

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam – CTCP

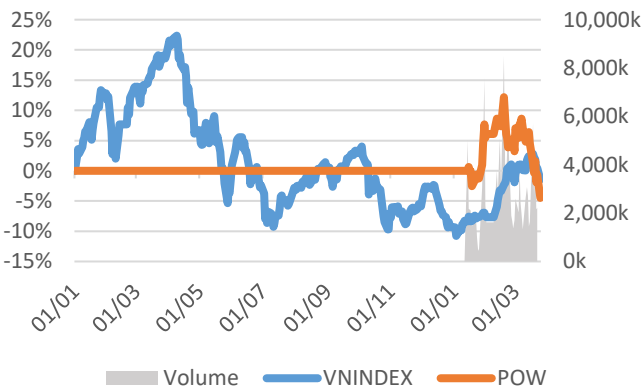
Company Visit Note

Giá đóng cửa: 14,900

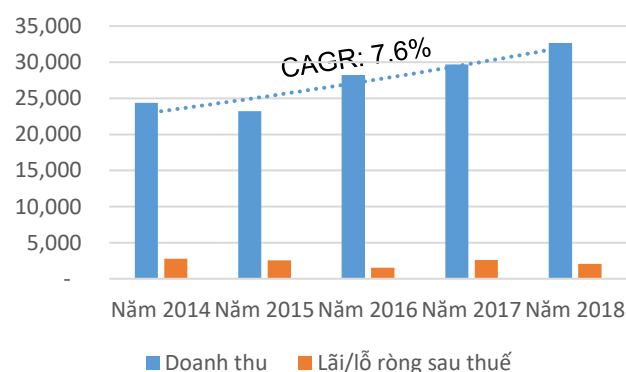
Sàn: HOSE - Ngành: Sản xuất & Phân phối Điện

DỮ LIỆU CỔ PHIẾU

Vốn hóa thị trường:	34,894	Tỷ VNĐ
SLCP lưu hành:	2,341,871,600	CP
Ngày niêm yết:	06/03/2018	
Sở hữu nhà nước:	80%	
Sở hữu nước ngoài:	15%	
EPS cơ bản:	770	VNĐ
P/E (TTM):	19.4x	
P/B (TTM):	1.4x	
ROE (%):	6%	
ROA (%):	3%	
Tỷ suất cổ tức:	0%	



Doanh thu và LNST từ năm 2014 đến năm 2018



POW – Lo ngại thiếu hụt nguồn nguyên liệu đầu vào

Chúng tôi đã có chuyến thăm Nhà máy Nhiệt điện (NMNĐ) Cà Mau 1 & 2 của TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam – CTCP (POW: Hose) và có cuộc trao đổi với Ban lãnh đạo của Tổng Công ty (TCT) về kế hoạch kinh doanh năm 2019 cũng như một số thông tin bên lề khác. Sau đây là chi tiết về các nội dung đã được trao đổi trong chuyến thăm.

Năm 2018, các nhà máy điện của PVPower ghi nhận sản lượng đạt 21 tỷ kWh, hoàn thành 97% kế hoạch và cao hơn 5% so với sản lượng của năm 2017. Doanh thu (Công ty mẹ) ghi nhận đạt 24,220 tỷ đồng và LNST đạt 2,235 tỷ đồng.

Cho năm 2019, PVPower đặt kế hoạch doanh thu và LNST của Công ty mẹ đạt lần lượt là 23,126 tỷ đồng (-4.5% YoY) và LNST đạt 1,897 tỷ đồng (-15.1% YoY), sản lượng điện đạt 21.6 tỷ kWh, tăng trưởng +2.8% YoY. Công ty đang xây dựng kế hoạch kinh doanh hợp nhất năm 2019. Đối với KQKD hợp nhất của quý 1/2019, LNST hợp nhất ước đạt 843 tỷ đồng, gần tương đương so với mức thực hiện của cùng kỳ năm 2017 với sản lượng điện thương mại đạt 5,356 triệu kWh.

Đvt: Tỷ VNĐ	2018	2019KH	Ước tính Quý 1/2019
Tổng doanh thu (*)	24,220	23,126	5,720
LNST (*)	2,235	1,897	488
Tổng sản lượng điện thương mại (Triệu kWh)	21,007	21,600	5,356
Tỷ lệ cổ tức	3%	6%	

Nguồn: PVPower, (*) Kế hoạch xây dựng cho Công ty mẹ

Mặc dù đưa ra kế hoạch KQKD của Công ty mẹ thận trọng nhưng ban lãnh đạo vẫn lạc quan về KQKD hợp nhất năm 2019 nhờ nhu cầu tiêu thụ điện duy trì ở mức cao, tình trạng thiếu điện sẽ nghiêm trọng hơn so với năm 2018 do hiện tượng El Nino gây khô hạn dẫn đến việc huy động từ các NMNĐ sẽ tăng mạnh. PVPower có thể mạnh về nhiệt điện, với nhiệt điện chiếm 93% công suất phát nên sẽ được hưởng lợi lớn.

SO SÁNH CÁC DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH

Tổng số đối thủ: 38

Mã chứng khoán	Vốn hóa TT (Tỷ VNĐ)	Sàn	LNG %	D/E	P/E	P/B
POW	34,894	HOSE	12.9%	6.3%	19.4x	1.4x
PGV	13,803	UPCOM	0.0%	0.0%	43.1x	1.5x
DNH	10,560	UPCOM	67.1%	53.6%	8.2x	1.8x
NT2	7,686	HOSE	13.2%	10.2%	9.8x	2.1x
PPC	7,550	HOSE	16.1%	15.8%	6.7x	1.3x
TRUNG BÌNH NGÀNH			27.2%	18.2%	17.2x	1.5x



We Create **Fortune**

Các nhà máy điện của TCT kỳ vọng hoạt động xuyên suốt trong năm 2019 khi chỉ có NM Thủy điện Hòa Na tiến hành đại tu trong năm 2019. NMNĐ Cà Mau 1&2 sẽ hết khấu phần máy móc thiết bị trong năm nay và sẽ hết khấu hao hoàn toàn vào năm 2020, giúp Công ty tiết giảm khoảng 1,000 tỷ đồng chi phí khấu hao mỗi năm.

Đvt: Tỷ VNĐ	2018	2019KH	Ước sản lượng Quý 1/2019
Cà Mau 1&2	7,210	7,040	1,902
NT1	2,934	2,950	836.8
NT2	4,737	4,650	1,149
Vũng Áng 1	4,877	5,769	1,214
Hòa Na	806	650	121.6
Đakdrinh	423	525	129.7
Nậm Cát	18	14.7	2.4
Tổng sản lượng điện thương mại	21,007	21,600	5,356

Nguồn: PVPower

Trong quý 2/2018, NMNĐ NT2 gặp tình trạng thiếu hụt khí do sự cố máy nén khí tại giàn Lan Tây – Nam Côn Sơn và trong quý 4/2018, NMNĐ Vũng Áng 1 gặp sự cố kỹ thuật. Hai nhà máy trên hoạt động không ổn định trong năm 2018 đã gây ảnh hưởng tiêu cực lên sản lượng điện của TCT. Việc hai nhà máy này hoạt động ổn định trong năm 2019 sẽ là động lực quan trọng cho tăng trưởng lợi nhuận của TCT trong năm nay. Tuy nhiên, nguồn nguyên liệu đầu vào của các NMNĐ khí và than là vấn đề đáng quan tâm.

Đối với NMNĐ Vũng Áng 1, TKV cam kết cung ứng 2.4 triệu tấn than trong năm 2019, 400 nghìn tấn than còn thiếu sẽ được PVPower nhập khẩu bổ sung. Chính phủ cũng đã đồng ý về mặt nguyên tắc để TCT nhập khẩu than để cung ứng cho nhà máy Vũng Áng, cũng như các NMNĐ chạy than khác mà PVN làm chủ đầu tư.

Việc cung ứng khí năm 2019 sẽ đối mặt với nhiều thách thức cũng như thuận lợi. Cụm Khí – Điện – Đạm Cà Mau sẽ thiếu hụt khoảng hơn 1 tỷ m³/năm kể từ giai đoạn cuối năm 2019, đầu 2020 sau khi phía Việt Nam lấy hết lượng khí nhận bù từ Petronas. Vừa qua PVN và Petronas đã ký HOA mua bán khí bổ sung cho Cụm Khí – Điện – Đạm Cà Mau và thỏa thuận giá khí sẽ tính theo 90% MFO. NMNĐ Cà Mau 1&2 sẽ tham gia thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) kể từ năm 2020 và việc tăng giá mua khí đầu vào sẽ tác động một phần tới hiệu quả kinh doanh khi sản lượng điện bán trên CGM sẽ vào khoảng 20% tổng sản lượng của hai nhà máy. Mỏ khí Phong Lan Đại đi vào hoạt động từ cuối năm 2018 sẽ đảm bảo việc cung ứng khí cho hai NMNĐ Nhơn Trạch 1&2.

Việc thoái vốn của Nhà nước tại PVPower dự kiến sẽ được thực hiện năm 2025 sau khi các khoản nợ được Chính phủ bảo lãnh của TCT được thanh toán toàn bộ. Hiện tại, NMNĐ Cà Mau 1&2 đã thanh toán xong các khoản nợ nước ngoài, NMNĐ Nhơn Trạch 2 dự kiến sẽ trả hết nợ nước ngoài vào năm 2021 và của Vũng Áng dự kiến vào năm 2025.



We Create **Fortune**

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi có quan điểm thận trọng đối với cổ phiếu POW trong ngắn hạn khi Công ty phải đối mặt với một số rủi ro về (1) Thiết hụt nguyên liệu đầu vào (khí, than), cùng với đó là rủi ro biến động giá của các nguồn nguyên liệu này (2) Khả năng hoạt động ổn định của NMND Vũng Áng 1 (3) Rủi ro về tỷ giá khi Công ty có dự nợ bằng đồng ngoại tệ (USD và EUR) tính đến cuối năm 2018 là 14,476 tỷ đồng.

Tuy vậy, hiệu quả hoạt động của PVPower đang ngày càng được cải thiện nhờ (1) Khấu hao và nợ vay giảm dần qua các năm (2) Hoạt động của các nhà máy điện mới sẽ ổn định hơn qua thời gian. Trong khi đó, triển vọng dài hạn phụ thuộc vào việc triển khai NMND Nhơn Trạch 3&4. Việc khởi công hai NMND này dự kiến diễn ra trong cuối năm 2019 và đưa vào vận hành vào năm 2023, đồng thời giúp cho công suất phát điện của PVPower tăng thêm 35%. Nhơn Trạch 3&4 sẽ nhận được nhiều cơ chế ưu đãi về giá bán điện, huy động công suất và cơ chế thanh toán.

We Create Fortune

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Bảng KQHĐKD (Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018
Doanh thu bán hàng	28,212	29,710	32,663
Doanh số thuần	28,212	29,710	32,663
Lãi gộp	3,783	4,923	4,218
Thu nhập tài chính	459	414	516
Chi phí tài chính	-1,798	-1,806	-1,820
Trong đó: Chi phí lãi vay	-1,330	-1,351	-1,307
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	15	22	56
Chi phí bán hàng	-17	-16	-20
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-739	-799	-778
Lãi/(lỗ) từ hoạt động KD	1,702	2,737	2,172
Thu nhập khác, ròng	-6	-4	49
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,696	2,733	2,221
Chi phí thuế TNDN	-178	-132	-169
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,517	2,602	2,052
Lợi ích của cổ đông thiểu số	443	368	376
Lợi nhuận CĐ của Cty mẹ	1,075	2,233	1,676
Lãi cơ bản trên CP (đồng)	0.00	0.00	0.00
Bảng chỉ số TC	2016	2017	2018
TĂNG TRƯỞNG			
Doanh thu (YoY%)	21%	5%	10%
EBIT (YoY%)	10.73%	13.82%	10.47%
EPS (YoY%)	-50%	108%	-30%
KHẢ NĂNG SINH LỢI			
Biên lợi nhuận gộp	13.41%	16.57%	12.91%
Biên lợi nhuận ròng	5.38%	8.76%	6.28%
ROA %	1.52%	3.43%	2.82%
ROE %	4.05%	8.19%	6.14%
HIỆU QUẢ VẬN HÀNH			
Số ngày tồn kho	53.00	51.00	50.00
Số ngày phải thu	96.00	101.00	77.00
Số ngày phải trả	82.00	83.00	70.00
THANH KHOẢN			
CS thanh toán tức thời	1.02	0.99	0.87
CS thanh toán nhanh	0.82	0.65	0.61
CS thanh toán bằng TM	0.26	0.16	0.18
Nợ/Tổng TS	0.44	0.41	0.34
Nợ/Vốn CSH	1.14	0.90	0.74
Nợ phải trả/Vốn CSH	1.60	1.19	1.16

Bảng CĐKT (Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018
TÀI SẢN NGẮN HẠN	18,519	13,778	15,248
Tiền và tương đương tiền	4,671	2,266	3,185
Đầu tư ngắn hạn	60	1,039	176
Các khoản phải thu	10,230	6,744	7,530
Hàng tồn kho	3,347	3,533	4,187
Tài sản lưu động khác	211	196	170
TÀI SẢN DÀI HẠN	51,214	46,805	42,855
Phải thu dài hạn	204	39	41
Tài sản cố định	48,068	43,991	40,178
Tài sản dở dang dài hạn	281	290	366
Đầu tư dài hạn	931	957	952
Tài sản dài hạn khác	1,728	1,527	1,318
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	69,732	60,583	58,103
NỢ PHẢI TRẢ	42,935	32,859	31,255
Nợ ngắn hạn	18,078	13,868	17,492
Nợ dài hạn	24,858	18,991	13,763
VỐN CHỦ SỞ HỮU	26,797	27,724	26,848
Vốn và các quỹ	26,797	27,724	26,848
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	69,732	60,583	58,103
Bảng LCTT (Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018
Tiền và ĐĐ tiền đầu kỳ	6,073	4,671	2,266
Hoạt động SXKD	3,750	6,113	6,428
TSCĐ & TSDH	-1,673	-308	-206
Thanh lý tài sản cố định	0	1	0
Vay/mua công cụ nợ	-80	-1,134	-220
Vay/thu phát hành cc nợ	20	129	1,100
Cổ tức và tiền lãi	320	253	143
Hoạt động đầu tư	-1,376	-1,059	816
Phát hành CP và vốn góp	0	31	0
Chi mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0
Tiền thu được khoản vay	3,511	311	7,103
Tiền trả các khoản vay	-6,857	-6,238	-12,387
Vốn gốc thuê tài chính	0	0	0
Cổ tức đã trả	-430	-1,563	-1,041
Hoạt động tài chính	-3,776	-7,458	-6,325
LC tiền thuần trong kỳ	-1,402	-2,404	919
Chênh lệch tỷ giá	0	-1	0
Tiền và ĐĐ tiền cuối kỳ	4,671	2,266	3,186



We Create **Fortune**

CTCP Chứng khoán Yuanta Việt Nam

Phòng phân tích khối khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

+84 28 3622 6868 ext 3826

minh.nguyen@yuanta.com

Quách Đức Khánh

Chuyên viên phân tích cao cấp

+84 28 3622 6868 ext 3833

khanh.quach@yuanta.com

Nguyễn Trịnh Ngọc Hồng

Chuyên viên phân tích

+84 28 3622 6868 ext 3832

hong.nguyen@yuanta.com

Phòng Môi giới khách hàng cá nhân

Nguyễn Thanh Tùng

Giám đốc Môi giới Hội Sở

+84 28 3622 6868 ext 3609

tung.nguyen@yuanta.com.vn

Nguyễn Việt Quang

Giám đốc chi nhánh Hà Nội

+84 28 3622 6868 ext 3404

quang.nguyen@yuanta.com.vn

Chung Kim Hoa

Giám đốc Khối khách hàng người Hoa

+84 28 3622 6868 ext 3828

hoa.chung@yuanta.com.vn

Võ Thị Thu Thủy

Giám đốc chi nhánh Bình Dương

+84 28 3622 6868 ext 3505

thuy.vo@yuanta.com.vn

Phù Vĩnh Quế

Giám đốc chi nhánh Chợ Lớn

+84 28 3622 6868

que.phu@yuanta.com.vn

Bùi Quốc Phong

Giám đốc chi nhánh Đồng Nai

+84 28 3622 6868

phong.bui@yuanta.com.vn



We Create **Fortune**

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2018 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written