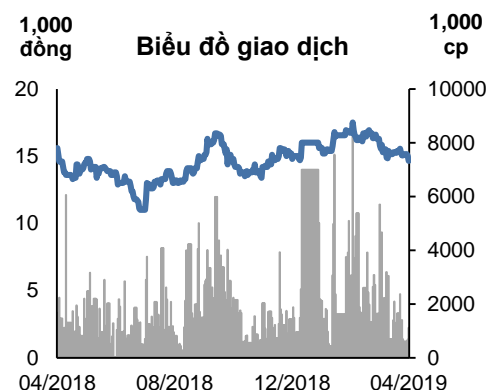


POW (HSX) ĐHCĐ 2019: Đứng vững trước khó khăn

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

	Điện
Giá thị trường (VND)	14,000
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	19,000
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	35.7%
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	4.3%
Suất sinh lợi bình quân năm	40%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-8%	-10%	-6%	-6%
Tương đối	-18%	-7%	-14%	8%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 24/04/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	11k-17.5k
SL lưu hành (triệu cp)	2,342
Vốn hóa (tỷ đồng)	34,308
Vốn hóa (triệu USD)	1,479
% khối ngoại sở hữu	15%
SL cp tự do (triệu cp)	2,071
KLGD TB 3 tháng (cp)	2,478,635
VND/USD	23,200
Index: VNIndex / HNX	972/106

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 24/04/2019

PetroVietnam	80%
Dragon Capital	7%

Nguồn: Stoxplus

Vũ Ngọc Hồng Hạnh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1469

Hanh.vn@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Cập nhật ĐHCĐ 2019: Giá đầu vào tăng cao

Kết quả 1Q2019 không đổi

Tại ĐHCĐ thường niên 2019, ban lãnh đạo POW ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng trước thuế 1Q2019 gần như không thay đổi so với năm ngoái, lần lượt ở mức 8,403 tỷ đồng và 860.7 tỷ đồng.

Đáng chú ý, kết quả kinh doanh của nhà máy thủy điện Hòa Na và nhiệt điện Nhơn Trạch 2 gây khá nhiều bất ngờ. Trong 1Q2019, do tình hình thủy văn không thuận lợi, sản lượng phát điện của nhà máy thủy điện Hòa Na đã giảm nhẹ khoảng 6.6% n/n. Tuy nhiên, giá điện trung bình bất ngờ tăng 11% n/n khiến cho kết quả 1Q2019 của Hòa Na đạt mức cao nhất trong lịch sử các quý 1. Trái lại, kết quả của NT2 trong 1Q2019 không tốt như mong đợi, doanh thu bán hàng giảm 7% n/n do sản lượng phát điện giảm (-8% n/n).

Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 (VA1) đối mặt với tình trạng thiếu than

Cụ thể, tại một số điểm trong 2 tháng đầu năm, tồn kho của VA1 chỉ còn 200,000-300,000 tấn than, dẫn đến VA1 phải tạm ngừng một trong 2 tuabin phát điện. Do đó, để đảm bảo nguồn than phát điện, POW đã làm việc với TKV và chính thức ký hợp đồng trong đó TKV sẽ cung cấp 2 triệu tấn than trong nước cho VA1 vào năm 2019, tương đương 85% nhu cầu đầu vào, gồm 50% than A1 và 50% than A2. Số còn lại (khoảng 400,000 tấn) sẽ được công ty nhập khẩu. Hiện tại, giá than nhập khẩu cao hơn giá trong nước khoảng 17% và điều này sẽ ảnh hưởng đến hoạt động của VA1 trong giai đoạn sắp tới khi nhu cầu than nhập khẩu ngày càng cao.

Cơ chế giá khí mới cho các Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1 & 2

Vào ngày 15/03/2019, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam) và Petronas đã ký Thỏa thuận khung (HOA) mua bán khí bổ sung cho tổ hợp Khí - Điện - Đạm Cà Mau. Theo HOA, tổ hợp sẽ nhận thêm một tỷ m3 khí mỗi năm kể từ cuối 2019 hoặc đầu 2020 để bù đắp lượng khí thiếu hụt khi thỏa thuận khí đốt hiện tại giữa PVGas và Petronas kết thúc vào năm nay. Tuy nhiên, một phần khí đầu vào của nhà máy điện Cà Mau 1 & 2 sẽ phải chịu cơ chế giá cao hơn, khoảng 90% giá HFO, cao hơn 75% so với hiện tại (46% HFO). Mặc dù giá khí đầu vào chủ yếu sẽ được chuyển vào phần Qc, phần Qm vẫn sẽ bị ảnh hưởng bởi giá khí cao khi Cà Mau 1 & 2 tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh vào năm tới.

Duy trì khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu POW. Sử dụng các phương pháp FCFF, với kỳ vọng tốc độ tăng trưởng dòng tiền là 4% (phù hợp với tỷ lệ lạm phát mục tiêu) cho đến năm 2032, chúng tôi ước tính giá mục tiêu POW là **19,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019.

Dự phóng

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	2019E	2020E
Doanh thu	7,458	8,037	6,918	7,297	8,356	9,472	6,961	7,874	32,663	34,361	38,988
<i>Tăng trưởng DT năm (%)</i>					12%	18%	1%	8%	5%	13%	2%
Sản lượng điện (triệu kWh)									21,025	22,584	22,517
<i>Tăng trưởng sản lượng điện năm (%)</i>									2%	7%	0%
GVHB	-6,356	-6,902	-5,406	-6,124	-7,011	-8,345	-5,978	-7,111	-29,619	-33,385	-33,558
<i>Tăng trưởng GVHB năm (%)</i>					10%	21%	11%	16%	14.8%	4.1%	12.7%
APS (VND)									1,554	1,521	1,732
<i>Tăng trưởng APS %</i>									7%	-2%	14%
Lợi nhuận gộp	1,102	1,135	1,513	1,173	1,345	1,127	983	763	4,218	4,742	5,603
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	15%	14%	22%	16%	16%	12%	14%	10%	13%	14%	14%
Lợi nhuận hoạt động	652	505	1,002	578	848	732	188	403	3,420	3,902	4,650
<i>Tăng trưởng (%)</i>					30%	45%	-81%	-30%	-13%	7%	-1%
<i>Biên LN (%)</i>	9%	6%	14%	8%	10%	8%	3%	5%	10%	11%	12%
Lợi nhuận sau thuế	597	458	953	593	780	688	184	398	2,052	2,710	3,496
<i>Tăng trưởng (%)</i>					31%	50%	-81%	-33%	-21%	32%	29%
<i>Biên LN (%)</i>	8%	6%	14%	8%	9%	7%	3%	5%	6%	8%	9%

Nguồn: KIS ước tính

Ghi chú:

- Chúng tôi giả định rằng POW sẽ đưa các nhà máy điện chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 3 & 4 đi vào hoạt động trong 1Q2023
- Dự án nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 sẽ bắt đầu vào năm 2019 với tổng chi phí vốn ban đầu khoảng 1.4 tỷ USD.
- PetroVietnam không còn nhận khí bổ sung của Petronas như những năm trước. Theo ban lãnh đạo, Petrovietnam đang đàm phán với Petronas để mua thêm khí tự nhiên từ họ với cơ chế giá mới là 90%HFO + cước vận chuyển (gần gấp đôi so với giá cũ là 46%HFO + cước vận chuyển, nhưng thấp hơn mức giá dự kiến).
- Theo POW, TKV sẽ cung cấp khoảng 2.4 triệu tấn than, chiếm 85% nhu cầu. Phần còn lại sẽ được nhập khẩu với mức giá khoảng 2,000 đồng/kg.

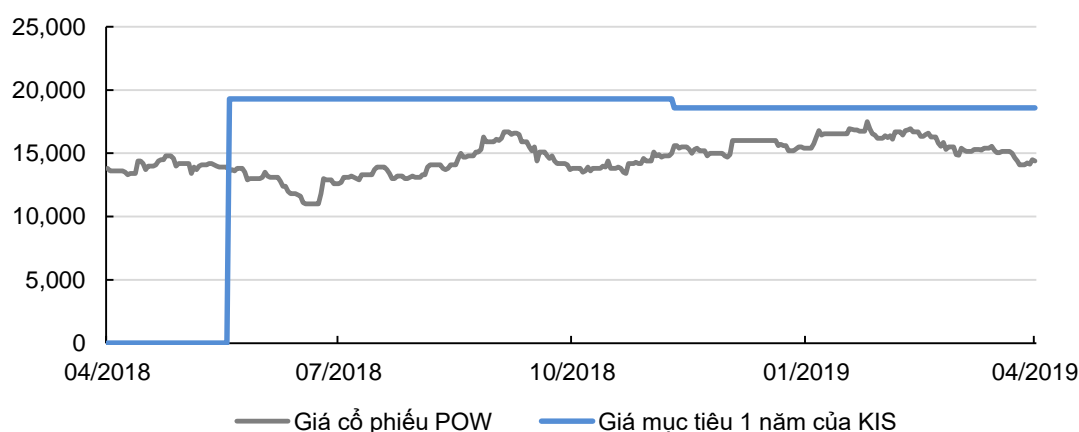
Định giá

Tỷ đồng	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	Ghi chú
LN hoạt động sau thuế	3,360	4,031	4,186	4,428	5,558	
Dòng tiền tự do	3,832	-2,243	-1,593	805	9,283	
Hệ số chiết khấu	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	
Giá trị dòng tiền hiện tại	3,832	-2,033	-1,317	608	6,213	
Giá trị hiện tại của dòng tiền 2019-2023	39,730					
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền	4%					Điều chỉnh dựa trên tỷ lệ lạm phát mục tiêu
Giá trị sau cùng	18,934					
Giá mục tiêu (VNĐ)	19,000					2019

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

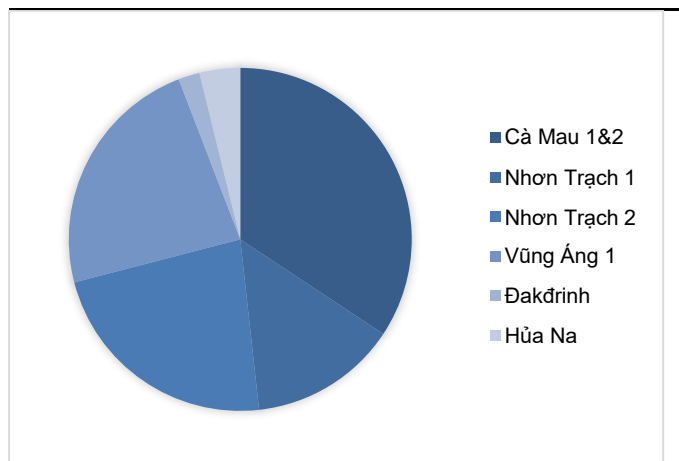
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)
POW	04/12/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	18,600
	12/06/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	19,300

Ước tính và dự phóng của công ty



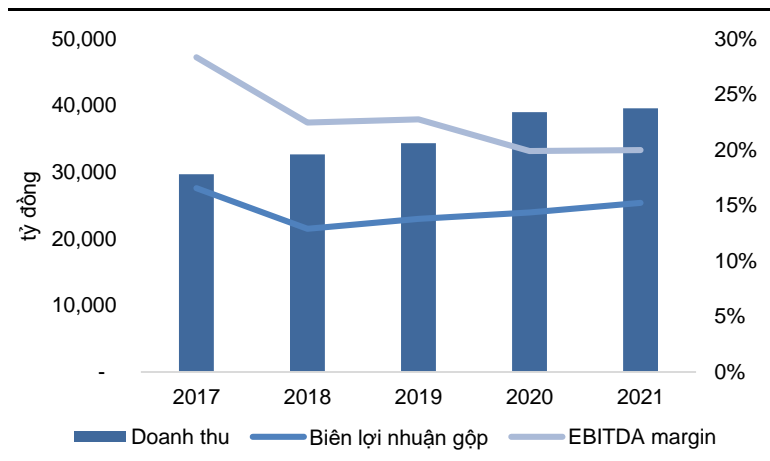
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Cơ cấu doanh thu thuần, 2018



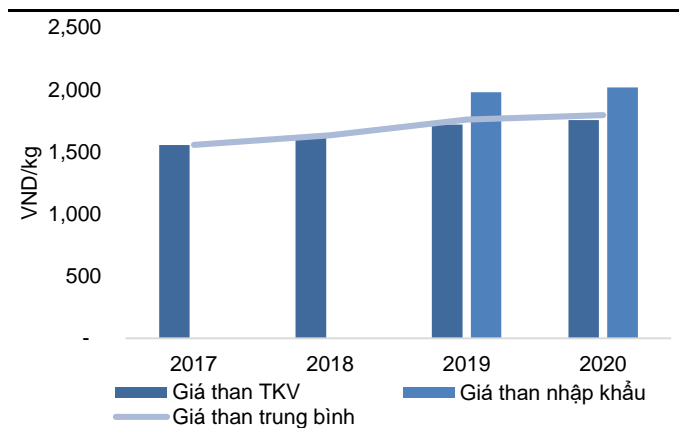
Nguồn: POW, KIS

Hình 02. Doanh thu, LN gộp & biên EBITDA, 2017-2020F



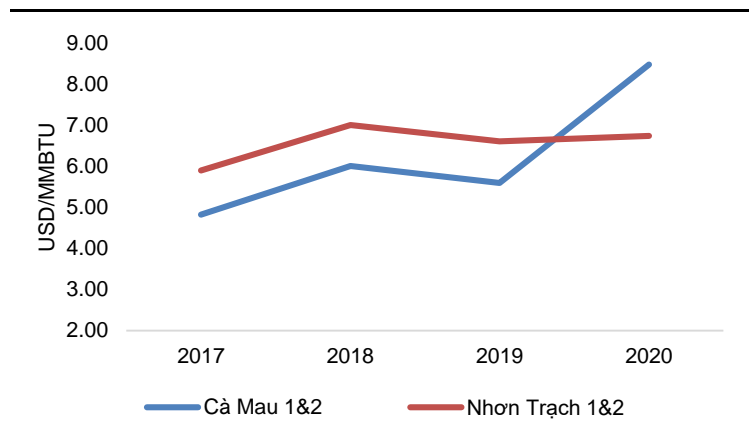
Nguồn: POW, KIS

Hình 03. Giá than, 2017-2020F



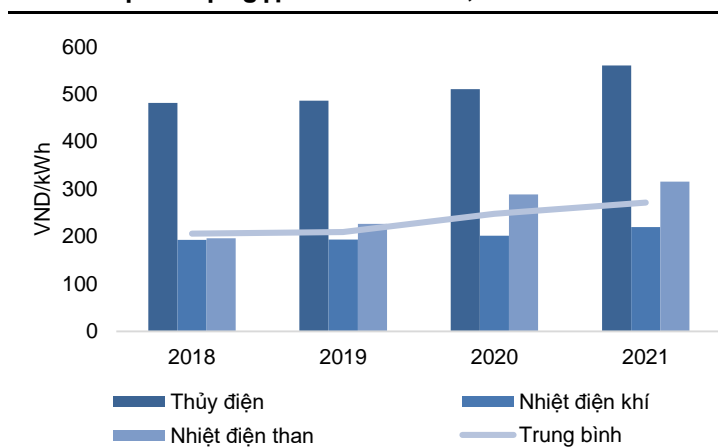
Nguồn: POW, KIS

Hình 04. Giá khí, 2017-2020F



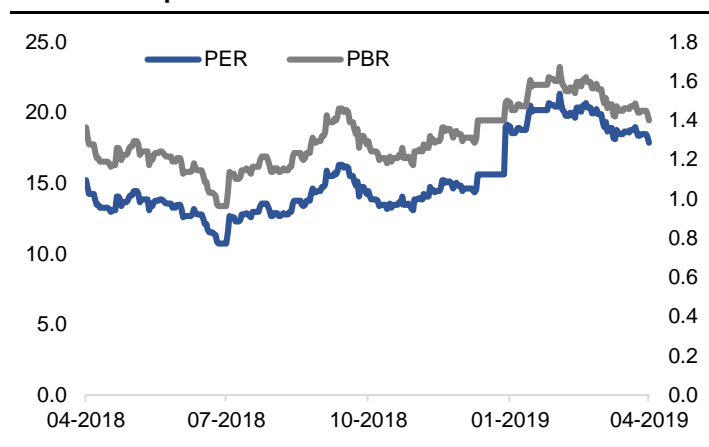
Nguồn: POW, KIS

Hình 5. Lợi nhuận gộp trên mỗi kWh, 2018-2021F



Nguồn: POW, KIS

Hình 6. P/E lịch sử 1 năm của POW



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 34,308 tỷ đồng			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
Doanh thu thuần	28,212	29,710	32,663	34,361	38,988
Tăng trưởng (%)	21%	5%	10%	5%	13%
Bán điện	27,244	28,913	31,618	33,164	37,744
Khác	1,003	849	1,150	1,196	1,244
GVHB	24,429	24,787	28,445	29,619	33,385
Biên LN gộp (%)	13%	17%	13%	14%	14%
Chi phí BH & QLDN	756	815	799	840	953
EBITDA	7,343	8,423	7,337	7,815	7,763
Biên lợi nhuận (%)	26%	28%	22%	23%	20%
Khấu hao	4,316	4,316	3,918	3,913	3,113
Lợi nhuận từ HĐKD	3,027	4,107	3,420	3,902	4,650
Biên LN HĐKD (%)	11%	14%	10%	11%	12%
Chi phí lãi vay ròng	1,324	1,342	1,298	689	579
% so với nợ ròng	5%	6%	7%	4%	3%
Khả năng trả lãi vay (x)	2	3	3	6	8
Lãi/lỗ khác	-7	-32	99	-	-
Thuế	178	132	169	446	542
Thuế suất hiệu dụng (%)	11%	5%	8%	14%	13%
Lợi nhuận ròng	1,517	2,602	2,052	2,767	3,529
Biên lợi nhuận (%)	5%	9%	6%	8%	9%
Lợi ích CĐ thiếu số	443	368	376	448	325
LN cho công ty mẹ	1,075	2,233	1,676	2,318	3,204
Số lượng CP (triệu)	2,177	2,177	2,342	2,342	2,342
EPS hiệu chỉnh (VND)	494	1,026	716	990	1,368
Tăng EPS (%)	-50%	108%	-30%	38%	38%
Cổ tức (VND)	-	-	-	600	600

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

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

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

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	963	538
Capex	1,672	307	206	2,478	8,850
Dòng tiền khác	-196	1,440	2,687	-	-
Dòng tiền tự do	1,676	4,253	5,075	3,238	-2,745
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-
Cổ tức	-	-	-	1,405	1,405
Thay đổi nợ ròng	-1,676	-4,253	-5,075	-1,833	4,150
Nợ ròng cuối năm	25,826	21,572	16,497	14,664	18,814
Giá trị doanh nghiệp	63,695	59,522	53,944	50,217	54,692
Tổng VCSH	26,797	27,724	26,848	28,210	30,334
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,741	2,822	2,319	2,767	3,092
VCSH	24,055	24,902	24,530	25,443	27,242
Giá trị sổ sách/cp (VND)	11,048	11,437	10,474	10,864	11,633
Nợ ròng / VCSH (%)	96%	78%	61%	52%	62%
Nợ ròng / EBITDA (x)	3.5	2.6	2.2	1.9	2.4
Tổng tài sản	69,732	60,583	58,103	56,504	62,778

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

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE (%)	4%	9%	7%	9%	12%
(không gồm lợi ích CĐ thiếu số)					
ROA (%)	2%	4%	4%	5%	6%
ROIC (%)	5%	7%	7%	8%	9%
WACC (%)	10%	10%	11%	11%	10%
PER (x)	30.4	14.6	21.0	14.1	10.2
PBR (x)	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2
PSR (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA (x)	8.7	7.1	7.4	6.4	7.0
EV/Sales (x)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.4
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0%	0%	0%	4%	4%

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**.