương mại ước tính chỉ là 47-50 triệu tấn vào năm 2020, trong đó than cho điện là 40 triệu tấn. Do đó, khối lượng than nhập khẩu cho nhiệt điện dự kiến sẽ tăng từ 23.5 triệu tấn lên 29 triệu tấn (+22% n/n). Ngoài ra, nguồn cung than cho các nhà máy nhiệt điện sẽ là tỷ lệ 50:50 giữa than trong nước và than trộn (giữa than nội địa và nhập khẩu) vào năm 2020, thay vì 70:30 năm 2019. Do đó, giá than quốc tế sẽ tác động đáng kể hơn đến kết quả kinh doanh của các nhà máy nhiệt điện tham gia thị trường.

Hình 09. Sản lượng than, 2015-2019.



Nguồn: BCT, KIS

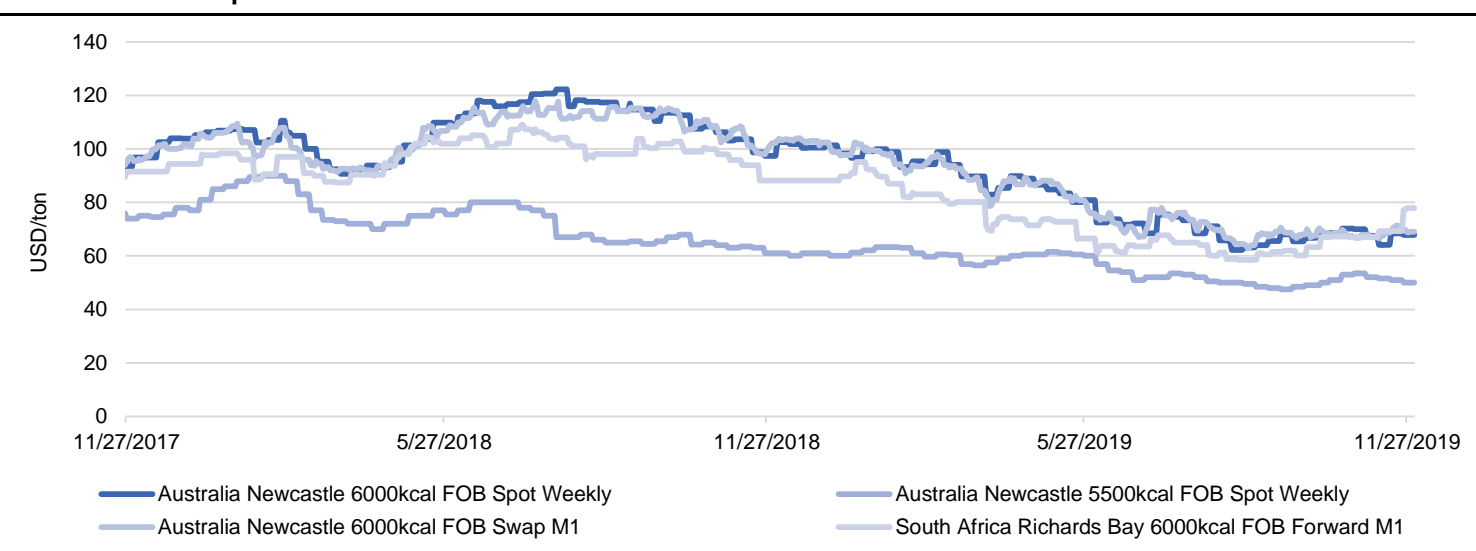
Hình 10. Giá than nội địa và than trộn, 2015-2020F



Nguồn: TKV, KIS

Mặt khác, nhu cầu than giảm đang gây áp lực giảm giá than nhiệt, với giá than 6,000 kcal/kg của Newcastle Australia giảm xuống chỉ còn 67.88 USD/tấn vào cuối tháng 11. Trước đó, vào cuối tháng 08/2019, giá than đã giảm sâu và chạm mức thấp nhất trong 39 tháng là 62 USD/tấn khi Ấn Độ tuyên bố giảm nhập khẩu than. Nhìn chung, năm 2019 là một năm đảo chiều đối với thị trường than nhiệt, với mức giá trung bình của than 6,000 kcal/kg Newcastle Australia giảm gần 30% kể từ đầu năm, từ mức gần 100 USD/tấn xuống còn khoảng 70 USD/tấn. Chúng tôi ước tính giá than bình quân là 70 USD/tấn (-13% n/n) vào năm 2020, sẽ góp phần cải thiện biên lợi nhuận cho các nhà máy nhiệt điện than.

Hình 11. Giá than quốc tế.



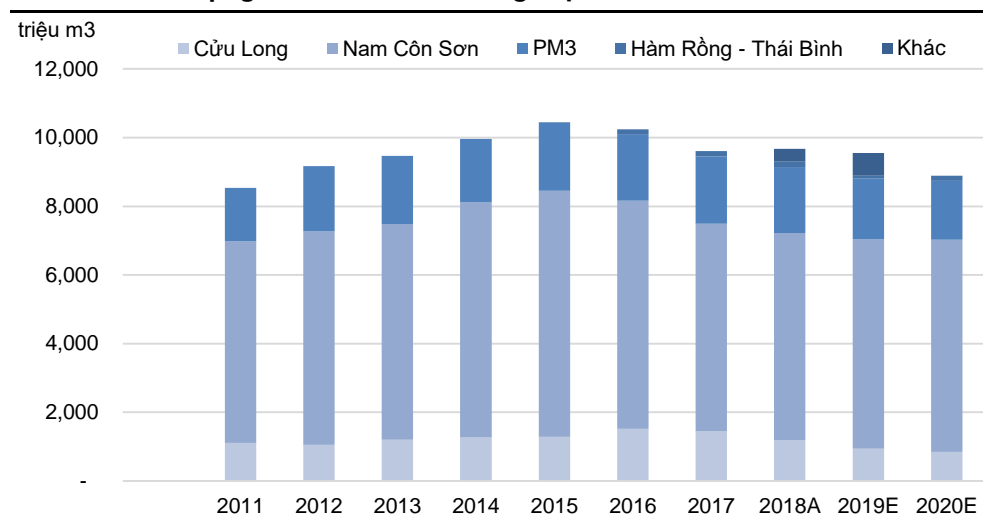
Nguồn: Bloomberg, KIS

Qua đó, chúng tôi đánh giá cao các nhà máy nhiệt điện đã ký kết thành công hợp đồng cung cấp than dài hạn với TKV như PPC và HND.

3.2. Triển vọng giá dầu HSFO giảm trong bối cảnh nguồn cung khí thiếu hụt Thiếu khí năm 2020

Sản lượng khí từ các mỏ khí trong nước hiện tại đã giảm mạnh, trong khi đó lượng khí từ các mỏ mới được thêm vào hệ thống là không đáng kể. Dòng khí đầu tiên của mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt (dự kiến đi vào hoạt động vào 4Q2020) sẽ chỉ cung cấp khoảng 90 triệu m³, thấp hơn nhiều so với ước tính 500 triệu m³ trước đây được bổ sung vào hệ thống năm 2020. Tuy nhiên, theo dự thảo kế hoạch kinh doanh của PV GAS 2020, PV GAS sẽ cung cấp không dưới 7,200 triệu m³ (-6% n/n) cho các nhà máy nhiệt điện vào năm 2020. Do đó, với triển vọng giá HSFO thấp hơn và sản lượng khí giảm mạnh, các nhiệt điện khí ở khu vực phía Nam với chi phí sản xuất thấp và tỷ lệ hiệu quả cao (nhờ công nghệ tiên tiến) như Cà Mau 1&2, NT1, NT2 sẽ được ưu tiên cấp khí.

Hình 13. Sản lượng khí khô PVGAS cung cấp



Nguồn: PV GAS, KIS

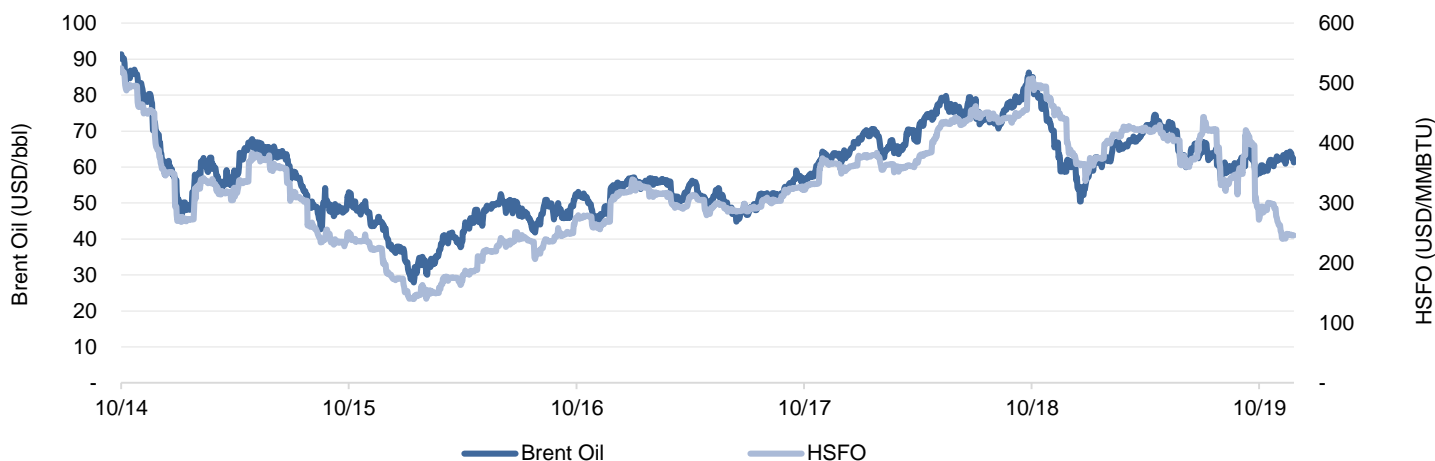
Quy định mới IMO kéo giá dầu FO sụt giảm

Vào ngày 01/01/2020, quy định mới của IMO về khí thải tàu biển chính thức có hiệu lực. Do đó, xu hướng thế giới sẽ có sự chuyển đổi đáng kể từ dầu nhiên liệu với hàm lượng lưu huỳnh cao (high sulphur fuel oil - HSFO) sang dầu MGO (marine gas oil). Các quy định mới về giới hạn phát thải lưu huỳnh trong nhiên liệu được IMO triển khai vào đầu năm 2020 có khả năng tăng giá dầu MGO. Nói cách khác, giá HSFO đang phải đối mặt với sự sụt giảm bởi quy định này.

Trên thực tế, trong 3Q2019, giá HSFO trung bình giảm xuống mức 382.2 USD/MMBTU (-14.3% n/n), thấp hơn so với ước tính của chúng tôi ở mức 391 USD/MMBTU. Kể từ ngày 30/11, giá HSFO tiếp tục giảm sâu hơn nữa, chỉ còn gần

250 USD/MMBTU. Nhìn chung, chúng tôi ước tính giá HSFO bình quân sẽ giảm xuống còn 370 USD/MMBTU năm 2019 (-11% n/n) và 350 USD/MMBTU vào năm 2020 (-6% n/n). Theo đó, NT2 và POW có thể cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp nếu giá dầu tiếp tục giảm như ước tính.

Hình 12. Giá dầu Brent và HSFO



Nguồn: Bloomberg, KIS

4. Rủi ro

4.1. Rủi ro thời tiết

Thời tiết bất lợi ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng cạnh tranh của các nhà máy điện không chỉ của các nhà máy thủy điện trực tiếp tham gia thị trường mà cả các nhà máy thủy điện chiến lược

4.2. Sự cố kỹ thuật

Do hoạt động liên tục ở công suất tối đa khi nhu cầu tải tăng, khả năng cao xảy ra sự cố kỹ thuật đối với các tuabin của các nhà máy nhiệt điện và sự suy giảm công suất do không đủ than tồn kho.

5. Cổ phiếu theo dõi

Khuyến nghị & Giá mục tiêu			Thu nhập và Định giá										
Công ty			D.Thu (tỷ đồng)	EBIT (tỷ đồng)	NPAT (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	DY (%)	
PPC (HSX)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2016	5,977	1,711	554	1,711	16,204	17.5	1.9	10%	17.9	7%
	Giá mục tiêu (đồng)		2017	6,236	2,663	854	2,663	17,082	11.3	1.8	16%	10.8	10%
	Giá hiện tại (đồng)		2018	7,117	3,603	1,155	3,603	17,724	8.3	1.7	21%	7.1	9%
	Vốn hoá (tỷ đồng)		2019F	7,733	1,040	927	2,817	17,614	9.2	1.5	17%	6.3	12%
			2020F	8,342	1,399	1,209	3,693	18,286	7.0	1.4	21%	4.7	12%
NT2 (HSX)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2016	7,983	1,295	1,086	3,691	17,230	7.2	1.5	22%	5.5	12%
	Giá mục tiêu (đồng)		2017	6,761	1,279	810	2,762	17,317	9.6	1.5	16%	5.2	10%
	Giá hiện tại (đồng)		2018	7,670	914	782	2,687	12,795	9.9	2.1	18%	6.5	27%
	Vốn hoá (tỷ đồng)		2019F	7,785	1,156	975	3,357	13,652	7.9	1.9	26%	5.2	9%
			2020F	7,707	765	646	2,215	13,368	12.0	2.0	17%	6.1	9%
VSH (HSX)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2016	448	245	258	1,204	13,735	14.1	1.2	9%	17.1	6%
	Giá mục tiêu (đồng)		2017	527	287	284	1,346	14,084	12.6	1.2	10%	18.0	6%
	Giá hiện tại (đồng)		2018	564	324	306	1,437	14,520	11.8	1.2	10%	19.6	6%
	Vốn hoá (tỷ đồng)		2019F	330	120	130	610	14,130	31.2	1.3	4%	53.9	5%
			2020F	1,152	529	22	105	13,234	181.7	1.4	1%	11.7	5%
POW (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2016	28,212	3,027	1,517	494	11,048	31.4	1.4	4%	8.8	0%
	Giá mục tiêu (đồng)		2017	29,710	4,107	2,602	1,026	11,437	15.1	1.4	9%	7.2	0%
	Giá hiện tại (đồng)		2018	32,663	3,420	2,052	716	10,474	21.7	1.5	7%	7.5	0%
	Vốn hoá (tỷ đồng)		2019F	34,530	3,984	2,977	1,078	11,823	12.3	1.2	9%	5.7	0%
			2020F	38,755	4,322	3,088	1,210	12,762	11.0	1.0	9%	6.2	0%
HND (Upcom)	Khuyến nghị	MUA	2016	9,157	1,251	287	501	9,418	28.5	1.5	6%	5.6	1.4%
	Giá mục tiêu (đồng)		2017	9,095	1,548	396	698	10,371	20.5	1.4	8%	4.7	4.2%
	Giá hiện tại (đồng)		2018	9,527	1,423	425	752	11,385	19.0	1.3	8%	4.2	2.4%
	Vốn hoá (tỷ đồng)		2019F	10,815	1,589	696	1,371	11,756	10.4	1.2	12%	3.5	7.0%
			2020F	11,153	1,795	963	1,907	12,162	7.5	1.2	16%	2.8	10.5%
GEG (HSX)	Khuyến nghị		2016	431	167	134	432	5,114	64.8	12.2	10%	22.8	0.6%
	Giá mục tiêu (đồng)		2017	539	246	209	724	6,237	38.7	9.8	13%	16.4	0.5%
	Giá hiện tại (đồng)		2018	559	229	187	657	11,543	42.6	9.4	7%	18.9	3.6%
	Vốn hoá (tỷ đồng)		2019F	1,136	548	309	1,374	13,579	20.4	4.7	11%	9.8	2.5%
			2020F	1,430	616	307	1,310	14,376	21.4	3.7	10%	9.3	2.5%

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Dữ liệu vào ngày 12/12/2019

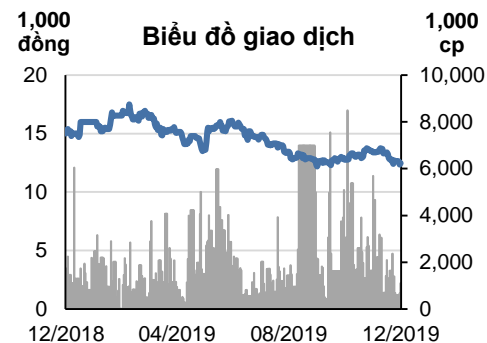
6. Cổ phiếu khuyến nghị: POW

Cổ phiếu

POW Đa dạng hóa nguồn điện

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	13,000
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	17,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	31%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	31%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	13%	6%	16%	-6%
Tương đối	5%	5%	8%	-13%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê 12-12-2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	12.2k-17.5k
SL lưu hành (triệu cp)	2,342
Vốn hóa (tỷ đồng)	29,156
Vốn hóa (triệu USD)	1,258
% khối ngoại sở hữu	14%
SL cp tự do (triệu cp)	2,058
KLGD TB 3 tháng (cp)	1,713,994
VND/USD	23,175
Index: VNIndex/HNX	958/102

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 12-12-2019

PetroVietnam Group	79.9%
Norges Bank	1.3%
Khác	18.8%

Quan điểm đầu tư:

– Phiên bản tốt nhất của Nhiệt điện Cà Mau 1&2 cho năm 2020

(1) **Trả hết các khoản vay dài hạn:** Năm 2019 là năm cuối cùng Cà Mau 1&2 trả hết các khoản vay nước ngoài của họ. Do đó, tác động của tỷ giá USD/VND đối với khoản nợ dài hạn sẽ không đáng kể như những năm trước. Đặc biệt, tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu của PVPower theo đó cải thiện rất nhiều, từ 0.6 lần xuống còn 0.3 lần.

(2) **Nhận nguồn cung cấp khí tối đa:** Các nhà máy nhiệt điện khí (chiếm 64% tổng công suất lắp đặt) của PVPower được đặt tại miền Nam, nơi luôn tình trạng phụ tải cao. Do đó, NT1, NT2 và đặc biệt là Cà Mau 1&2 sẽ được huy động gần như tối đa. Nói cách khác, Cà Mau 1&2 sẽ được ưu tiên nhận nguồn cung cấp khí tối đa từ PM3-CAA, không dưới 1,230 triệu m³ vào năm 2020.

(3) **Hết khấu hao vào năm 2020:** điều này giúp đóng góp VND800 tỷ vào lợi nhuận gộp. Chúng tôi ước tính Cà Mau 1&2 sẽ đóng góp khoảng 1,800 tỷ đồng, tương đương khoảng 32% vào lợi nhuận gộp năm 2020 của PVPower.

(4) **Tỷ lệ alpha 100%:** Sửa đổi mới nhất cho Thông tư 45/2018/TT-BCT (tỷ lệ alpha được đàm phán cho từng loại hình phát điện trong phạm vi 60% -100%) chính thức được thông qua. Do đó, khả năng cao Cà Mau 1&2 đàm phán được tỷ lệ alpha 100%, tương đương với việc duy trì sản lượng 100% PPA hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng sự tham gia của Cà Mau 1&2 sẽ ảnh hưởng đáng kể đến không chỉ giá trần của CGM mà còn cả kết quả kinh doanh của PV Power trong năm 2020.

– **Vững Áng 1 chuyển mình:** Mặc dù được biết tới như một "lỗ đen" trong hoạt động kinh doanh của PV Power vào năm 2018, nhưng Vững Áng 1 đã sẵn sàng để đạt mức tăng trưởng 12% sản lượng điện vào năm 2020. Bên cạnh đó, PVPower cũng đảm bảo rằng TKV sẽ cung cấp 2 triệu tấn than trong nước cho nhà máy, tương đương 85% nhu cầu đầu vào. Lượng còn lại khoảng 400,000 tấn, công ty sẽ tự nhập khẩu.

– **CAPEX đè nặng lên dòng tiền tự do:** đứng trước dự án Nhơn Trạch 3&4, dòng tiền tự do của PV Power có khả năng giảm mạnh do CAPEX tăng lên tới 6,500 tỷ đồng vào năm 2020.

Rủi ro:

– Thiếu gas hiện là rủi ro lớn nhất đối với các nhà máy điện chạy bằng khí đốt từ cuối năm 2018 đến 2020.

– Sản lượng điện thương phẩm gián tiếp phụ thuộc vào điều kiện thời tiết.

Khuyến nghị:

– Năm 2020 sẽ là một năm đầu triển vọng của PVPower với kỳ vọng vào tốc độ tăng trưởng hai chữ số của Vững Áng 1 và Cà Mau 1&2. Chúng tôi ước tính doanh thu của PVPower sẽ đạt 38.755 tỷ đồng (+ 12% n/n), trong khi lợi nhuận ròng cũng sẽ cải thiện lên 3,088 tỷ đồng (+8% n/n).

– Sử dụng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu POW là **17,000 đồng** vào cuối năm 2020, với tổng mức sinh lợi đạt 31% với giá thị trường là 13,000 đồng. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

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 thiếu 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 thiếu 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**.