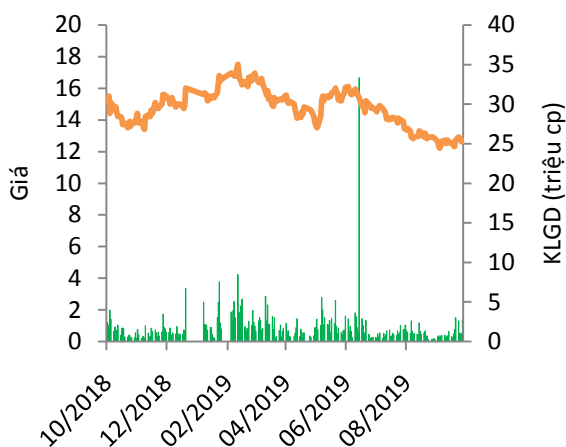


Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HOSE: POW)

KHUYẾN NGHỊ: MUA [+26%]

Nhóm ngành	Sản xuất điện	
Số lượng CP	Triệu CP	2.342
Giá sổ sách	Đồng	12.200
Thị giá (28/10/2019)	Đồng/CP	13.100
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	30.678
KLGD BQ 10 phiên	CP	2.315.000
Sở hữu nước ngoài	%	14,2

BIỂU ĐỒ BIẾN ĐỘNG GIÁ



THÔNG TIN CỔ ĐÔNG

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	%	79,94
Norges Bank	%	1,27
Cổ đông khác	%	18,79

NỘI DUNG CHÍNH

I	Tổng quan công ty
II	Hoạt động kinh doanh
III	Ngành điện Việt Nam
IV	Dự phóng và định giá
V	Tình hình tài chính

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Việt Nam là một nước đang phát triển, với tốc độ tăng trưởng GDP ở mức 6.8%/năm, vì vậy phát triển ngành công nghiệp điện phục vụ cho kinh tế - xã hội là nhiệm vụ không thể tách rời. Nhu cầu điện gia tăng mạnh mẽ kể từ 2016 đến nay, trong khi các dự án điện phát triển không theo kịp là yếu tố dẫn đến thiếu hụt điện ngày càng trầm trọng trong thời gian tới. Chính phủ đã đề ra Quy hoạch điện VII điều chỉnh nhằm đề ra các kế hoạch, mục tiêu đảm bảo nguồn điện cho giai đoạn 2016 – 2030.

PV Power là một doanh nghiệp phát điện thuộc Petrovietnam, sở hữu các nhà máy phát điện với công suất phân bố ở cả 3 loại hình là thủy điện, điện khí và điện than, công suất hiện tại và trong 5 năm tới tập trung tại khu vực miền Nam là chủ yếu – đây cũng là khu vực có nhu cầu điện cao nhất cả nước.

Các nhà máy điện của PV Power hiện nay đều đã đi vào hoạt động ổn định, qua đó nợ vay giảm dần tạo nên cấu trúc tài chính lành mạnh hơn, chi phí tài chính từ đó cũng giảm dần.

Dự án điện Nhơn Trạch 3&4 với tổng công suất 1500 MW (2x750) sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho PV Power, với tiềm lực tài chính, khả năng thu xếp vốn, chúng tôi cho rằng dự án sẽ kịp hoàn thành đúng tiến độ và đưa vào phát điện thương mại kể từ năm 2023, dự án này cũng sẽ là số ít trong các dự án kịp tiến độ trong 5 năm tới.

Chúng tôi cho rằng, trong ngắn hạn nợ vay và khấu hao giảm dần là chất xúc tác cho việc cải thiện lợi nhuận của PV Power, trong khi đó các dự án điện sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn. Sử dụng phương pháp P/E và P/B, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với mức giá mục tiêu của PV Power là **16.500 đồng**.

RỦI RO

- Tiến độ chậm trễ trong các dự án mà PV Power đầu tư,
- Nguồn nguyên liệu thiếu hụt cho các nhà máy nhiệt điện,
- Rủi ro tỷ giá, lãi suất do các khoản vay bằng đồng USD.

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH QUAN TRỌNG. (ĐVT: Tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu	29.710	32.662	32.369	39.511
LN gộp	4.923	4.477	4.880	5.754
LNST	2.602	2.287	2.538	2.992
EPS (đồng)	1.111	976	1.084	1.278
Biên LNST (%)	8,8	7,0	7,8	7,5

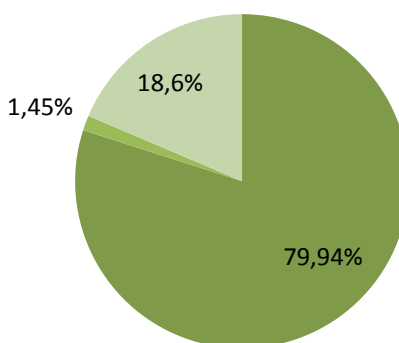
I. Tổng quan công ty:

Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam – CTCP (PV Power) tiền thân là Công ty TNHH MTV do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam đầu tư 100% vốn điều lệ. PV Power được thành lập vào năm 2007, trải qua 12 năm hình thành và phát triển với sự hỗ trợ từ phía công ty mẹ là Petro Việt Nam, PV Power hiện đang sở hữu danh mục 7 đơn vị sản xuất điện với tổng công suất đạt 4.2 GW (gigawatt), các nhà máy phân bố tập trung tại miền Nam, nơi có nhu cầu tiêu thụ điện cao nhất cả nước. Tính đến 30/6/2019, PV Power chiếm khoảng **7.9%** trong tổng công suất lắp đặt nguồn điện cả nước là 53.326 MW, đứng thứ 3 trong số 5 doanh nghiệp lớn trong ngành gồm: Tổng công ty phát điện 1, 2, 3 (GENCO 1, 2, 3) và Vinacomin Power.

Cơ cấu sở hữu của PV Power là Petro Vietnam với tỷ lệ khoảng 80%, trong khoảng 20% còn lại có khoảng 14% là tỷ lệ sở hữu của nước ngoài và phần còn lại là các cổ đông khác.

Cơ cấu cổ đông

■ Petro Vietnam ■ Norges Bank ■ Khác



PV Power, DAS Research

II. Hoạt động kinh doanh:

PV Power hiện đang sở hữu danh mục nhà máy sản xuất điện trải dài từ Bắc và Nam với tổng công suất đạt 4.208 MW (megawatt), các nhà máy tập trung ở khu vực miền Nam là nơi có nhu cầu tiêu thụ điện lớn nhất cả nước, khoảng 64% công suất là Nhiệt điện khí, 28% là nhiệt điện than và còn lại là thủy điện.

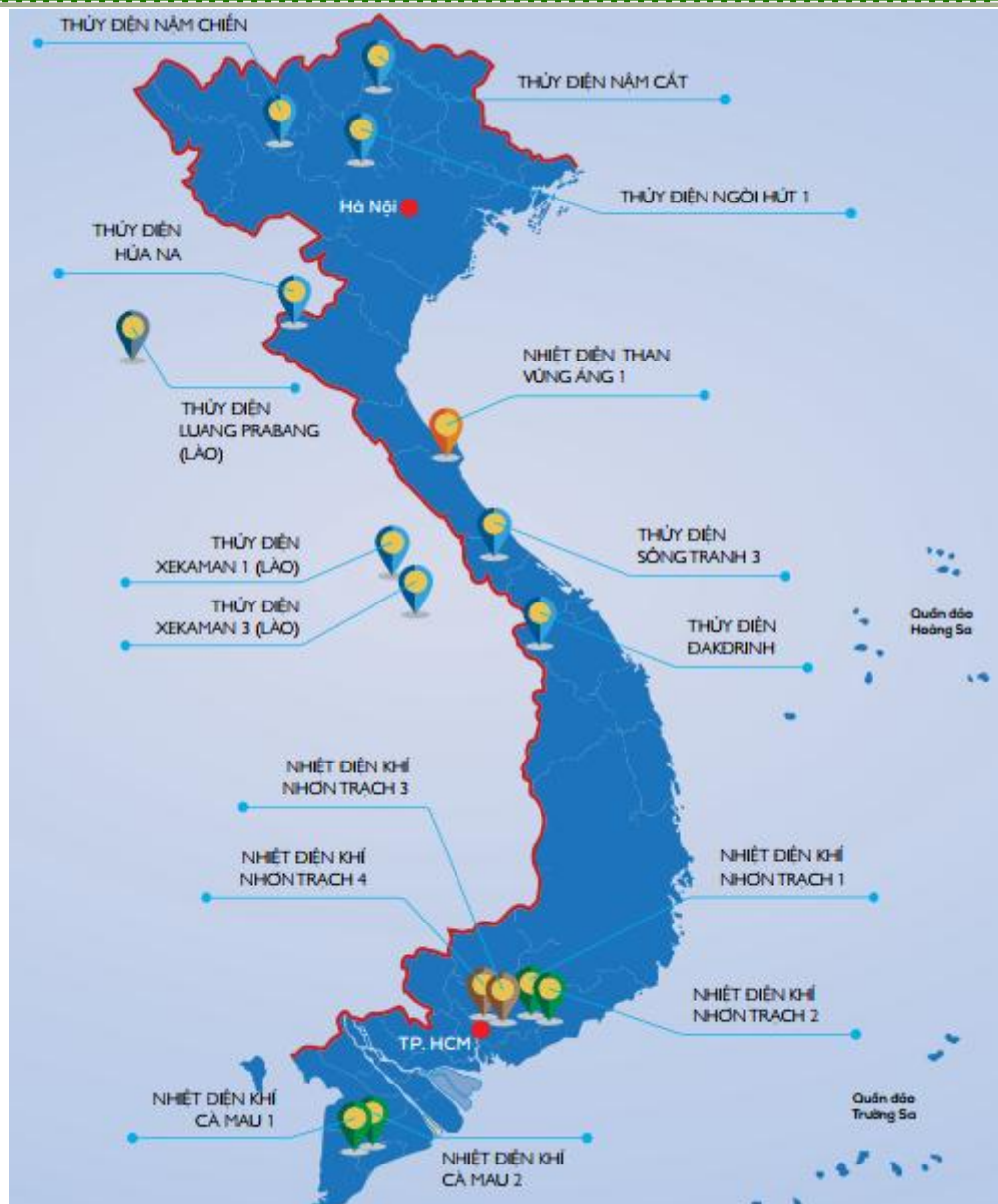
Nhà máy	Loại hình	Địa điểm	Công suất (MW)	TMĐT (tỷ đồng)	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	Vận hành	Tỷ lệ sở hữu (%)	Tham gia phát điện cạnh tranh
Cà Mau 1	Điện khí	Cà Mau	750	6.572	8,8	2008	100	Không tham gia
Cà Mau 2		Cà Mau	750	6.153	8,2	2009	100	Không tham gia
Nhơn Trạch 1		Đồng Nai	450	7.053	15,7	2009	100	11/07/212
Nhơn Trạch 2		Đồng Nai	750	8.538	11,4	2011	59.37	08/07/212
Huà Na	Thủy điện	Nghệ An	180	5.964	33,1	2013	84.14	01/11/2013
Đakđrinh		Quảng Ngãi	125	5.911	47,3	2014	94.83	01/12/2015
Nậm Cắt		Bắc Kạn	3.2	131	40,9	2012	94.23	Không tham gia
Vũng Áng 1	Điện than	Hà Tĩnh	1.200	28.739	23,9	2015	100	01/10/2016
Tổng cộng			4.208	69.061				

PV Power, DAS Research

Dự án mà PV Power đang đầu tư:

1. Dự án nhà máy Nhiệt điện khí Nhơn Trạch 3, 4: Tổng mức đầu tư cả hai nhà máy khoảng 1.4 tỷ USD. Công suất dự kiến mỗi nhà máy là khoảng 750 MW. Tiến độ dự kiến Nhơn Trạch 3 vận hành năm 2022 và Nhơn Trạch 4 vận hành năm 2023. Nguồn vốn sử dụng 30% vốn chủ sở hữu và 70% vay nợ. Dự án này đã được Thủ tướng phê duyệt theo Quyết định **234/QĐ-TTg**. Đơn vị tư vấn khảo sát và lập báo cáo nghiên cứu khả thi là PECC2. PV GAS cung cấp khí. Công tác thu xếp vốn và đàm phán PPA (hợp đồng mua bán điện) đang được triển khai.

2. Dự án Thủy điện Luang Prabang – CHDCND Lào: Hợp tác đầu tư trong đó PV Power góp 38% vốn điều lệ. Công suất 1400 MW với 7 tổ máy có công suất 200MW/tổ. Tổng mức đầu tư 4.96 tỷ USD, nguồn vốn 30% vốn chủ sở hữu và 70% vay nợ. Thời gian thực hiện dự án 2020 – 2027.



PV Power

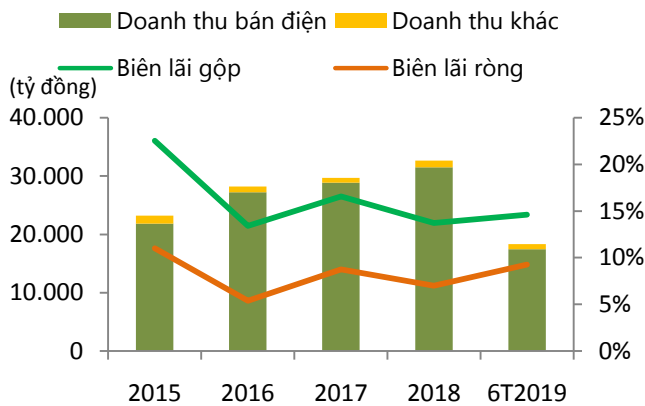
Kết quả kinh doanh 6T.2019:

Doanh thu bán điện chiếm khoảng 95% tổng doanh thu. Doanh thu các mảng khác là các mảng phụ trợ, bao gồm hai hoạt động chính là : Cung cấp than – thông qua công ty Nhập khẩu và Phân phối than Điện lực dầu khí (POW sở hữu 100%) và Dịch vụ kỹ thuật –phục vụ nhu cầu sửa chữa, vận hành, bảo dưỡng, kiểm tra cũng như lắp đặt hệ thống máy móc cho các nhà máy điện.

Trong 6T.2019, PV Power đạt doanh thu 18.315 tỷ đồng, LNST đạt 1.698 tỷ đồng, tăng lần lượt 2.8% và 28.2%. Doanh thu tăng nhẹ nhưng LNST tăng mạnh đến từ :

- (1) Giá bán điện của các nhà máy điện PV Power tăng, bình quân đạt 1150 đồng/kWh;
- (2) 6 tháng đầu năm lượng mưa thấp, các dự án Nhiệt điện Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1 được huy động ở mức cao, trong khi đó các nhà máy thủy điện có lưu lượng nước tại các hồ thấp do đó ưu tiên vận hành nhà máy nhiệt điện. Vào mùa cao điểm Quý 2/2019, Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 không thể vận hành tối đa công suất do mở khí Cửa Long bảo dưỡng, bên cạnh đó nhà máy Vũng Áng 1 hoạt động ở mức thấp do thiếu nguyên liệu là than. Nhìn chung, tổng sản lượng giảm 2% so với cùng kỳ.
- (3) Biên lợi nhuận cải thiện đến từ việc Nhà máy Cà Mau 1&2 và Nhơn Trạch 1 dần hết khấu hao, cùng với đó là trong kì khoản lỗ tỷ giá thấp hơn so với năm trước.

Hoạt động kinh doanh



PV Power, DAS Research

Sản lượng điện thương mại 6T.2019 của PV Power

Chỉ tiêu	6T2018	6T2019	% tăng trưởng
NMĐ Cà Mau 1&2	3.814	4.135	8%
NMĐ Nhơn Trạch 1	1.671	1.711	2%
NMĐ Nhơn Trạch 2	2.594	2.560	-1%
NMĐ Nậm Cắt	7	7	-5%
NMĐ Hòa Na	273	239	-13%
NMĐ ĐakĐrinh	300	238	-21%
NMĐ Vũng Áng 1	3138	2633	-16%
Tổng cộng	11.798	11.523	-2%

PV Power, DAS Research

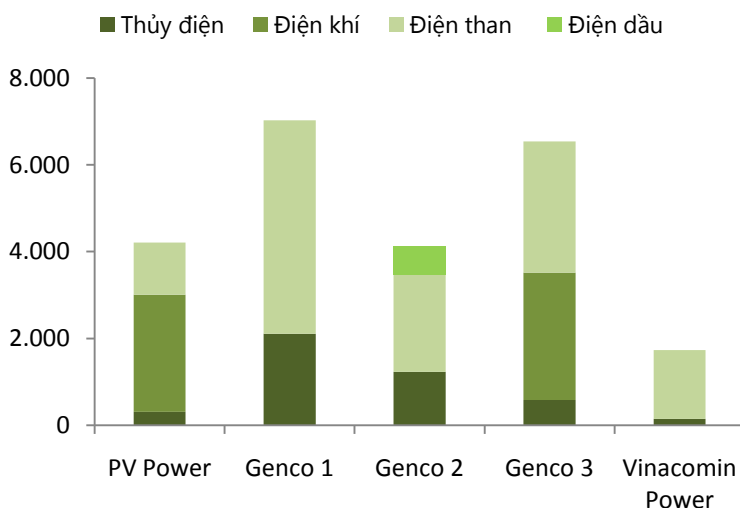
Vị thế doanh nghiệp:

PV Power có công suất lắp đặt 4.208 MW, sản lượng năm 2018 đạt khoảng 21 tỷ kWh, đứng thứ 3 về công suất và sản lượng - trong 5 tổng công ty phát điện lớn nhất cả nước (tính đến ngày 31/12/2018). 6 tháng đầu năm, PV Power có công suất và sản lượng lần lượt chiếm 7,9% và 9,8% so với cơ cấu toàn ngành.

PV Power và Genco 3 là hai tổng công ty phát điện duy nhất sở hữu nhà máy nhiệt điện khí, với tổng công suất tương đương nhau, PV Power là 2.700 MW và Genco 3 là 2.930 MW.

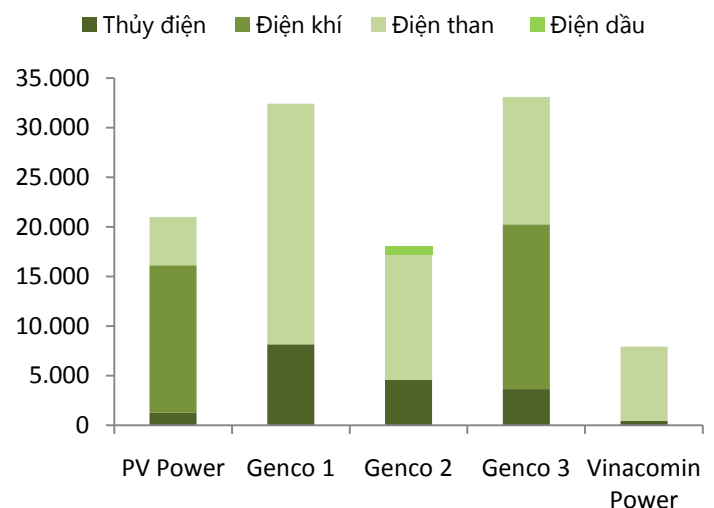
Xét về cơ cấu nguồn điện, PV Power đã thực hiện tốt về đa dạng hóa nguồn điện với nhà máy nhiệt điện tuabin khí chu trình hỗn hợp, nhiệt điện than và thủy điện. Trong giai đoạn 2016 – 2019, tỷ trọng sản lượng điện của PV Power trong toàn ngành có xu hướng giảm dần vì các dự án nâng công suất chưa được đưa vào vận hành, khi nhà máy Nhơn Trạch 3&4 chính thức phát điện sẽ giúp PV Power chiếm tỷ trọng nhiều hơn trong tổng sản lượng điện cả nước.

Công suất các tổng cty phát điện 2018 (MW)



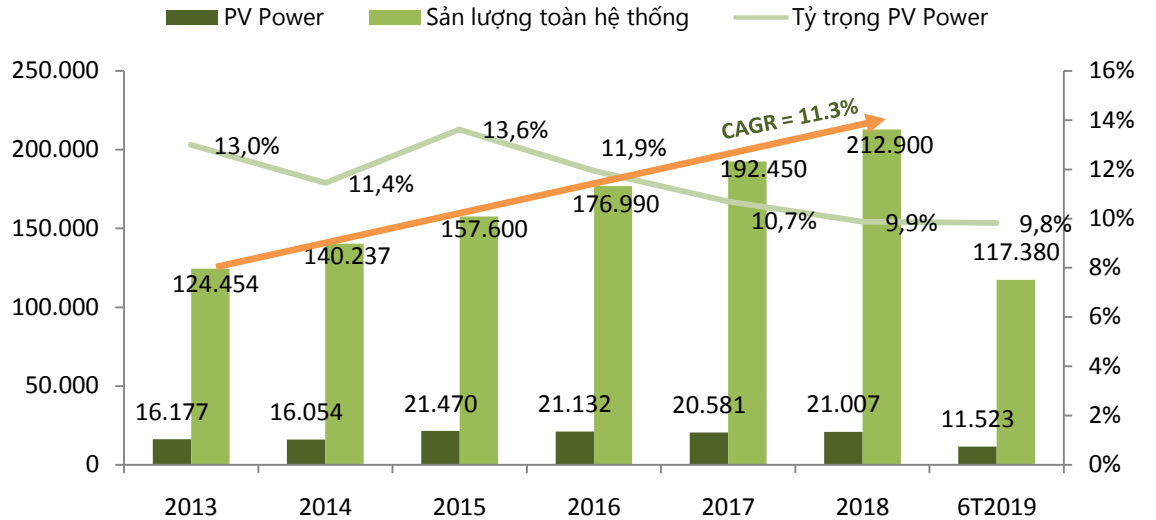
POW, Genco, TKV, DAS Research tổng hợp

Sản lượng các tổng cty phát điện 2018 (triệu kWh)



POW, Genco, TKV, DAS Research tổng hợp

Cơ cấu sản lượng POW so với toàn ngành
(triệu kWh)



PV Power, EVN, DAS Research tổng hợp

III. Ngành điện Việt Nam:

Ngành điện Việt Nam là một trong những ngành đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển kinh tế của Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm ở mức hai chữ số. Đứng trước vấn đề thiếu hụt nguồn điện ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của đất nước, Chính phủ đã ban hành các văn bản về Quy hoạch điện. Theo Quy hoạch điện VII điều chỉnh đề ra các mục tiêu về mạng lưới điện, gia tăng sản lượng điện nhằm đáp ứng nhu cầu kinh tế - xã hội trong giai đoạn 2016 – 2030, kế hoạch đề ra dựa trên cơ sở tăng trưởng GDP 7%/năm, đồng nghĩa với nhu cầu sử dụng điện ước tính tăng 10,6%/năm.

Mục tiêu cụ thể như sau:

- (1) Điện thương phẩm: Năm 2020 khoảng 235 – 245 tỷ kWh, năm 2025 khoảng 352 – 379 tỷ kWh, năm 2030 khoảng 506 – 559 tỷ kWh.
- (2) Điện sản xuất và nhập khẩu: Năm 2020 khoảng 265 – 278 tỷ kWh, năm 2025 khoảng 400 – 431 tỷ kWh và năm 2030 khoảng 572 – 632 tỷ kWh.

Tuy nhiên, tính đến hết 2018, tiến độ thực hiện các dự án còn chậm trễ, thu xếp vốn cho các dự án vẫn còn gặp khó khăn, Chính phủ tạm dừng chủ trương bảo lãnh vay vốn, các nguồn vốn ODA vốn vay ưu đãi nước ngoài còn rất hạn chế, thậm chí một số khoản vay đã có cam kết của các ngân hàng, tổ chức tài chính quốc tế nhưng không được cơ quan quản lý nhà nước chấp thuận. Ngoài ra, còn các khó khăn trong thủ tục xây dựng, hạ tầng – đường dây truyền tải điện, nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện than và điện khí.

Theo văn bản số **58/BC-BCT** Bộ Công Thương về Đánh giá Tình hình thực hiện các dự án điện trong QHĐ VII điều chỉnh, theo đó sau khi rà soát tổng công suất có thể đưa vào vận hành năm 2016 – 2030 là 80.500 MW, thấp hơn 15.200 MW so với QHĐ VII điều chỉnh, mức thiếu hụt tập trung thời điểm 2018 – 2022 với công suất 17.000 MW. Rất nhiều dự án Nhiệt điện theo chúng tôi là chậm tiến độ và phải từ năm 2023 trở đi mới đưa vào vận hành.

Chúng tôi cũng nhận thấy rằng, PV Power nhiều khả năng sẽ đưa vào vận hành các nhà máy Nhơn Trạch 3&4 vào năm 2023-2024, tổng công suất là 1500MW – là một trong các dự án lớn nhất trong 5 năm tới và tiến độ thực hiện sẽ nhanh hơn các dự án khác, dựa vào: (1) PV Power có sức khỏe tài chính tốt hơn so với các công ty cùng ngành, lượng tiền mặt của PV Power hiện này khoảng 3.400 tỷ đồng và sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới, (2) Nhơn Trạch 3&4 sẽ sử dụng

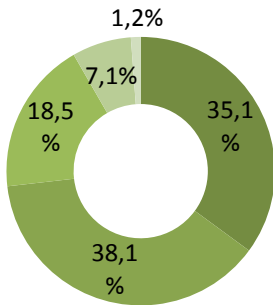
nguồn nguyên liệu từ LNG Thị Vải và dự án đã được khởi công, (3) đầu năm 2019, PV Power cho biết thời gian qua đã làm việc với 7 ngân hàng trong nước và nhận được cam kết cho vay 25.000 tỷ, các định chế tài chính nước ngoài có thể thu xếp cho PV Power khoảng 400 triệu USD.

Cơ chế điều hành giá trên thị trường phát điện hiện nay theo Thị trường phát điện cạnh tranh (CGM), kể từ năm 2019 Thị trường bán buôn điện cạnh tranh sẽ vận hành. Rủi ro trong các chính sách vẫn còn hiện hữu nhưng chúng tôi kỳ vọng giá bán điện sẽ cải thiện hơn, nhất là khi giá bán lẻ điện hiện nay của Việt Nam còn thấp hơn so với các nước trong khu vực.

Dự kiến công suất các nguồn điện hoàn thành giai đoạn 2019-2030 so với QHĐ VII điều chỉnh:

Năm/Giai đoạn	Tổng công suất vận hành (MW)		Chênh lệch (MW)
	Theo QHĐ VII điều chỉnh	Sau rà soát	
2019	6.230	3.650	-2.580
2020	4.571	3.230	-1.341
Giai đoạn 2021 - 2025	38.010	30.485	-7.525
2021	9.435	4.520	-4.915
2022	10.290	3.890	-6.400
2023	7.185	6.635	-550
2024	5.250	8.170	2.920
2025	5.850	7.270	1.420
Giai đoạn 2025 - 2030	36.192	34.382	-1.810
2026	6.482	7.792	1.310
2027	5.660	6.270	610
2028	890	8.340	450
2029	8.950	7.310	-1.640
2030	7.210	4.670	-2.540

Cơ cấu nguồn điện 2018



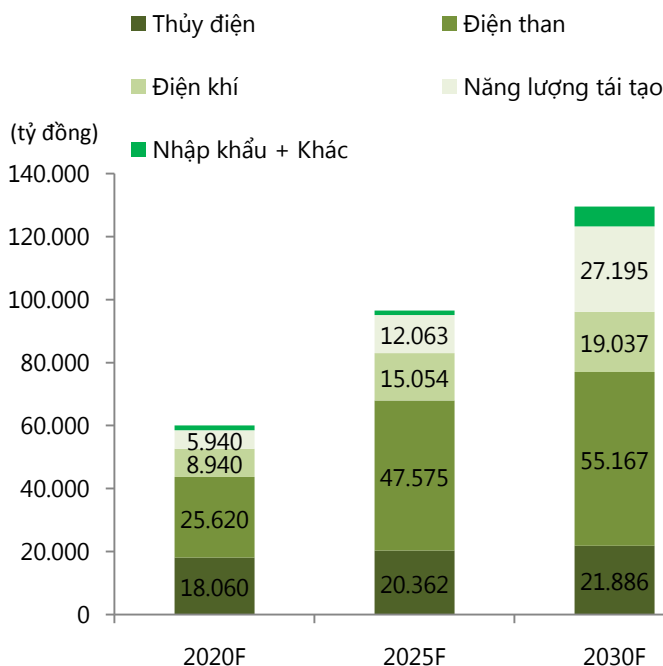
- Thủy điện
- Điện than
- Điện khí
- Năng lượng tái tạo
- Nhập khẩu

Bộ Công Thương, DAS Research
Tổng công suất 2018: 48.563 MW

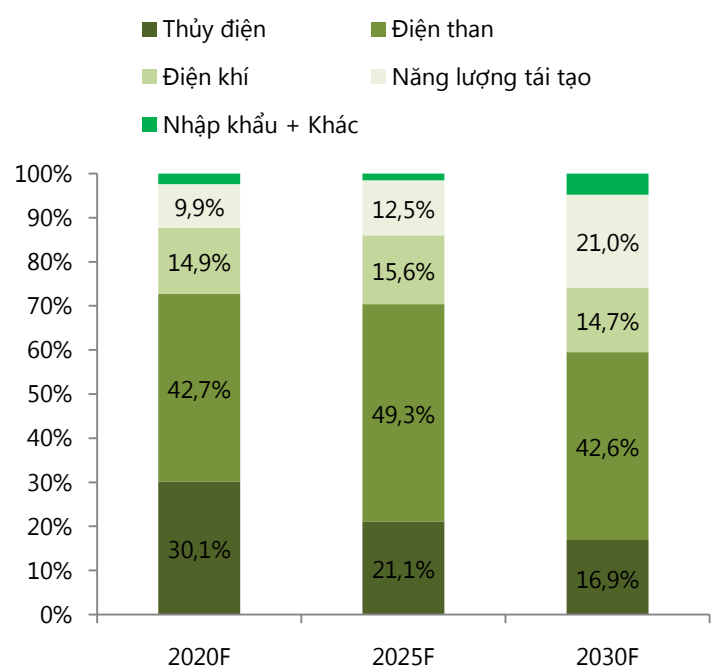
Văn bản số 58/BC-BCT Bộ Công Thương

Quy hoạch điện VII điều chỉnh

Quy hoạch sản lượng điện



Cơ cấu sản lượng điện theo loại hình



Văn bản số 428/QĐ-TTg, DAS Research tổng hợp

IV. Dự phóng và định giá:

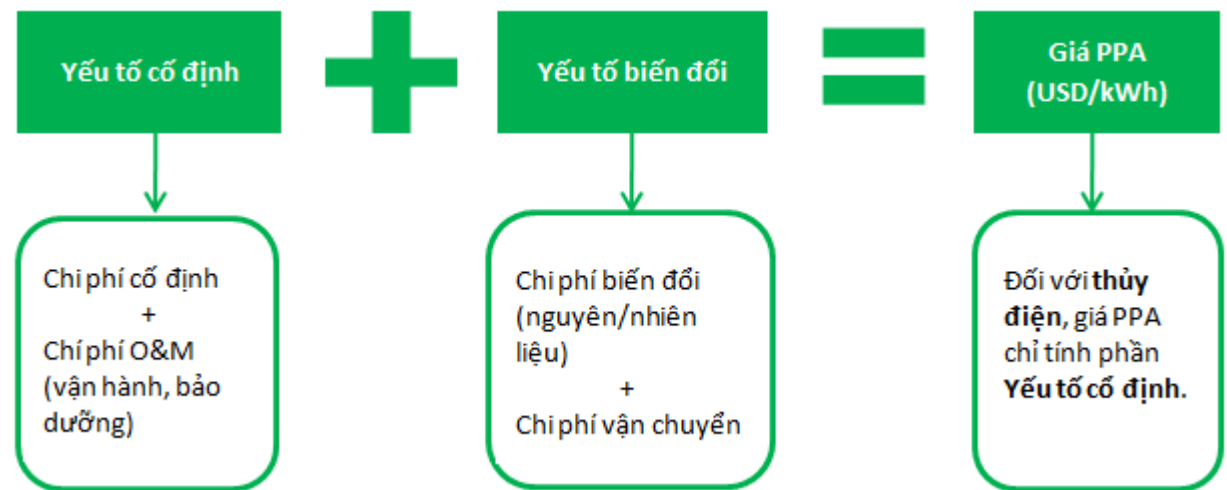
Theo Thông tư 56/2014/TT-BCT, giá bán điện của một nhà máy điện được tính một cách tổng quát như sau:

$$\text{Doanh thu} = P_c \cdot Q_c + P_m \cdot Q_m + \text{Khác}$$

Trong đó:

- P_c : Giá theo Hợp đồng mua bán điện (PPA). Hợp đồng mua bán điện là hợp đồng mà các nhà máy sản xuất điện đều phải ký với EVN, quy định sản lượng, giá bán, chi phí nguyên vật liệu và thanh toán.
- Q_c : Sản lượng hợp đồng phụ thuộc vào tính toán nhu cầu từ Cục điều tiết Điện lực Việt Nam (ERAV).
- P_m : Giá điện trên Thị trường phát điện cạnh tranh (CGM)
- Q_m : Sản lượng bán trên thị trường phát điện cạnh tranh. Q_m được giới hạn ở mức 40% so với sản lượng dự báo, đồng nghĩa sản lượng Q_c theo PPA tối thiểu ở mức 60%.

Từ năm 2014, giá PPA được tính theo thông tư 56 dựa trên cơ sở IRR = 12% từ dự án.



Nguồn: PV Power, TT56/2014/TT-BCT

1. Nhà máy Nhiệt điện khí Cà Mau 1&2 có tổng công suất 1.500MW (mỗi nhà máy có công suất 750MW). Sử dụng công nghệ tiên tiến nhất tại thời điểm đó với hai turbine khí SGT5-400F do Siemens sản xuất, hai máy phát hơi nước thu hồi nhiệt do Doosan sản xuất và một turbine hơi của Siemens, sáu máy phát Siemens SG5-1000A. Hiệu suất hoạt động trung bình 53% – 54%.

Hợp đồng cung cấp khí cho Nhà máy Cà Mau 1&2 được ký kết với Tổng công ty Khí Việt Nam (PV GAS) có hiệu lực từ năm 2008 đến khi hết trữ lượng khí. Nguồn khí sử dụng là khí từ các Lô PM3-CAA và Lô 46 Cái Nước. Các lô này nằm trong vùng chồng lấn chủ quyền giữa Việt Nam và Malaysia nên hai bên cùng khai thác theo hợp đồng chia sẻ sản phẩm.

Từ năm 2007, nguồn khí này cung cấp nhu cầu khí cho Cụm công nghiệp Khí Điện Đạm Cà Mau bao gồm lượng khí theo quyền nhận của Petrovietnam và lượng khí nhận bù từ Petronas (Malaysia). Dự kiến từ khoảng tháng 9/2019 đến đầu 2020, lượng khí nhận bù từ Petronas sẽ hết và cụm công nghiệp này chỉ còn sử dụng nguồn khí từ phần của Việt Nam. Điều này đồng nghĩa khu vực này thiếu khoảng hơn 1 tỷ m³/năm, so với nhu cầu khoảng 2.26 tỷ m³/năm.

Nhằm khắc phục tình trạng trên, ngày 15/3/2019 – Petrovietnam và Petronas đã ký thỏa thuận HOA, theo đó Petrovietnam sẽ mua bán khí bổ sung cho khu vực Cà Mau với nguồn khí từ quyền nhận của Petronas theo PSC PM3CAA và từ các nguồn khí khác của Malaysia, qua đó giải quyết được nhu cầu khí cho cụm Khí Điện Đạm Cà Mau.

Với sự thay đổi từ nguồn cung khí, giá khí Petrovietnam mua sẽ thay đổi như sau:

- **Giá khí hiện tại = 46% MFO + phí vận chuyển**
- **Giá khí từ năm 2020 = 90% MFO + phí vận chuyển**

* MFO là là Bình quân tháng của giá dầu nhiên liệu tại Singapore, do Platts công bố. Phí vận chuyển ước tính 1.17 USD/mmBTU (2018), 1.2 USD/mmBTU (2019) và 1.23 USD/mmBTU (2020).

Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1&2 ký kết hợp đồng với EVN có thời hạn 20 năm, kể từ 8/1/2008. Nhà máy Cà Mau không tham gia thị trường phát điện cạnh tranh nên doanh thu được tính như sau:

Doanh thu = (Doanh thu cố định + Doanh thu biến đổi + Khác) * tỷ giá USD/VND

*Doanh thu cố định = Công suất tin cậy (kW) * Phí công suất (USD/kW)*

Doanh thu biến đổi = Chi phí khí tự nhiên + Chi phí dầu nhiên liệu.

Các giả định cho Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1&2:

- Doanh thu cố định = 8 USD/kW/tháng, được ước tính dựa trên tỷ suất sinh lời của dự án IRR = 12%, Thông tư 56/2014/TT-BCT.
- Doanh thu biến đổi chủ yếu là chi phí nhiên liệu dùng sản xuất điện.
- Giá dầu thô Brent ước tính đạt 66 USD/thùng (2019), 68 USD/thùng (2020).
- Cách tính giá điện theo PPA giúp Nhà máy Cà Mau hạn chế được rủi ro biến động giá nguyên vật liệu khi chi phí nguyên vật liệu tăng được tính vào giá bán. Đại hội cổ đông 2019, PV Power cho biết Nhà máy Cà Mau 1&2 **có thể** tham gia thị trường phát điện cạnh tranh, chúng tôi vẫn chưa thấy các văn bản/thông tin chi tiết về vấn đề này nên chưa đưa vào dự phóng, vì vậy chúng tôi vẫn tính Doanh thu nhà máy Cà Mau 1&2 dựa trên giá điện hợp đồng PPA – theo thỏa thuận trước đó giữa PV Power và EVN có thời hạn đến năm 2028. Song, với giá điện năm 2020 tăng cao do chi phí khí đầu vào tăng, chúng tôi cho rằng Cà Mau 1&2 có thể tham gia Thị trường phát điện cạnh tranh với 10% sản lượng, lợi nhuận giảm đi khoảng 200 tỷ đồng, so với mức lợi nhuận hàng năm khoảng 1700 tỷ đồng.

2. Nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2:

PV Power hiện sở hữu 100% Nhơn Trạch 1 và khoảng 59% Nhơn Trạch 2, cả hai nhà máy đều nằm tại Đồng Nai. Nguồn nguyên liệu sử dụng cho nhà máy đến từ bể khí Nam Côn Sơn và bể Cửu Long gồm các mỏ như Lan Đỏ - Lan Tây, Hải Thạch - Mộc Tinh, Rồng Đỏ – Rồng Đỏ Tây và các mỏ thuộc bể Cửu Long.

Nguồn nguyên liệu khí: Phần lớn nguồn nguyên liệu khí cho các nhà máy Nhơn Trạch lấy từ bể Nam Côn Sơn, các mỏ khí Lan Đỏ - Lan Tây, Rồng Đỏ – Rồng Đỏ Tây lần lượt đưa vào khai thác sớm nhất thuộc bể này năm 2002 và 2006, vì vậy đây là nguồn cung khí chủ lực cho nhà máy điện Nhơn Trạch từ đó đến nay. Cùng với đó, chi phí khai thác tại các mỏ Lan Đỏ - Lan Tây, Rồng Đỏ – Rồng Đỏ Tây cũng thấp hơn các mỏ khác, việc ưu tiên sử dụng các mỏ này đã dẫn đến tình trạng cạn kiệt. Chúng tôi cho rằng, thời gian tới mỏ Hải Thạch – Mộc Tinh và Thiên Ưng – Đại Hùng sẽ tiếp nối nguồn khí cho các nhà máy, bên cạnh đó là dự án các mỏ khí mới Phong Lan Đại, Sao Vàng Đại Nguyệt, Sư Tử Trắng GĐ2 mang lại tổng trữ lượng hơn 40m3 khí, qua đó giúp đảm bảo nguồn khí trong dài hạn cho các nhà máy điện. Tuy nhiên, các mỏ khí mới với chi phí cao sẽ tác động đến giá khí đầu vào.

Chúng tôi đưa ra các giả định cho Nhà máy điện Nhơn Trạch 1&2:

- Vì hai nhà máy điện này tham gia thị trường phát điện cạnh tranh, do đó doanh thu được ước tính dựa trên công thức: **Doanh thu = Pc*Qc + Pm*Qm + Khác**. Trong đó, giá dầu thô ước tính 66 USD/thùng (2019), 68 USD/thùng (2020), sản lượng điện hợp đồng Qc = 85% tổng sản lượng điện, tương đương Qm là 15% tổng sản lượng.
- Khấu hao máy móc tại các nhà máy Cà Mau 1&2 đã bắt đầu hết khấu hao dần trong năm 2018 và Nhơn Trạch 1 cũng hết khấu hao từ nửa cuối năm 2019. Chúng tôi cho rằng, so với năm 2018, khấu hao của 3 nhà máy trên sẽ lần lượt giảm 800 tỷ đồng trong năm 2019 và 1000 tỷ đồng trong năm 2020.

- Nhà máy Nhơn Trạch 1 sử dụng turbin khí hạng E so với các nhà máy khác như Nhơn Trạch 2 sử dụng turbin khí hạng F, qua đó hiệu suất thu hồi nhiệt (là khả năng chuyển nhiên liệu thành nhiệt) đạt mức khoảng 52%, so với của Nhơn Trạch 2 là 58%.

3. Nhà máy thủy điện Hòa Na, Đắk Đrinh, Nậm Cắt:

PV Power hiện sở hữu 3 nhà máy thủy điện, Hòa Na, Đắk Đrinh và Nậm Cắt có công suất lần lượt là 180MW, 125MW và 3,2MW. Công suất của nhà máy Nậm Cắt là rất nhỏ, không đóng góp nhiều và doanh thu/lợi nhuận cho PV Power. Vào tháng 10/2019, PV Power cũng đã thoái 94,23% cổ phần sở hữu tại đơn vị này, giá ước tính khoảng 10.900 đồng/cp.

6T.2019 Nhà máy thủy điện Hòa Na có lưu lượng nước về hồ trung bình đạt 31.29 m³/s, bằng 70% so với cùng kỳ 2018, do đó sản lượng 6 tháng đầu năm 2019 đạt 239 triệu kWh, tương đương 87% cùng kỳ. Giá điện trung bình 6 tháng đầu năm 2019 là 1.111 đồng, tăng 4.6%. Chúng tôi ước tính, năm 2019 – 2020, sản lượng điện hợp đồng (Qc) của Nhà máy Hòa Na chiếm 70% tổng sản lượng, sản lượng điện chào bán trên Thị trường phát điện cạnh tranh (Qm) chiếm 30% tổng sản lượng. Dự báo giá điện bình quân nhà máy Hòa Na năm 2019 là 1.115 đồng/kWh, năm 2020 là 1.163 đồng/kWh. Nửa đầu năm 2019, hồ chứa Hòa Na có mực nước xuống thấp do tình trạng khô hạn kéo dài, tuy nhiên lượng nước trong hồ đã được cải thiện vào tháng 8 – tháng 9 do cơn bão số 3 và 4, chúng tôi cho rằng vào Q4.2019, nhà máy sẽ hoạt động ổn định hơn và tương đương mức cùng kỳ, sản lượng ước tính 2019 là 677 triệu kWh, năm 2020 đạt 739 triệu (kWh) – bình quân 3 năm gần nhất.

Nhà máy thủy điện Đắk Đrinh có kết quả năm 2018 sản lượng thấp hơn 33% so với cùng kỳ 2017, sang năm 2019, tình hình thủy văn tiếp tục kém tích cực, vì vậy nhà máy chào giá bám sát Qc được phân bổ, sản lượng 9T.2019 chỉ bằng 84% so với 9T.2018. Vào cuối quý 3, nhà máy hoàn thành tiểu tu hai tổ máy H1 và H2 và mùa mưa cũng bắt đầu vào tháng 10, do đó chúng tôi cho rằng công ty sẽ tích nước và có sản lượng Q4.2019 khả quan hơn. Chúng tôi ước tính sản lượng năm 2019 và năm 2020 lần lượt ở mức 500 triệu kWh và 556 triệu kWh), Qc/Qm=70%/30%.

4. Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1:

PV Power nhận bàn giao Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng vào đầu năm 2016. Nhà máy có công suất 1.200 MW, với hai máy phát (2x600 MW), mức công suất này được xếp vào nhóm nhà máy nhiệt điện than có công suất lớn nhất cả nước và là nhà máy nhiệt điện than lớn nhất khu vực Bắc Trung Bộ, công nghệ nồi hơi sử dụng là Subcritical – đa phần các nhà máy điện than đều sử dụng, turbine và máy phát do Toshiba Nhật Bản sản xuất. Suất đầu tư của nhà máy là 24 tỷ đồng/kWh, gần bằng mức bình quân các doanh nghiệp cùng ngành (khoảng 27 tỷ đồng/kWh).

Trong giai đoạn 2016 – 2018, nhà máy Vũng Áng (VA1) có nhiều biến động trong hoạt động kinh doanh. Năm 2016, VA1 gặp sự cố kỹ thuật ở tổ máy 1, trong khi tổ máy 2 phải tạm ngưng hoạt động để sửa chữa, dẫn đến sản lượng 2016 đạt mức thấp. Sang năm 2017, VA1 đã hoạt động trở lại bình thường, cùng với đó là tỷ giá USD/VND ở mức ổn định nên doanh thu và lợi nhuận đều đạt mức tốt. Năm 2018, sản lượng tiếp tục đạt mức khả quan, đạt 4.877 triệu kWh (+11% YoY). Tuy nhiên, lợi nhuận 2018 sụt giảm đến từ việc lỗ tỷ giá khi đồng USD tăng hơn 2%, thời điểm cuối năm 2018 khi nhu cầu điện tăng cao thì VA1 không hoạt động tốt nhất vì thiếu than cho nhà máy.

Nguồn nguyên liệu cho nhà máy VA1 là than cám 5A1, chúng tôi ước tính giá than khoảng 78USD/tấn. Nhu cầu than hàng năm của VA1 khoảng 2,8 triệu tấn nhưng hiện nay Vinacomin chỉ cung cấp được mỗi năm khoảng 2,4 triệu tấn và số còn lại PV Power buộc phải nhập khẩu. Chất lượng than nhập khẩu cũng là yếu tố ảnh hưởng đến hiệu suất hoạt động của nhà máy.

Hoạt động của nhà máy VA1 trong nửa đầu năm tiếp tục gặp khó khăn về nguồn nguyên liệu than do Vinacomin cung cấp không đủ. PV Power hiện nay đã được tự chủ về việc nhập khẩu than, vào tháng 9/2019, PV Power đã có chuyến đi sang Nga để khảo sát nguồn than, qua đó PV Power đã: (1) ký thỏa thuận hợp tác với Coalinvest, (2) bổ sung nguồn than theo thỏa thuận hợp tác đã ký kết với Siberian Anthracite, (3) chất lượng nguồn than tương đương than cám 5a1 trong nước, hoạt động khảo sát và ký các biên bản ghi nhớ đã được PV Power thúc đẩy từ năm 2015 – 2016. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cơ sở hạ tầng cho việc nhập khẩu than hiện đang còn rất khó khăn, chưa có các cảng lớn tại khu vực

miền Trung để đón các tàu trọng tải lớn.

Chúng tôi ước tính sản lượng 2019 – 2020 sẽ ở mức ổn định và khó đột biến, cuối Q3.2019 PV Power cho biết Vinacomin đã cung ứng nguồn than ổn định trở lại. Như vậy, chúng tôi ước tính sản lượng 2019 và 2020 là 5 triệu kWh và 5,1 triệu kWh.

Tổng hợp dự phóng:

	2016	2017	2018	2019F	2020F
Sản lượng (triệu kWh)	21.131	20.581	21.007	21.731	21.995
Nhiệt điện khí Cà Mau 1&2	8.127	7.635	7.211	7.500	7.700
Nhiệt điện khí Nhơn Trạch 1	3.562	2.733	2.935	3.080	3.000
Nhiệt điện khí Nhơn Trạch 2	5.222	4.337	4.737	4.974	4.900
Thủy điện Nậm Cắt	14	16	18	0	0
Thủy điện Hủa Na	558	734	806	677	739
Thủy điện Đak Đrink	464	745	423	500	556
Nhiệt điện than Vũng Áng	3.184	4.381	4.877	5.000	5.100
Doanh thu (tỷ đồng)	27.209	28.861	31.823	32.369	39.511
Nhiệt điện khí Cà Mau 1&2	8.269	9.260	10.799	10.379	16.802
Nhiệt điện khí Nhơn Trạch 1	5.279	3.984	4.760	4.859	4.925
Nhiệt điện khí Nhơn Trạch 2	7.983	6.761	7.614	7.846	8.043
Thủy điện Nậm Cắt	17	18	19	0	0
Thủy điện Hủa Na	519	576	854	755	859
Thủy điện Đak Đrink	480	606	518	630	722
Nhiệt điện than Vũng Áng	4.662	7.656	7.259	7.900	8.160
Lợi nhuận gộp	3.783	4.923	4.477	4.880	5.754
LNST	1.517	2.602	2.287	2.538	2.992
EPS (đồng)				1.084	1.278

DAS Research dự phóng

Quan điểm và định giá:

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp P/E và P/B để tiến hành định giá cho cổ phiếu POW. Trong số các công ty phát điện niêm yết, PV Power là công ty có thanh khoản và mức vốn hóa cao nhất, do đó chúng tôi ưu tiên chọn các doanh nghiệp theo hai tiêu chí này, mặc dù mức chênh lệch giữa PV Power so với các doanh nghiệp còn lại là rất lớn. Qua đó, mức giá hợp lý của PV Power là 16500 đồng/cổ phiếu.

Mức P/E sau dự phóng là 15 lần, chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý đối với tiềm năng dài hạn của PV Power, công ty có khoảng 3.400 tỷ đồng tiền mặt, nợ vay giảm dần giúp gia tăng nguồn lực tài chính cho việc xây dựng các nhà máy mới, tiềm năng tăng trưởng từ nhà máy Nhơn Trạch 3&4 trong tương lai chưa được phản ánh vào giá một cách đầy đủ. Đơn cử, với VSH đang giao dịch với mức P/E 25 lần vào cuối năm 2019, khi doanh nghiệp này đã hoàn thành xong nhà máy Thượng Kon Tum và dự kiến vận hành năm 2020.

PV Power xuất thân là một doanh nghiệp điện lực dầu khí, được hỗ trợ từ công ty mẹ là Petrovietnam, công suất tập trung tại khu vực miền Nam nơi có nhu cầu điện cao nhất cả nước, tiềm năng tăng trưởng dài hạn theo chúng tôi là rất lớn, trong khi đó cơ cấu tài chính lành mạnh so với các Tổng công ty phát điện cùng ngành, chi phí lãi vay và khấu hao sẽ giảm dần cho đến năm 2022 - khi nhà máy Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động. Khuyến nghị **MUA** với mức giá mục tiêu **16.500 đồng**.

Tổng hợp định giá:

Công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E (25/10/2019)	P/B (25/10/2019)
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	8.063	7.7	1.3
CTCP Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2	6.664	8.3	1.6
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND	7.300	8.5	1.2
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	1.581	9.2	2.7
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	2.785	14.7	1.7
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	VSH	4.001	25.6	1.3
CTCP Thủy điện Cần Đơn	SJD	1.373	11.0	1.5
Trung bình			12.1	1.6
EPS dự phóng (đồng/cp)			1.084	
BVPS dự phóng (đồng/cp)				12.200
Tỷ trọng			50%	50%
Giá cổ phiếu (VNĐ/CP)			16.555	

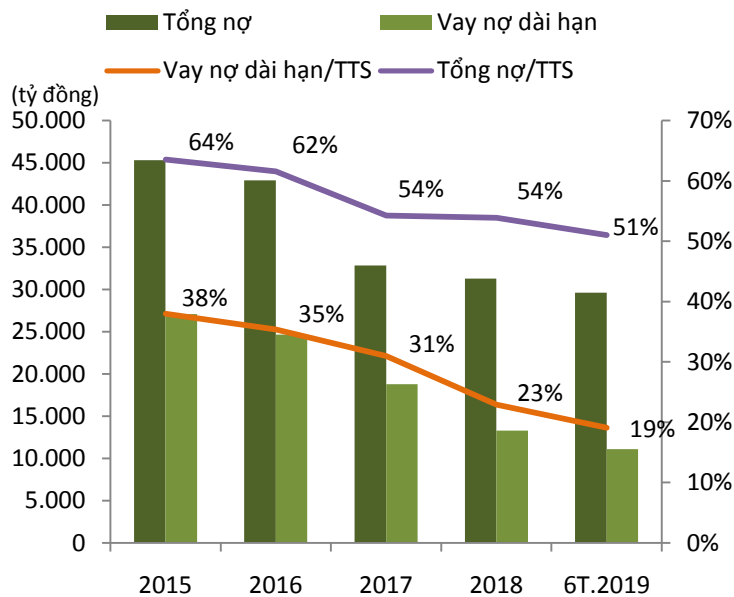
DAS Research

V. Tình hình tài chính:

Giai đoạn 2015 – 2019, cấu trúc vốn của PV Power chuyển biến theo hướng tích cực, khi các nhà máy dần đi vào hoạt động ổn định qua đó đem lại nguồn vốn để chi trả các khoản vay, tổng nợ đã về mức an toàn khi chiếm 51% tổng tài sản (6T.2019) so với con số 64% của năm 2015.

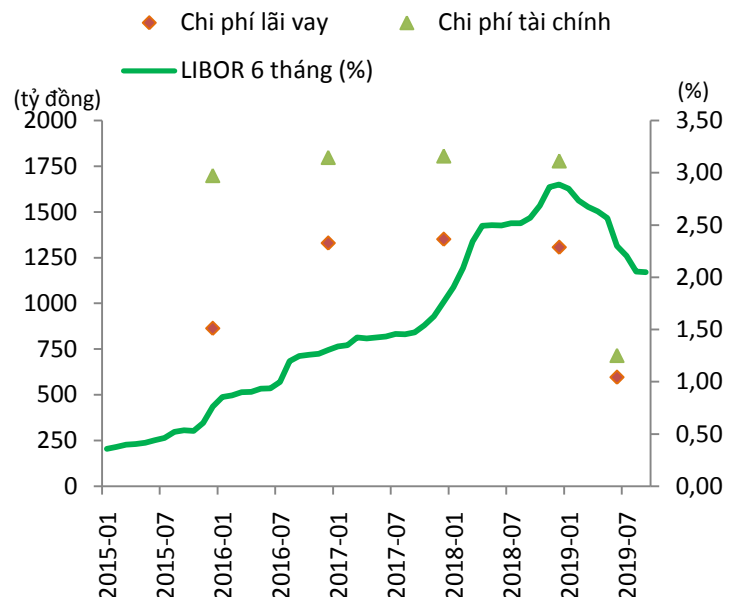
Phần lớn nợ vay là vay bằng đồng USD, khoảng 10.900 tỷ vay nợ bằng đồng USD (30/6/2019), giảm 2300 tỷ đồng so với đầu năm, các khoản vay này có lãi suất thả nổi theo Libor, 6 tháng đầu năm lãi suất Libor giảm về mức khoảng 2% trong khi đó tỷ giá USD/VND ổn định giúp PV Power giảm được chi phí lãi vay. Chúng tôi cho rằng, chi phí lãi vay sẽ tiếp tục giảm cho đến khi các nhà máy Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành, khi đó chi phí lãi vay không còn được vốn hóa vào dự án mà phản ánh trực tiếp đến kết quả kinh doanh.

Đòn bẩy tài chính



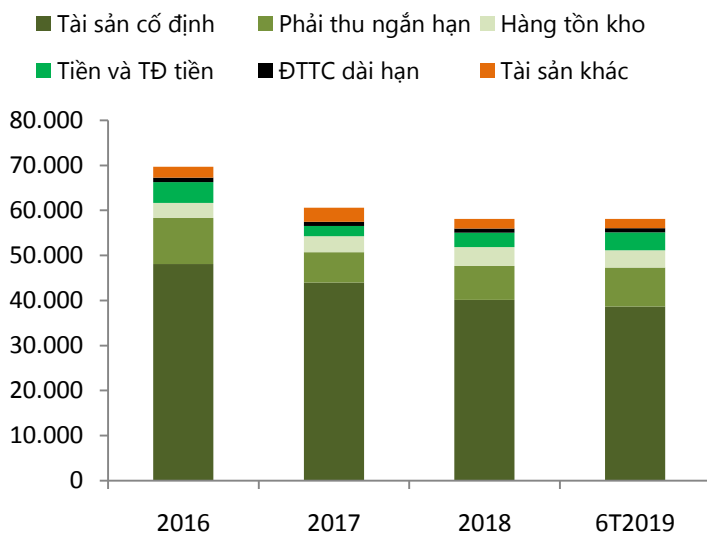
BCTC PV Power, DAS Research tổng hợp

Biến động lãi suất ảnh hưởng chi phí



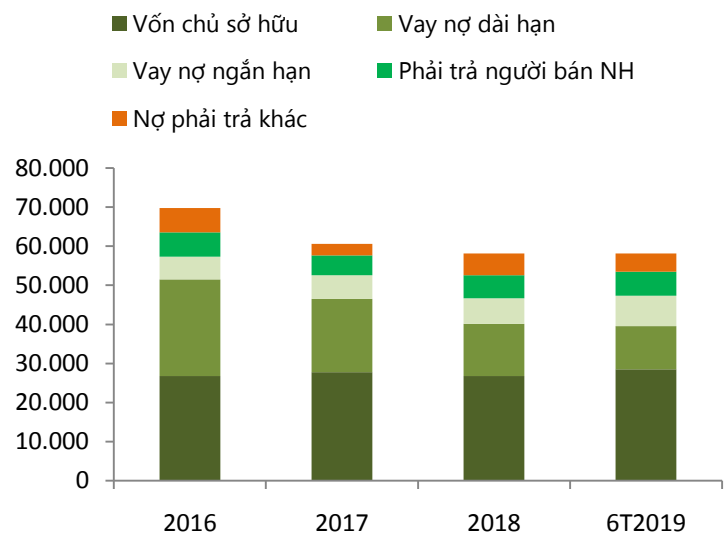
Lãi suất LIBOR kỳ hạn 6 tháng, DAS Research tổng hợp

Tài sản (tỷ đồng)



BCTC PV Power, DAS Research tổng hợp

Nguồn vốn (tỷ đồng)



BCTC PV Power, DAS Research tổng hợp

Phụ lục

	Một số doanh nghiệp ngành sản xuất điện 2018							
	POW	PGV	PPC	NT2	HND	DNH	VSH	CHP
Doanh thu thuần	32.662	39.338	7.117	7.670	9.527	2.399	564	470
Lợi nhuận gộp	4.477	4.933	1.147	1.015	1.592	1.609	349	205
LNST	2.287	-565	1.122	782	425	1.285	306	96
Tổng tài sản	58.111	77.446	6.975	8.852	13.769	9.061	7.960	2.849
Vốn chủ sở hữu	26.815	10.093	5.650	3.683	5.692	5.842	2.995	1.761
Tổng nợ	31.296	67.354	1.325	5.169	8.077	3.219	4.966	1.088
Nợ vay	19.858	61.145	530	2.949	7.252	2.273	4.654	979
Các chỉ số tài chính								
Thanh toán nhanh	0,61	1,01	1,89	0,72	0,99	1,02	1,12	1,52
Thanh toán hiện thời	0,87	1,63	2,96	0,8	1,12	1,86	1,86	1,6
V.quay CK phải thu	4,72	4,65	4,78	3,74	5,15	2,86	6,58	2,74
V.quay CK phải trả	5,15	6,88	10,81	5,34	19,69	3,22	0,97	7,57
Nợ vay/Tổng tài sản	0,34	0,79	0,08	0,33	0,53	0,25	0,58	0,34
Tổng nợ/Tổng tài sản	0,54	0,87	0,19	0,58	0,59	0,36	0,62	0,38
ROA	3,24%	-0,76%	15,46%	8,31%	2,94%	15,31%	4,16%	3,22%
ROE	7,05%	-6,09%	20,18%	18,05%	7,81%	22,42%	10,38%	5,27%
ROIC	7,89%	6,24%	17,12%	13,78%	10,99%	19,11%	4,23%	6,39%
EPS	820	-566	3272	2717	769	2993	1485	657
BVPS	10464	9118	17319	12795	11385	13711	14520	12705
P/E cơ bản	16,15	-18,41	8,16	9,15	19,6	9,36	12,97	31,49
P/B	1,27	1,14	1,54	1,94	1,32	2,04	1,33	1,63

DAS Research tổng hợp

TỔ CHỨC THỰC HIỆN BÁO CÁO

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (gọi tắt là DAS) là thành viên của Tập đoàn tài chính Ngân hàng Đông Á, hiện là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. DAS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam, và đang đi đầu trong một số dịch vụ tài chính có công nghệ cao. DAS hiện là cổ đông lớn của nhiều công ty, và là chủ sở hữu của Công ty quản lý Quỹ đầu tư Đông Á. Công ty hiện có đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: Môi giới, Tự doanh, Tư vấn tài chính và Tư vấn đầu tư, Lưu ký chứng khoán.

Hệ thống chi nhánh**❖ Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 2 & 3 Tòa nhà 468 Nguyễn Thị Minh Khai, P.2, Q.3, TP. HCM

Điện thoại: (84 28) 3833 6333

Fax: (84 28) 3833 3891

❖ Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: 60–70 Nguyễn Công Trứ, P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. HCM

Điện thoại: (84.8) 3821 8666

Fax: (84. 28) 3821.4891

❖ Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: 181 Nguyễn Lương Bằng, Q. Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (84 24) 3944 5175

Fax: (84 24) 3944 5178 - 3944 5176

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân và không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin của báo cáo này.

Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo là quan điểm cá nhân của cá nhân người viết mà không đại diện cho quan điểm của DAS và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được DAS thu thập từ nguồn đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, DAS không đảm bảo độ chính xác thông tin này.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi DAS. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của DAS. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.