

TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX: POW)
T08.2021
ĐÁNH GIÁ

Giá mục tiêu	13.800
Giá đóng cửa tại ngày 23/08/2021	10.550
Upside	30,8%

MUA
LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG NHỜ THOÁI VỐN CÔNG TY CON VÀ GIÁ BÁN ĐIỆN CAO HƠN CÙNG KỲ

Doanh thu 6 tháng đầu năm 2021 gần như đi ngang so với cùng kỳ do (1) tình hình thủy văn thuận lợi, thủy điện chiếm ưu thế tuyệt đối trên thị trường điện cạnh tranh, (2) dịch Covid diễn biến phức tạp khiến phụ tải điện giảm và (3) doanh thu các mảng khác giảm.

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	14.750/8.800
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	26.570
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,341
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	9,662
Sở hữu trong nước (%)	97,09%
Sở hữu nước ngoài (%)	2,91%
Room nước ngoài (%)	49%

Nhà máy điện Nhơn Trạch 1 chỉ được huy động 40 ngày trong suốt nửa đầu năm. Sản lượng Qc của Nhơn Trạch 1 chỉ bằng 20% dự kiến nên trong 6 tháng đầu năm Nhà máy chỉ được huy động 40 ngày/181 ngày khả dụng.

Hai nhà máy thủy điện hoạt động ổn định. Nhờ khí hậu thuận lợi nên hai nhà máy điện của POW vận hành khá tốt dù nửa đầu năm là mùa khô ở miền Bắc.

NMĐ Vũng Áng được phân bổ sản lượng Qc cao, vận hành 2 tổ máy liên tục nhờ chào giá cạnh tranh. Tuy nhiên, khó khăn trong truyền tải điện và việc EVN ưu tiên mua điện tái tạo cũng khiến NMĐ Vũng Áng chưa thể hoạt động hết công suất.

Một số chỉ tiêu chính

	2020	2021F
Doanh thu (tỷ VND)	29.709	31.731
LN gộp (tỷ VND)	4.619	5.003
EBIT (tỷ VND)	3.339	3.591
LN ròng (VND)	2.493	2.798
Tăng trưởng LNR (%)	(13,4)%	12,2%
EPS (VND)	937	1.195
Tăng trưởng EPS (%)	(23,8)%	13,0%
BVPS (VND)	13.280	12.746
ROE (%)	8,02%	8,0%
ROA (%)	4,63%	4,6%

Nhu cầu điện nửa cuối năm phụ thuộc vào khả năng kiểm soát dịch bệnh

Sản lượng thủy điện tăng mạnh. Dù hiện tượng La Nina đã suy yếu nhưng nửa cuối năm lại là mùa mưa nên các nhà máy thủy điện vẫn có lợi thế sản xuất hơn so với điện than và điện khí. Thêm vào đó, giá khí đầu vào cao khiến cho điện khí khó chiếm được ưu thế trên thị trường điện cạnh tranh, nhất là khi phụ tải giảm do nhiều cơ sở kinh doanh không thể hoạt động theo lệnh giãn cách theo Chỉ thị 16.

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **13.800đ/cp** trong báo cáo gần nhất, tương ứng p/e forward 2021 là 13,07 do: (1) Sản lượng điện khó đạt kế hoạch do Qc thấp hơn và diễn biến dịch Covid-19 vẫn hết sức phức tạp và (2) Giá bán điện của các nhà máy điện khí cao hơn so với năm trước do giá khí tăng theo đà tăng của giá dầu thô.

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	79,94%	79,94%
Cổ đông khác	20,06%	

Hoạt động kinh doanh nửa đầu năm tương đối khó khăn

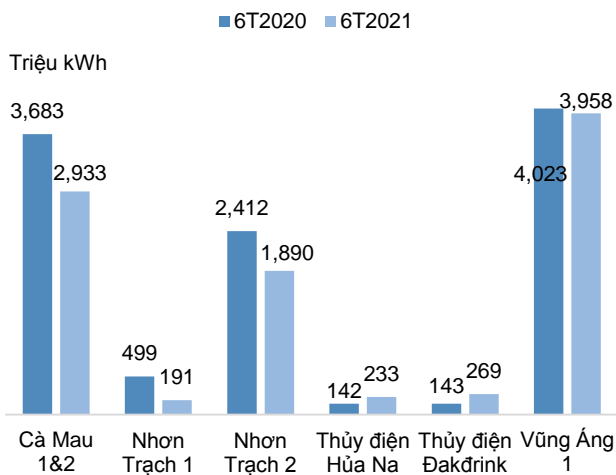
Doanh thu 6 tháng đầu năm 2021 gần như đi ngang so với cùng kỳ. Theo BCTC hợp nhất giữa niên độ, doanh thu lũy kế 6 tháng của POW đạt 15.617 tỷ đồng (-0,4% yoy), nguyên nhân chủ yếu là do (1) tình hình thủy văn thuận lợi, thủy điện chiếm ưu thế tuyệt đối trên thị trường điện cạnh tranh, (2) dịch Covid diễn biến phức tạp khiến phụ tải điện giảm và (3) doanh thu các mảng khác giảm. Lợi nhuận sau thuế ghi nhận là 1.456 tỷ đồng, tăng 8,1% so với cùng kỳ nhờ (1) thu lãi bán công ty con (PV Machino), (2) chi phí lãi vay và SG&A giảm mạnh.

Nhà máy điện Nhơn Trạch 1 chỉ được huy động 40 ngày trong suốt nửa đầu năm do Qc được giao thấp (170,3 Tr.kWh, chỉ bằng 20% Qc dự kiến giao là 850,8 Tr.kWh) nên trong 06 tháng đầu năm Nhà máy chỉ được huy động 40 ngày/181 ngày khả dụng. Việc nhà máy được huy động Qc được phân bổ rất thấp làm ảnh hưởng nghiêm trọng tới hiệu quả sản xuất kinh doanh của nhà máy.

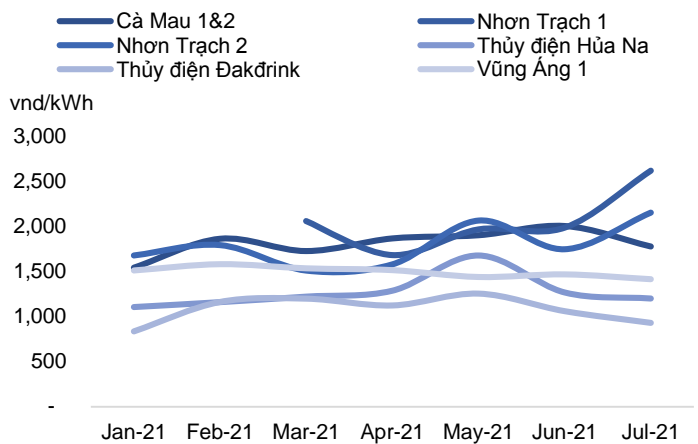
Hai nhà máy thủy điện hoạt động ổn định. Lượng nước về hồ của Thủy điện Hòa Na chỉ bằng 91% cùng kỳ nên nhà máy chủ yếu chạy vào các chu kỳ có giá thị trường cao và giảm phát các thời gian còn lại để tích đủ nước cho giai đoạn tiếp theo. NMD Đakdrinh có lượng nước về hồ dồi dào hơn nên sản lượng điện đạt gần 270 triệu kWh, tăng 88% so với cùng kỳ. Dự kiến, mùa mưa cuối năm sẽ giúp các nhà máy thủy điện tiếp tục sản xuất thuận lợi và được ưu tiên huy động.

NMD Vũng Áng được phân bổ sản lượng Qc cao, vận hành 2 tổ máy liên tục. Sản lượng sản xuất 6 tháng đầu năm của nhà máy tăng 26% so với cùng kỳ, đạt gần 4 tỷ kWh. Với lợi thế giá cả cạnh tranh hơn so với điện khí, chúng tôi đánh giá NMD Vũng Áng 1 vẫn sẽ được huy động nhiều trong nửa cuối năm, phục vụ cho khu vực phía Bắc nơi tình hình dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn.

SẢN LƯỢNG ĐIỆN SẢN XUẤT



GIÁ BÁN ĐIỆN CÁC NHÀ MÁY CỦA POW



Nguồn: POW

Sản lượng năm 2021 phụ thuộc nhiều vào khả năng kiểm soát dịch Covid-19

NMD Vũng Áng 1 có kế hoạch sửa chữa lớn trong nửa sau của năm 2021. Tổ máy số 2 sẽ được đại tu trong nửa sau của năm 2021 sẽ làm ảnh hưởng tới công suất chung của NMD Vũng Áng 1. Tuy nhiên, như đã trình bày ở trên, chúng tôi cho rằng điện than vẫn sẽ có lợi thế chi phí tương đối rẻ và tình hình dịch bệnh tại khu vực phía Bắc khả quan hơn sẽ khiến NMD Vũng Áng 1 được huy động cao. Chúng tôi dự báo, sản lượng cả năm 2021 của NMD Vũng Áng 1 sẽ đạt 7 tỷ kWh, doanh thu ước tính đạt 10.681 tỷ đồng.

Các tổ hợp NMD khí tiếp tục được giao sản lượng thấp do phụ tải giảm. Giá bán điện cao do chi phí đầu vào tăng cùng với nhu cầu điện thấp tại khu vực phía Nam khiến cho các nhà máy điện khí của POW tiếp tục gặp khó khăn. Theo đánh giá của chúng tôi, sản lượng các nhà máy điện khí sẽ tiếp tục giảm trong quý III do diễn biến phức tạp của dịch Covid và chỉ có thể phục hồi trở lại trong quý IV nếu tình hình dịch bệnh được kiểm soát và các khu công nghiệp hoạt động với công suất cao trở lại để phục vụ các đơn hàng cuối năm. Tuy sản lượng không cao, chúng tôi vẫn cho rằng doanh thu NMD Cà Mau 1&2 và Nhơn Trạch 2 sẽ tăng trưởng 22,9% và 9,1% dựa trên giả định giá bán điện trung bình cả năm 2021 của 2 nhà máy này tăng 26,7% và 6,5% so với cùng kỳ.

Thủy điện sản xuất thuận lợi khi bước vào mùa mưa. Hai nhà máy thủy điện Hòa Na và Đakdrinh dự kiến vẫn sẽ hoạt động tốt và có sản lượng cao nửa cuối năm nhờ yếu tố thời tiết thuận lợi và nửa đầu năm đã tính toán để tích đủ lượng nước trong hồ chứa. Sản lượng

điện sản xuất của 2 nhà máy trên được chúng tôi ước tính lần lượt là 600kWh và 550kWh, tương ứng tăng trưởng 5,8% và 8,7% so với cùng kỳ. Doanh thu dự phóng lần lượt là 724 và 520 tỷ đồng.

Dự phóng KQKD và Định giá

Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu và lợi nhuận 2021 lần lượt là 31.731 tỷ đồng và 2.798 tỷ đồng, tương ứng mức tăng 6,8% và 12,2% yoy và giữ nguyên giá mục tiêu 13.800đ/cp so với báo cáo trước, tương ứng P/E forward 2021 là 13.07, do:

- (1) Sản lượng điện khó đạt kế hoạch do Qc thấp hơn và diễn biến dịch Covid-19 vẫn hết sức phức tạp.**
- (2) Giá bán điện của các nhà máy điện khí cao hơn so với năm trước do giá khí tăng theo đà tăng của giá dầu thô. Do đó, tuy sản lượng nhiều khả năng không đạt kế hoạch nhưng chúng tôi cho rằng doanh thu của POW vẫn có thể tăng trưởng 6,8% với giả định giá bán điện của các nhà máy điện khí tăng trung bình từ 16%-30%, tùy từng nhà máy.**

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2020A	2021F	2022F	Chỉ số chính	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần	29.709	31.731	32.884	Khả năng sinh lời			
Giá vốn hàng bán	25.090	26.729	28.024	Biên lợi nhuận gộp	14,5%	15,5%	15,8%
Lợi nhuận gộp	4.619	5.003	4.860	Biên EBITDA	11,2%	11,2%	11,3%
Doanh thu hoạt động tài chính	527	556	617	Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	7,2%	7,4%	7,8%
Chi phí tài chính	1.034	1.325	2.123	ROE	9,8%	8,0%	8,5%
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-	ROA	5,2%	4,6%	4,9%
Chi phí bán hàng	35	39	42				
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.245	1.373	1.423	Tăng trưởng			
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2.832	2.822	1.889	Doanh thu	-16,1%	6,8%	3,6%
Lợi nhuận khác	21	380	22	Lợi nhuận gộp	-10,2%	8,3%	-2,8%
Lợi nhuận trước thuế	2.853	3.202	1.867	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-13,3%	12,2%	-40,2%
Lợi nhuận sau thuế	2.493	2.798	1.673	EPS	16,0%	13,0%	13,0%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	299	335	200	Tổng tài sản	4,0%	3,0%	3,0%
				VCSH	4,0%	3,0%	3,0%
				Thanh khoản			
				Thanh toán hiện hành	1,21	1,52	1,53
				Nợ/tài sản	0,50	0,81	0,82
				Nợ/vốn chủ sở hữu	30,0%	27,0%	127,0%
				Khả năng thanh toán lãi vay	47,6%	50,2%	45,8%
				Định giá			
				EPS (VND)	1.065	1.195	714
				BVPS (VND)	12.115	12.746	13.123
				Cashflow Statement	2020A	2021F	2022F
				CFO	8.321	5.013	5.905
				CFI	(135)	(3.542)	(15.830)
				CFF	(6.167)	404	9.408
Balance Sheet (VND bn)	2020A	2021F	2022F				
Tài sản ngắn hạn	16.827	20.082	19.973				
I. Tiền & tương đương tiền	7.858	9.733	9.217				
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-				
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	7.126	7.611	7.888				
IV. Hàng tồn kho	1.728	2.614	2.741				
V. Tài sản ngắn hạn khác	115	123	127				
Tài sản dài hạn	36.988	36.886	49.044				
I. Các khoản phải thu dài hạn	3	3	3				
II. Tài sản cố định	34.615	31.513	28.521				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	993	993	993				
VI. Tài sản dài hạn khác	1.126	1.126	1.126				
Tổng tài sản	53.815	56.968	69.016				
Nợ phải trả	22.714	24.054	35.019				
I. Nợ ngắn hạn	15.482	16.093	17.272				
1. Khoản phải trả ngắn hạn	8.464	8.945	9.865				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	7.018	7.148	7.407				
II. Nợ dài hạn	7.232	7.961	17.746				
1. Các khoản phải trả dài hạn	1.841	1.310	1.357				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5.392	6.651	16.389				
Vốn chủ sở hữu	31.101	32.914	33.998				
1. Vốn điều lệ	23.419	23.419	23.419				
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-				
3. Lợi nhuận dũ lại	4.137	5.615	6.498				
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2.729	3.064	3.265				
5. Nguồn vốn khác	226	226	226				
Tổng nguồn vốn	53.815	56.968	69.016				



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,

Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84-8) 3914 6789

Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.

Vũng Tàu

Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26

Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong,

Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng

Điện thoại: (84-511) 389 9338

Fax: (84-511) 389 9339

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.