

NGÀNH ĐIỆN

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc

(+84) 77 47 01272

Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn



Macro outlook



Stock market outlook



Key investment themes



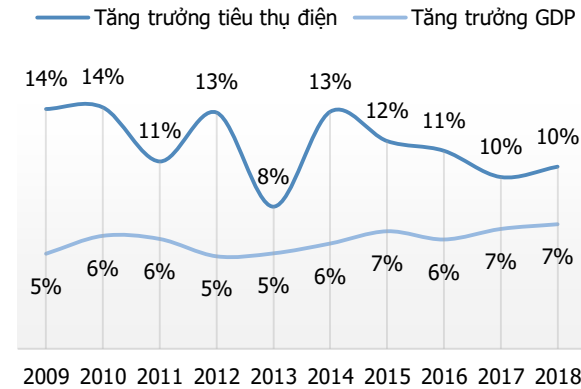
Stock picks

Ngành điện

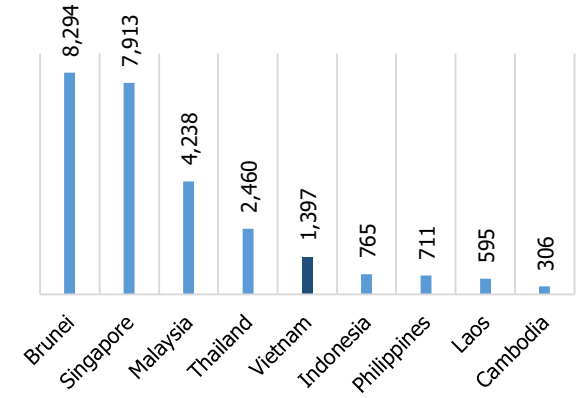
Nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến tiếp tục tăng trưởng 10%/năm

- Tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện Việt Nam đạt bình quân 12%/năm trong vòng 10 năm qua, song song với việc thúc đẩy tăng trưởng GDP bình quân 6%/năm trong cùng giai đoạn.
- Sản lượng điện tiêu thụ dự kiến tiếp tục tăng trưởng 10%/năm trong thời gian tới. Trong đó, nhóm công nghiệp xây dựng và nhóm dân cư (chiếm 90% tổng nhu cầu) sẽ thúc đẩy nhu cầu điện, đặc biệt tại các khu vực kinh tế trọng điểm. Tiêu thụ điện bình quân đầu người tại Việt Nam khoảng 1,400 kWh, thấp hơn so với mặt bằng chung khu vực Châu Á, như Thái Lan (2,500 kWh), Malaysia (4,200 kWh).
- Tính đến năm 2018, tổng công suất lắp đặt tại Việt Nam đạt 48,563 MW, chủ yếu tập trung vào thủy điện (35%), nhiệt điện than (38%) và nhiệt điện khí (19%). Hiện tại, một phần sản lượng điện sản xuất tại miền Bắc và miền Trung đang được truyền tải vào miền Nam để đáp ứng nhu cầu cao tại khu vực này. Theo Quy hoạch Điện VII Điều chỉnh, tổng công suất lắp đặt đến năm 2030 sẽ gia tăng gấp 3 lần đạt 129,500 MW. Trong đó, tỷ trọng thủy điện giảm còn 17%, nhóm nhiệt điện duy trì đóng góp 57% và mảng hoạt động mới là năng lượng tái tạo sẽ được đẩy mạnh lên 21%.
- Tuy nhiên, theo báo cáo cập nhật của Bộ Công Thương (BCT) vào tháng 6/2019, tổng công suất phát triển thêm trong giai đoạn 2016 – 2030 ước giảm 16% (~ 15,200 MW) so với dự kiến ban đầu trong Quy hoạch Điện VII Điều chỉnh. Việc trễ tiến độ các dự án khí Lô B Ô Môn và Cá Voi Xanh có khả năng gia tăng tình trạng thiếu hụt điện tại khu vực miền Nam, đặc biệt từ 2022. Một số giải pháp đề xuất của BCT tập trung vào (i) việc cân nhắc cơ chế phù hợp để phát triển dự án khí Lô B Ô Môn và các dự án khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) để thay thế một số dự án điện than; (ii) gia tăng nhập khẩu điện từ Lào và Trung Quốc. Cụ thể, cho phép Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) đàm phán với Công ty Lưới điện Phong Nam của Trung Quốc (CSG) tăng nhập khẩu điện qua các đường dây 220 KV từ năm 2022 và qua cấp điện áp 500 KV từ năm 2025. Với các đề xuất trên, nhóm nhiệt điện khí nhiều khả năng sẽ được ưu tiên phát triển trong thời gian tới.

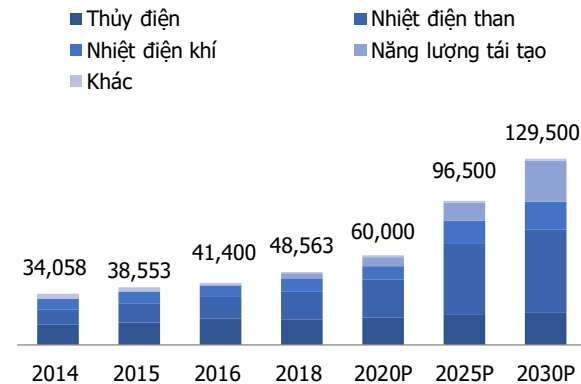
Tăng trưởng tiêu thụ điện & GDP Việt Nam



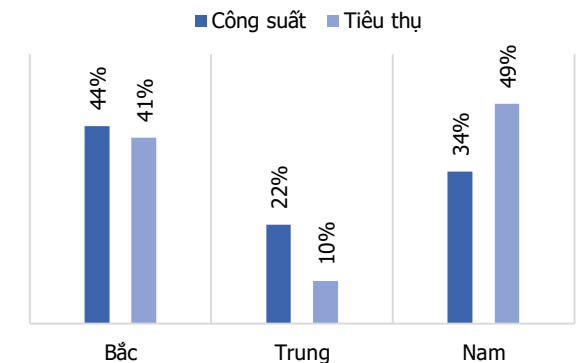
Tiêu thụ điện bình quân đầu người (kWh)



Công suất điện lắp đặt (MW)



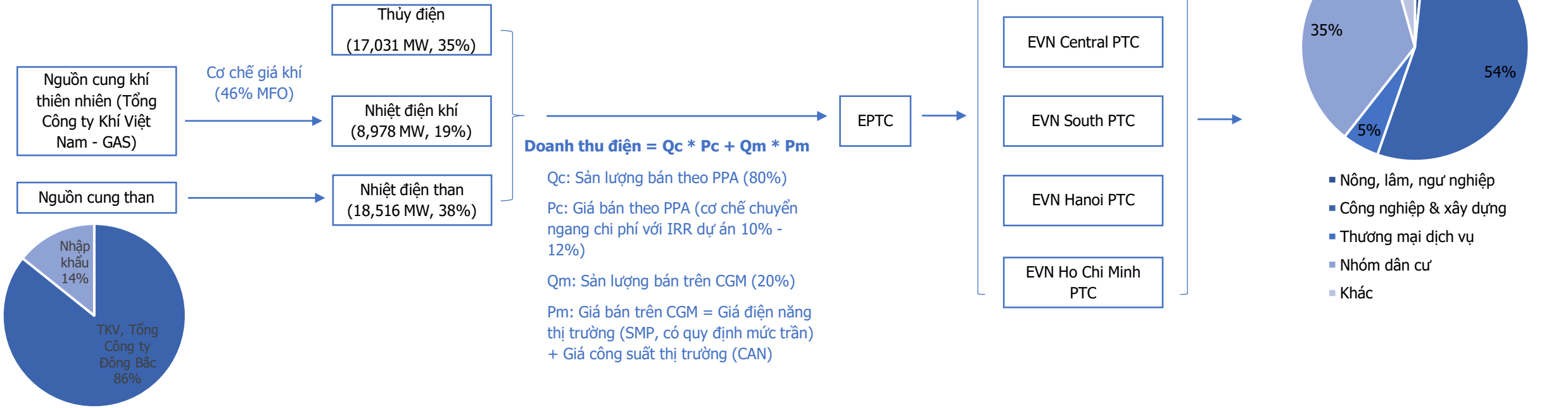
Tỷ trọng công suất lắp đặt & tiêu thụ điện theo miền



Nguồn: GSO, MBS Research

Ngành điện

Chuỗi giá trị



Việt Nam đang trong giai đoạn vận hành thử nghiệm Thị trường bán buôn điện cạnh tranh (WCM). Chúng tôi cho rằng điều này chưa tạo nên sự thay đổi về mặt bản chất cho ngành. Về hình thức hoạt động, các nhà máy điện có thể bán điện trực tiếp cho 5 Tổng công ty điện lực so với trước đây EVN là người mua duy nhất. Tuy nhiên, các Tổng công ty hiện nay đều là công ty con của EVN. Vì vậy, toàn bộ quyền điều hành vẫn thuộc EVN và sự cạnh tranh mua điện giữa các Tổng công ty ở mức thấp.

Chúng tôi cho rằng chỉ khi EVN tiến hành cổ phần hóa các Tổng công ty con, sự cạnh tranh trên WCM mới bắt đầu gia tăng. Hiện tại, các nhà máy điện vẫn tiếp tục bán điện theo Hợp đồng mua bán điện (PPA) và bán điện trên Thị trường phát điện cạnh tranh (CGM).

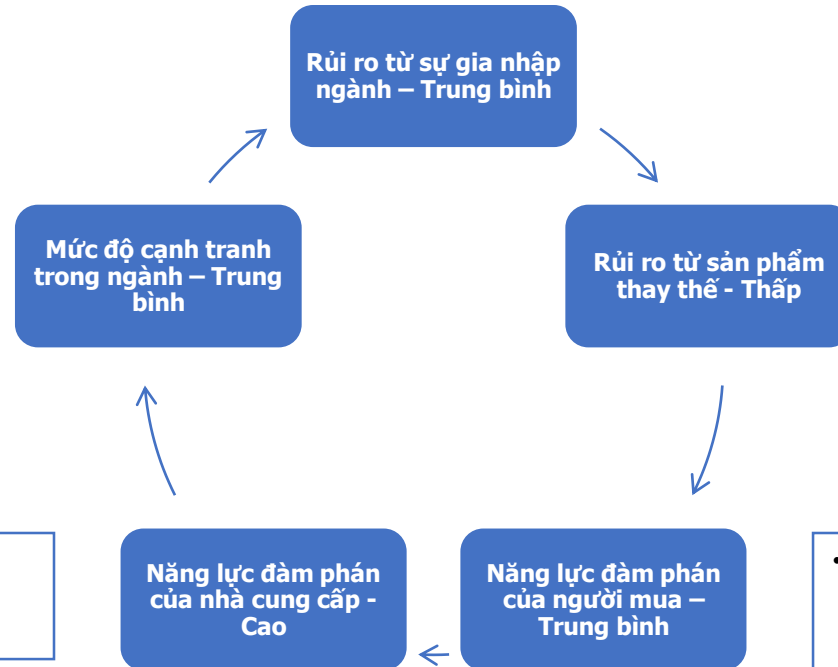


Ngành điện

Mô hình Porter's Five Forces

- Mức độ cạnh tranh giữa các nhà máy điện tương đối thấp khi tỷ trọng điện bán trên CGM chỉ chiếm 20% tổng sản lượng.
- Quy mô 1 nhà máy tương đối nhỏ. Hiện tại Việt Nam có hơn 160 nhà máy điện với công suất bình quân 300 MW/nhà máy. Trong đó, có 36 nhà máy có công suất lớn hơn 300 MW, chiếm 54% tổng công suất thị trường.
- Khó khăn trong việc mở rộng nhà máy
- Chi phí rời ngành cao.

- Ngành thâm dụng vốn
- Cần sự chấp thuận từ các cấp chính quyền
- Quỹ đất đầu tư lớn
- Khả năng phân phối điện bị giới hạn bởi hệ thống truyền tải
- Nhu cầu thị trường cao
- Rào cản về mặt kỹ thuật công nghệ thấp



- Điện năng không có sản phẩm thay thế.
- Chi phí chuyển đổi về mặt sản xuất giữa các nguồn điện (than, khí, thủy điện...) cao.

Cơ hội đầu tư

- Nhóm thủy điện có ưu thế về mặt chi phí sản xuất cạnh tranh.
- Về mặt ưu tiên phát triển của Chính Phủ, nhóm nhiệt điện khí, đặc biệt là các dự án LNG mới sẽ có ưu thế.
- Đối với nhóm ổn định, khả năng & chính sách chia cổ tức là yếu tố cần quan tâm. Khi một doanh nghiệp/nhà máy bị giới hạn ở một quy mô sản xuất nhất định thì tăng trưởng lợi nhuận chỉ đến từ các yếu tố nội tại như tối ưu hóa hiệu suất hoạt động hiện hữu, hoặc giảm dần dư nợ vay nhằm hạn chế tác động từ chi phí lãi vay hoặc ảnh hưởng tỷ giá. Đối với nhóm này, NT2 là cổ phiếu có thể cân nhắc với lợi suất cổ tức 9% - 11%/năm.
- Đối với nhóm tăng trưởng, việc tăng trưởng trong ngành điện sẽ tập trung vào các công ty có đầu tư dự án mới hoặc có khả năng M&A các doanh nghiệp/dự án khác. Theo tiêu chí đó, 2 cổ phiếu được xem xét là POW & REE.

EVN gia tăng kiểm soát giá mua điện 2019

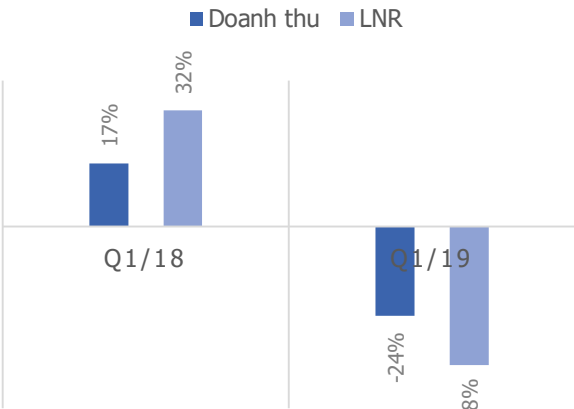
- Q1/2019, nhóm thủy điện ghi nhận kết quả kinh doanh sụt giảm so với cùng kỳ do tình hình thủy văn không thuận lợi. Tăng trưởng lợi nhuận tập trung chủ yếu ở nhóm nhiệt điện, tuy nhiên lợi nhuận này đến từ các khoản bất thường. Loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường, lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính nhóm nhiệt điện tương đương cùng kỳ. Giá bán điện các công ty niêm yết tăng bình quân 5% so với cùng kỳ trong Q1/2019. Mức tăng này góp phần duy trì lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính của nhóm nhiệt điện nhưng không đủ bù đắp sự sụt giảm sản lượng của nhóm nhiệt điện.
- 9 tháng cuối 2019, dự kiến tình hình thủy văn không khả quan sẽ tiếp tục tác động đến kết quả kinh doanh nhóm thủy điện. Nhóm nhiệt điện kỳ vọng kết quả kinh doanh khả quan hơn dựa trên tỷ trọng huy động cao hơn từ EVN nhằm bù đắp sự sụt giảm của thủy điện.
- Chúng tôi lưu ý việc tăng giá điện bán lẻ từ 20/3/2019 tập trung cải thiện tài chính về EVN. Đây là thời điểm BCT bỏ cơ chế bao tiêu khí và điều chỉnh tăng giá than. Khả năng tăng giá mua điện từ các nhà máy sẽ được kiểm soát chặt chẽ hơn khi (i) tỷ lệ sản lượng bán điện theo hợp đồng giảm từ 85% còn 80% đối với nhóm nhiệt điện và (ii) EVN đề xuất đàm phán lại giá điện hợp đồng đối với một số nhà máy.
- Chúng tôi tập trung vào nhóm nhiệt điện POW, NT2 và REE. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu POW và NT2 đã phản ánh tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong 2019. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với CP POW và NT2. Đối với REE, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 38,200 đồng/CP (upside 19%). REE hiện đang giao dịch tại mức P/E forward 2019 6x, thấp hơn so với mức bình quân 5 năm của CP này (7x).

Cơ hội đầu tư

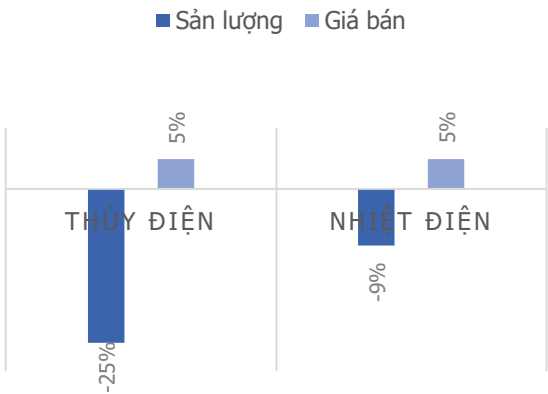
CP	Khuyến nghị	Thị giá (VND)	2018		2019F		Giá mục tiêu (VND)	Upside
			P/E	P/B	P/E	P/B		
REE	MUA	32,000	6	1.0	6	0.9	38,200	19%
POW	NẮM GIỮ	14,800	19	1.4	14	1.3	15,900	7%
NT2	NẮM GIỮ	26,900	10	2.1	11	2.1	30,400	13%

Nguồn: BC các công ty niêm yết, MBS Research

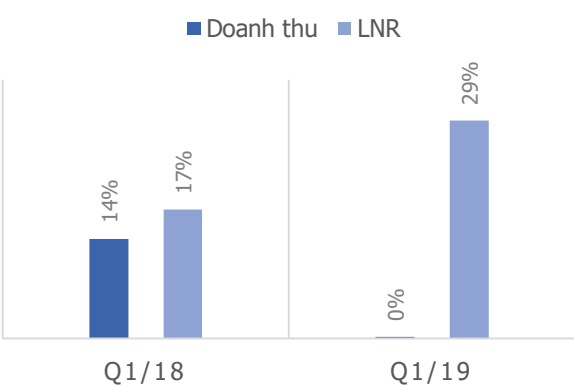
NHÓM THỦY ĐIỆN



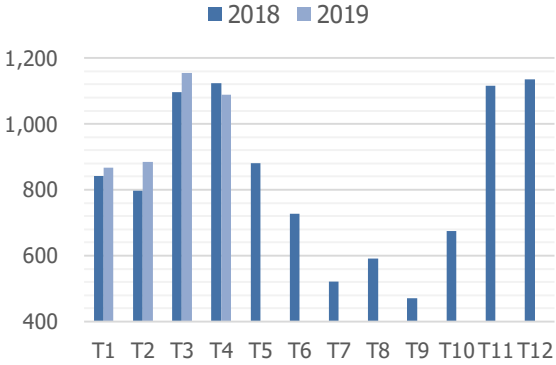
SẢN LƯỢNG & GIÁ BÁN Q1/19



NHÓM NHIỆT ĐIỆN



Giá điện năng thị trường trên CGM (VND/kWh)



CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX - REE)

MUA; Giá mục tiêu: VND 38,200

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với REE, giá mục tiêu 38,200 đồng/CP (upside 19%).

- REE dự định M&A một nhà máy thủy điện nhỏ 35MW (lợi nhuận hàng năm theo kế hoạch 40 tỷ đồng từ 2020) và đầu tư vào một dự án (DA) điện gió tại tỉnh Trà Vinh với công suất giai đoạn 1 đạt 48MW (khởi công T10/2019), sau giai đoạn 2 đạt 100MW. Tuy nhiên, các thông tin chi tiết về vốn đầu tư, giá trị và thời điểm giải ngân, tỷ lệ sở hữu chưa được công bố. Chúng tôi ước tính DA điện gió với quy mô 48MW sẽ vận hành trước thời điểm T11/2021 nhằm hưởng mức giá 9.8 cents/kWh và tạo ra lợi nhuận ròng khoảng 38 tỷ đồng/năm từ 2022 (tương đương 2% LNR REE). IRR dự kiến đạt 11%.
- DA Etown 6 (70,000 m2 sàn cho thuê văn phòng) dự kiến đem lại 380 tỷ đồng LNR hàng năm từ 2024 (tỷ lệ lấp đầy giả định 98%). DA được đầu tư tập trung trong giai đoạn 2021 – 2022, từ nguồn vốn phát hành trái phiếu 2,318 tỷ đồng vào T1/19 (đáo hạn vào năm 2029).
- Dựa trên đóng góp khiêm tốn của mảng điện trong năm nay, chúng tôi dự phóng LNR 2019 đạt 1,762 tỷ đồng (-1% cùng kỳ, vượt 20% KH). 2020 và 2021, LNR ước tăng trưởng lần lượt 7% và 13% với động lực chính đến từ các DA mới, bao gồm Etown 5 (17,000 m2 sàn văn phòng cho thuê, LNR dự kiến 62 tỷ/năm ~ 3% LNR REE), DA điện mặt trời Cư Jut của CHP (50 MWac, 70 tỷ LNR/năm) từ Q3/2019 và DA thủy điện Thượng Kon Tum của VSH (220 MW, lỗ 85 tỷ năm đầu vận hành và lãi 350 tỷ/năm từ năm thứ 2) từ 2020.

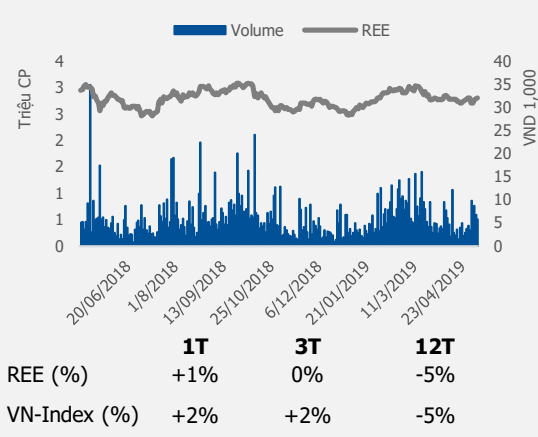
Định giá

Giá trị hợp lý của CP REE được xác định dựa trên phương pháp FCFE. REE hiện đang giao dịch tại mức P/E forward 2019 6x, thấp hơn so với mức bình quân 5 năm của CP này (7x). Chúng tôi lưu ý những thông tin tích cực về các cơ hội M&A và đầu tư trong thời gian tới có thể tạo rủi ro tăng trưởng thị giá so với giá mục tiêu của chúng tôi. Ngược lại, kết quả lợi nhuận ổn định trong 2019 và 2020, đồng thời những thông tin tiêu cực về DA Thượng Kon Tum có khả năng giảm độ hấp dẫn của CP này.

Rủi ro chính

Rủi ro đàm phán lại Pc theo đề xuất của EVN đối với SBH, CHP, PPC (nhà máy Phả Lại 1), QTP.

Diễn biến giá



Ngày cập nhật	27/06/2019
Thị giá	VND 32,000
Giá mục tiêu	VND 38,200
Upside	19%
Bloomberg	REE VN
Vốn hóa	VND 9,953 tỷ
	USD 424 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 28,100
	VND 35,300
Giá trị giao dịch/ngày	VND 16 tỷ
	USD 0.7 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	49%

ĐVT: Tỷ đồng	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu (tỷ VND)	5,101	5,699	5,921	5,716
EBIT (tỷ VND)	2,345	2,425	2,531	2,775
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,784	1,762	1,889	2,136
Lợi nhuận (cơ bản)	1,686	1,811	1,889	2,136
EPS (VND)	5,754	5,675	6,049	6,847
Tăng trưởng EPS (%)	30%	-1%	7%	13%
P/E (x)	6	6	5	5
EV/EBITDA (x)	6	6	5	5
Cổ tức (VND)	1,800	1,600	1,600	1,600
Tỷ suất cổ tức (%)	5%	5%	5%	5%
P/B (x)	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE (%)	19%	17%	16%	16%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	37%	44%	31%	24%

Nguồn: MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

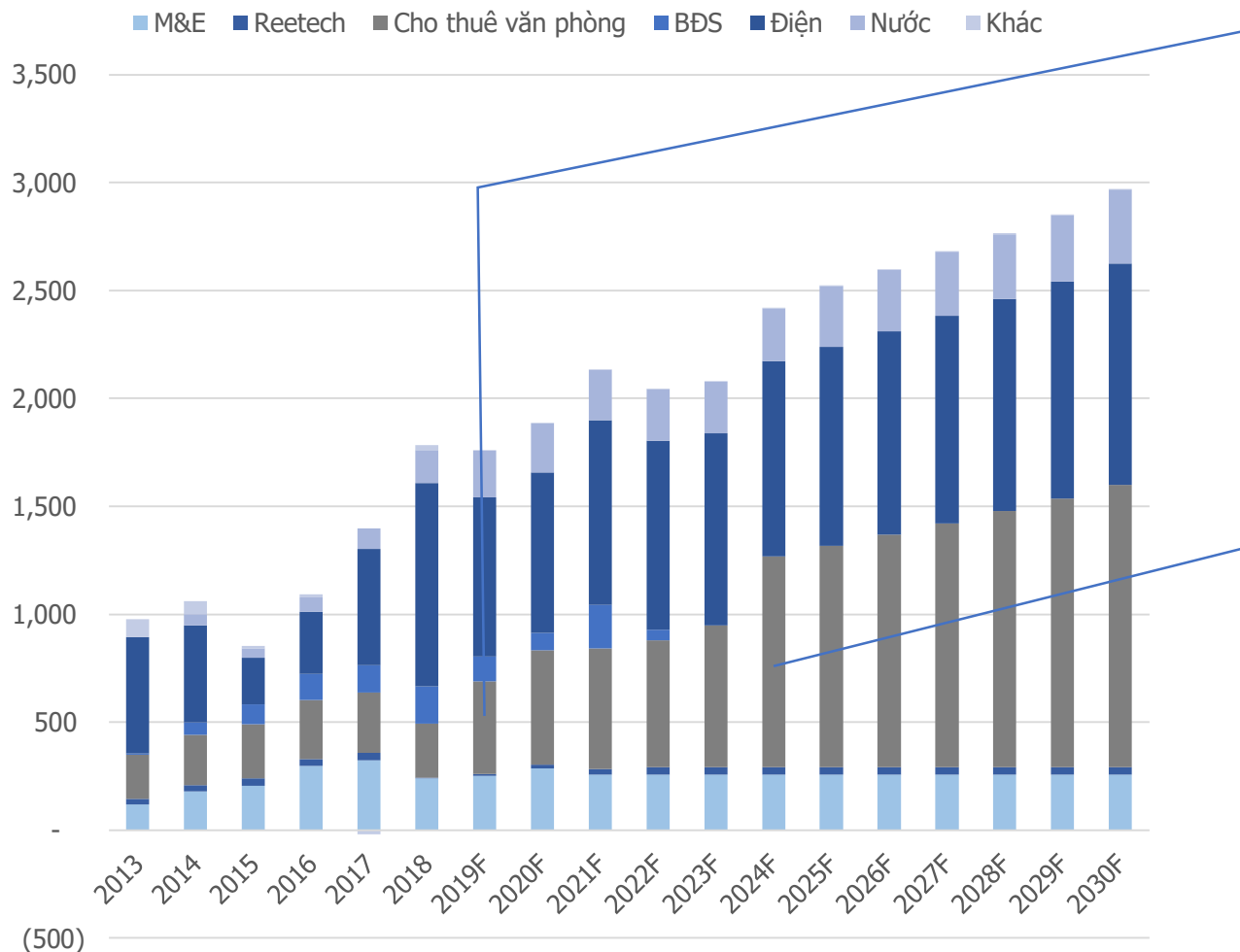
Key investment themes

Sector Outlook

CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX - REE)

MUA; Giá mục tiêu: VND 38,200

Lợi nhuận ròng REE 2013 - 2030F



Etown Central

- Diện tích sàn cho thuê: 34,000 m2 (+34%)
- Tỷ lệ lấp đầy: 97% cho cả năm 2019
- LNR: 190 tỷ đồng/năm (8% tổng LNR REE)

Etown 5

- Diện tích sàn cho thuê: 17,000 m2 (+13%)
- Hoạt động từ Q3/2019
- LNR: 62 tỷ đồng/năm (3% tổng LNR REE)

Tỷ trọng đóng góp mảng cho thuê văn phòng từ 14% lên 24%

Etown 6

- Diện tích sàn cho thuê: 70,000 m2 (+52%)
- Vốn đầu tư: 2,000 tỷ đồng
- (trái phiếu phát hành 2,318 tỷ đồng T1/2019)
- Năm đầu tư: 2021 – 2022
- Năm hoạt động: 2023
- LNR: 380 tỷ đồng/năm (14% tổng LNR REE)

Tỷ trọng đóng góp mảng cho thuê văn phòng 40%

CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX - REE)

MUA; Giá mục tiêu: VND 38,200

Các công ty con & công ty liên kết trong nhóm điện của REE														
Công ty	Niêm yết	Công suất (MW)	Lợi nhuận ròng các công ty (tỷ đồng)					Tỷ lệ sở hữu của REE	Lợi nhuận ròng mảng điện cho REE					Cổ tức được chia
			FY17	FY18	FY19F	FY20F	BQ FY21F - FY30F		FY17	FY18	FY19F	FY20F	BQ FY21F - FY30F	BQ FY19F - FY30F
PPC	HOSE	1,040	836	1,122	946	965	1,078	24%	202	271	228	233	260	191
TBC	HOSE	120	166	206	168	172	192	60%	101	124	102	104	116	
TMP	HOSE	150	311	491	232	237	264	43%	133	209	99	101	113	108
SBH	UPCOM	220	665	491	339	442	494	26%	171	126	87	114	127	71
VSH	HOSE							21%	-	-	-	-	-	43
NM Vĩnh Sơn - Sông Hinh		136	286	310	297	303	338	0	60	65	62	64	71	
DA Thượng Kon Tum		220	-	-	-	(85)	347	0	-	-	-	(18)	73	
CHP	HOSE							23%	-	-	-	-	-	64
NM A Lưới		170	410	96	278	283	316	0	93	22	63	64	72	
DA điện mặt trời Cư Jut		50	-	-	24	53	72	0	-	-	6	12	16	
Tổng		2,325							886	717	746	937	511	

Nguồn: Các công ty trong danh mục, MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Sector Outlook

CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX - REE)

MUA; Giá mục tiêu: VND 38,200

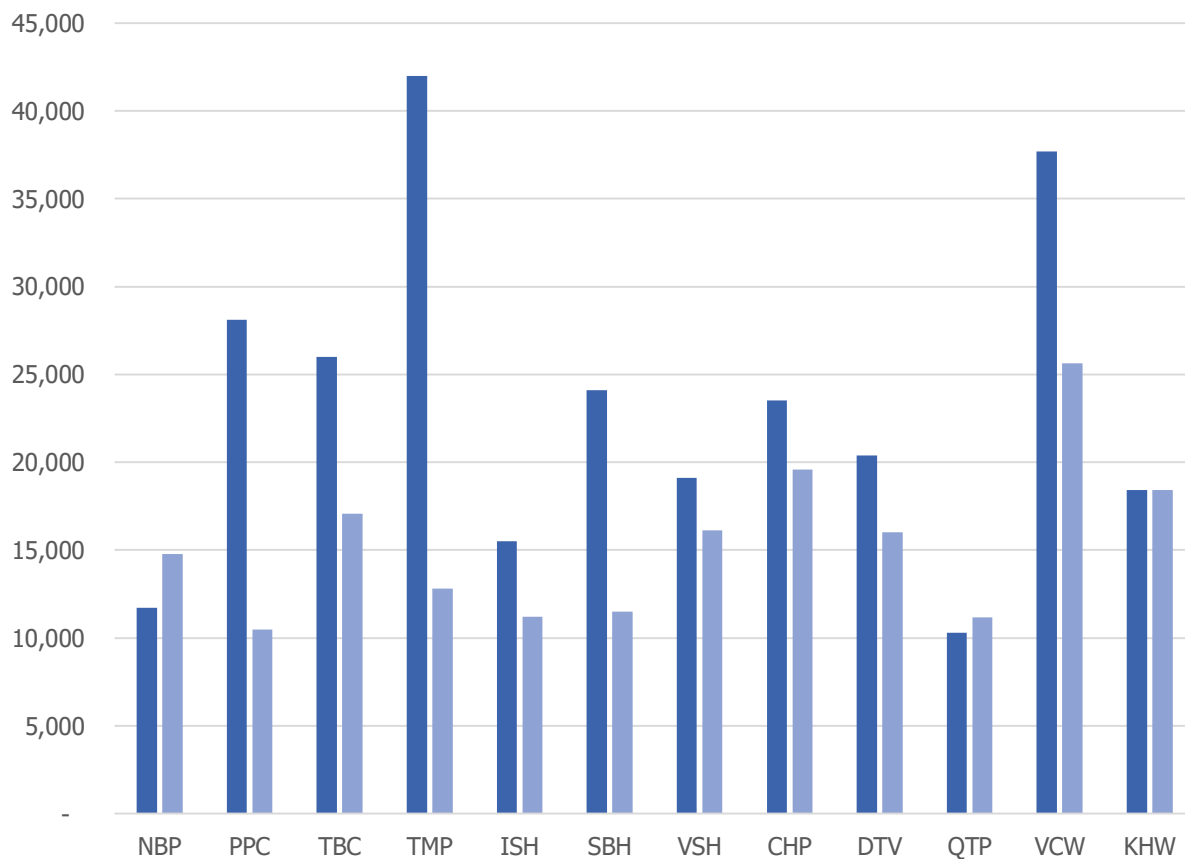
Các công ty liên kết trong mạng nước của REE														
Nhà máy	Công suất thiết kế (m3/ngày)	Công suất thực tế 2018 (m3/ngày)	Lợi nhuận ròng các công ty (tỷ đồng)					Tỷ lệ sở hữu của REE	Lợi nhuận ròng mạng nước cho REE					Cổ tức được chia
			FY17	FY18	FY19F	FY20F	Ave FY21F - FY30F		FY17	FY18	FY19F	FY20F	Ave FY21F - FY30F	Ave FY19F - FY30F
B.O.O Thủ Đức	300,000	300,000	104	105	109	109	133	42%	44	44	46	46	56	50
Thủ Đức III	300,000	254,234	110	155	164	172	217	40%	44	62	66	69	87	20
Tân Hiệp II	300,000	185,000	9	32	35	37	55	32%	3	10	11	12	18	-
VCW	300,000	249,421	168	219	198	216	241	36%		79	71	78	87	30
Tổng	1,315,000	1,103,655									215	227	278	122

CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX - REE)

MUA; Giá mục tiêu: VND 38,200

Danh mục điện nước của REE

■ Thị giá ■ Giá vốn



Lợi nhuận chênh lệch giá ước tính:

- BCTC riêng: 3,600 tỷ đồng (~ 2 năm LNR của REE)
- BCTC HN: 2,100 tỷ đồng (~ 1.2 năm LNR của REE)

MUA; Giá mục tiêu: VND 38,200

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ VND)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu	5,101	5,699	5,921	5,716
Giá vốn hàng bán	3,873	4,031	4,138	3,903
Lợi nhuận gộp	1,228	1,668	1,783	1,813
Doanh thu hoạt động tài chính	304	289	201	201
Chi phí tài chính	111	350	331	295
Lãi lỗ từ công ty liên doanh liên kết	999	886	931	1,167
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	314	351	378	400
Lợi nhuận trước thuế	2,118	2,147	2,208	2,489
Lợi nhuận sau thuế	1,884	1,910	1,965	2,215
Lợi nhuận sau thuế (công ty mẹ)	1,784	1,762	1,889	2,136
Lợi nhuận sau thuế (cổ đông không kiểm soát)	100	149	77	79

Bảng cân đối kế toán (tỷ VND)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,357	9,027	9,883	9,563
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	1,865	3,325	4,030	3,914
II. Các khoản đầu tư ngắn hạn	1,139	1,139	1,139	1,139
III. Phải thu ngắn hạn	2,335	2,591	2,691	2,598
IV. Hàng tồn kho	969	1,920	1,971	1,859
V. Tài sản ngắn hạn khác	49	53	53	53
TÀI SẢN DÀI HẠN	9,772	10,303	10,485	11,878
I. Phải thu dài hạn	34	34	34	34
II. Tài sản dài hạn	445	397	347	296
1. Tài sản cố định hữu hình	415	368	320	271
2. Tài sản cố định vô hình	30	29	27	25
III. Bất động sản đầu tư	1,602	1,997	1,860	1,724
IV. Tài sản dở dang dài hạn	153	0	0	1,000
V. Đầu tư dài hạn	6,992	7,330	7,698	8,278
VI. Tài sản dài hạn khác	546	546	546	546
Tổng tài sản	16,129	19,330	20,368	21,441
NỢ PHẢI TRẢ	5,571	8,201	7,862	7,310
I. Nợ ngắn hạn	3,056	3,870	4,028	3,884
1. Phải trả ngắn hạn	1,945	2,914	3,063	3,024
2. Vay ngắn hạn	1,111	956	965	860
II. Nợ dài hạn	2,515	4,331	3,834	3,426
1. Phải trả dài hạn	445	445	445	445
2. Vay dài hạn	2,070	3,886	3,389	2,981
NGUỒN VỐN	10,558	11,129	12,506	14,131
1. Vốn chủ sở hữu	3,101	3,101	3,101	3,101
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
3. Các khoản lợi nhuận giữ lại	5,797	6,368	7,745	9,370
4. Lợi ích cổ đông thiểu số	610	610	610	610
Tổng nợ phải trả và nguồn vốn	16,129	19,330	20,368	21,441

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Định giá				
EPS (VND)	5,754	5,675	6,049	6,847
BVPS (VND)	32,018	35,887	40,330	45,570
P/E	6	6	5	5
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	24%	29%	30%	32%
Biên EBITDA	49%	46%	46%	52%
Biên lợi nhuận ròng	35%	31%	32%	37%
ROE	19%	17%	16%	16%
ROA	12.0%	10.1%	9.5%	10.2%
Tăng trưởng				
Doanh thu	2%	12%	4%	-3%
Lợi nhuận trước thuế	23%	1%	3%	13%
Lợi nhuận sau thuế	30%	-1%	7%	13%
EPS	30%	-1%	7%	13%
Tổng tài sản	8%	25%	5%	5%
Nguồn vốn	14%	12%	12%	13%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	2.08	2.33	2.45	2.46
Thanh toán nhanh	1.76	1.84	1.96	1.98
Ng/Tài sản	36%	42%	39%	34%
Ng/Vốn chủ sở hữu	0.56	0.74	0.63	0.52
Khả năng thanh toán lãi vay	10.58	8.70	7.85	9.69
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	3	2	2	2
Số ngày thu tiền bán hàng	124	166	166	166
Vòng quay hàng tồn kho	3	2	2	2
Số ngày lưu thông hàng tồn kho	119	174	174	174
Vòng quay các khoản phải trả	2	2	2	2
Số ngày phải trả	198	203	203	203

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ VND)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	91	83	952	1,133
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(219)	273	737	(239)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(403)	1,103	(984)	(1,010)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(531)	1,460	705	(115)

TCT Điện lực đầu khí Việt Nam (HSX - POW)

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 15,900

Luận điểm đầu tư

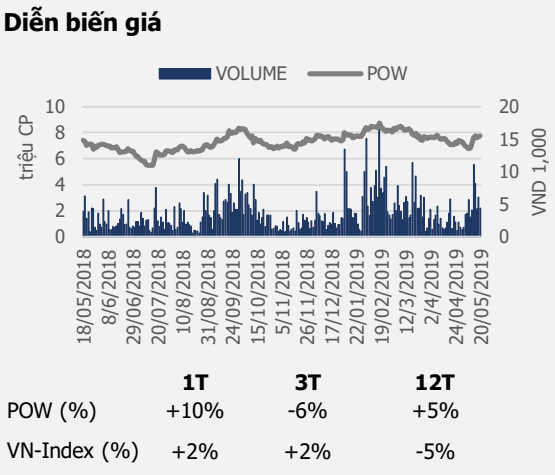
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ đối với POW, giá mục tiêu 15,900 đồng/CP (upside 7%).
- POW công bố KQKD Q1/19 đạt 879 tỷ đồng lợi nhuận ròng (LNR), +30% cùng kỳ, chủ yếu nhờ không phát sinh lỗ tỷ giá chưa thực hiện (Q1/18 ~ 124 tỷ đồng).
 - 2019, dự phóng doanh thu đạt 34,128 tỷ đồng (+4% cùng kỳ) và LNR đạt 2,670 tỷ đồng (+39% cùng kỳ). 9T cuối 2019, dự phóng LNR đạt 1,791 tỷ đồng (+44% cùng kỳ) dựa trên (i) sản lượng điện ước tăng 5% cùng kỳ trong đó sản lượng huy động từ nhóm nhiệt điện tăng bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng của nhóm thủy điện; (ii) nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1&2 hết khấu hao; (iii) CP lãi vay giảm 30% theo dự nợ giảm dần.
 - 2020, dự phóng doanh thu đạt 35,496 tỷ đồng (+4% cùng kỳ) và LNR đạt 2,548 tỷ đồng (-5% cùng kỳ). Yếu tố tích cực từ việc nhà máy NT1 hết khấu hao từ giữa 2020 (ước giảm chi phí 584 tỷ đồng/năm) và CP lãi vay giảm 34% cùng kỳ góp phần giảm nhẹ tác động tiêu cực từ Cà Mau 1&2. Từ cuối 2019, ước 40% sản lượng khí cho cụm Cà Mau sẽ được cung cấp từ Petronas theo Thỏa thuận khung mua bán khí bổ sung cho tổ hợp Khí – Điện – Đạm Cà Mau với cơ chế giá 90% MFO (so với hiện tại 46% MFO) , đồng thời nhiều khả năng nhà máy Cà Mau sẽ tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Giả định tỷ lệ Qc/Qm ~ 80%/20% tương tự các nhà máy nhiệt điện hiện nay, lợi nhuận của Cà Mau 1&2 dự kiến giảm gần 520 tỷ đồng.

Định giá

Giá trị hợp lý của CP POW được xác định dựa trên phương pháp FCFE. POW hiện đang giao dịch tại mức P/E forward 2019 14x.

Rủi ro chính

- Rủi ro đàm phán lại giá điện hợp đồng theo đề xuất của EVN đối với NM NT2, Hòa Na, Đakdrinh.
- Rủi ro tái ký hợp đồng PPA khi NT1 hết hạn hợp đồng PPA lần 1 từ 2020.
- Rủi ro thanh khoản ngắn hạn.



Ngày cập nhật	27/06/2019
Thị giá	VND 14,800
Giá mục tiêu	VND 15,900
Upside	7%
Bloomberg	POW VN
Vốn hóa	VND 36,065 tỷ
	USD 1,552 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 11,000
	VND 17,500
Giá trị giao dịch/ngày	VND 30 tỷ
	USD 1,3 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	14.67%

ĐVT: Tỷ đồng	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu (tỷ VND)	32,662	34,128	35,496	37,491
EBIT (tỷ VND)	3,799	4,297	3,981	4,349
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,921	2,670	2,548	3,083
Lợi nhuận (cơ bản)	1,921	2,670	2,548	3,083
EPS (VND)	814	1,104	1,053	1,275
Tăng trưởng EPS (%)	-14%	36%	-5%	21%
P/E (x)	19	14	15	12
EV/EBITDA (x)	8.6	8.8	9.6	9.5
Cổ tức (VND)	-	600	500	500
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	4%	3%	3%
P/B (x)	1.4	1.3	1.2	1.2
ROE (%)	7%	10%	9%	10%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	105%	85%	93%	99%

Nguồn: MBS Research

TCT Điện lực dầu khí Việt Nam (HSX - POW)



NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 15,900

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ VND)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu	32,662	34,128	35,496	37,491
Giá vốn hàng bán	28,186	29,159	30,706	32,325
Lợi nhuận gộp	4,476	4,969	4,790	5,166
Doanh thu hoạt động tài chính	515	312	312	312
Chi phí tài chính	1,779	1,187	904	600
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	793	829	870	914
Lợi nhuận trước thuế	2,492	3,304	3,328	3,965
Lợi nhuận sau thuế	2,287	3,010	2,918	3,478
Lợi nhuận sau thuế (công ty mẹ)	1,921	2,670	2,548	3,083
Lợi nhuận sau thuế (cổ đông không kiểm soát)	366	340	370	395

Bảng cân đối kế toán (tỷ VND)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	15,251	15,295	13,785	14,383
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	3,185	3,325	1,171	995
II. Các khoản đầu tư ngắn hạn	176	176	176	176
III. Phải thu ngắn hạn	7,531	7,524	7,979	8,594
IV. Hàng tồn kho	4,187	4,050	4,265	4,490
V. Tài sản ngắn hạn khác	172	220	195	128
TÀI SẢN DÀI HẠN	42,860	39,720	43,889	48,383
I. Phải thu dài hạn	41	39	39	39
II. Tài sản dài hạn	40,177	37,176	34,292	31,700
1. Tài sản cố định hữu hình	40,113	37,118	34,240	31,654
2. Tài sản cố định vô hình	64	58	52	46
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	378	467	7,708	14,949
V. Đầu tư dài hạn	937	936	936	936
VI. Tài sản dài hạn khác	1,327	1,101	914	759
Tổng tài sản	58,111	55,015	57,675	62,765
NỢ PHẢI TRẢ	31,296	27,019	28,383	31,659
I. Nợ ngắn hạn	17,571	18,814	18,642	18,530
1. Phải trả ngắn hạn	11,017	13,023	14,671	16,389
2. Vay ngắn hạn	6,554	5,791	3,972	2,141
II. Nợ dài hạn	13,725	8,205	9,741	13,129
1. Phải trả dài hạn	421	422	422	422
2. Vay dài hạn	13,304	7,783	9,319	12,707
NGUỒN VỐN	26,815	27,996	29,292	31,106
1. Vốn chủ sở hữu	23,419	23,419	23,419	23,419
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận giữ lại	1,087	2,269	3,564	5,379
4. Lợi ích cổ đông thiểu số	2,309	2,309	2,309	2,309
Tổng nợ phải trả và nguồn vốn	58,111	55,015	57,675	62,765

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Định giá				
EPS (VND)	814	1,104	1,053	1,275
BVPS (VND)	11,450	11,955	12,508	13,282
P/E	19	14	15	12
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	14%	15%	13%	14%
Biên EBITDA	24%	22%	20%	19%
Biên lợi nhuận ròng	6%	8%	7%	8%
ROE	7%	10%	9%	10%
ROA	3%	5%	5%	5%
Tăng trưởng				
Doanh thu	10%	4%	4%	6%
Lợi nhuận trước thuế	-9%	33%	1%	19%
Lợi nhuận sau thuế	-12%	32%	-3%	19%
EPS	-14%	36%	-5%	21%
Tổng tài sản	-4%	-5%	5%	9%
Nguồn vốn	-3%	4%	5%	6%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	0.87	0.81	0.74	0.78
Thanh toán nhanh	0.63	0.60	0.51	0.53
Nợ/Tài sản	54%	49%	49%	50%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	117%	97%	97%	102%
Khả năng thanh toán lãi vay	2.89	4.33	6.10	11.32
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	5	5	5	5
Số ngày thu tiền bán hàng	77	78	79	81
Vòng quay hàng tồn kho	7	7	7	7
Số ngày lưu thông hàng tồn kho	50	51	51	51
Vòng quay các khoản phải trả	3	2	2	2
Số ngày phải trả	122	152	152	152

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ VND)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	4,996	7,947	6,394	6,532
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	1,554	(117)	(7,095)	(7,095)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(5,633)	(7,689)	(1,454)	387
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	918	140	(2,155)	(176)

CTCP Điện lực đầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX - NT2)

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 30,400

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với NT2, giá mục tiêu 30,400 đồng/CP, upside 13%

- NT2 công bố KQKD Q1/19 đạt 178 tỷ đồng lợi nhuận ròng (LNR), -24% cùng kỳ, do sản lượng điện sản xuất và biên lợi nhuận gộp giảm.
- 2019, dự phóng doanh thu đạt 8,170 tỷ đồng (+7% cùng kỳ, vượt 9% KH) và LNR đạt 740 tỷ đồng (-5% cùng kỳ, đạt KH năm). Mặc dù lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính có khả năng cải thiện tốt trong 9T cuối 2019, chúng tôi dự phóng LNR đạt 562 tỷ đồng (+3% cùng kỳ) khi không phát sinh các khoản bất thường như cùng kỳ 2018 (lãi tỷ giá chưa thực hiện 78 tỷ đồng, hoàn nhập dự phòng phải trả dài hạn 28 tỷ đồng). Sản lượng điện 9T cuối 2019 ước cải thiện 14% cùng kỳ với nguồn cung khí nhiều hơn và không có sự cố trong hệ thống truyền tải khí.

Định giá

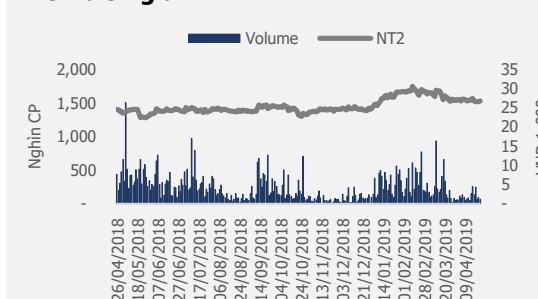
Chúng tôi kết hợp phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM) và phương pháp P/E để xác định giá trị hợp lý của CP NT2. CP NT2 đang được giao dịch với mức P/E forward 2019 11 lần, tương đương với bình quân nhóm công ty cùng ngành.

Rủi ro chính

Rủi ro đàm phán lại giá điện hợp đồng (Pc) theo đề xuất của EVN từ 2019. NT2 cho biết tổng giá trị đầu tư được duyệt của nhà máy nhiều khả năng sẽ bị điều chỉnh giảm. Tuy nhiên, công ty dự kiến thương lượng mức IRR cao hơn để bù đắp phần sụt giảm chi phí đầu tư nhằm duy trì Pc hiện tại.

Rủi ro thanh khoản ngắn hạn. Cuối 2018, chỉ số thanh toán hiện hành của NT2 ở mức 0.8 do mức chia cổ tức khá lớn trong năm. Chúng tôi dự phóng chỉ số này sẽ duy trì 0.69 trong 2019 và 0.77 trong 2020 trước khi quay lại ngưỡng an toàn từ 2021.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
NT2 (%)	+8%	-3%	+17%
VN-Index (%)	+2%	+2%	-5%

Ngày cập nhật	27/06/2019
Thị giá	VND 26,900
Giá mục tiêu	VND 30,400
Upside	13%
Bloomberg	NT2 VN
Vốn hóa	VND 8,219 tỷ USD 350 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 22,300 VND 30,500
Giá trị giao dịch/ngày	VND 7.6 tỷ USD 0,3 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	23.13%

ĐVT: Tỷ đồng	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu (tỷ VND)	7,670	8,170	7,791	8,351
EBIT (tỷ VND)	929	851	899	942
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	782	740	816	879
Lợi nhuận (cơ bản)	736	700	816	879
EPS (VND)	2,618	2,491	2,734	2,953
Tăng trưởng EPS (%)	-4%	-5%	10%	8%
P/E (x)	10	11	10	9
EV/EBITDA (x)	8	7	7	6
Cổ tức (VND)	7,200	2,500	2,500	3,000
Tỷ suất cổ tức (%)	27%	9%	9%	11%
P/B (x)	2.1	2.1	2.1	2.1
ROE (%)	18%	20%	22%	23%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	139%	100%	72%	57%

Nguồn: MBS Research

Macro outlook

Stock market outlook

Key investment themes

Stock picks

CTCP Điện lực đầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX - NT2)



NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 30,400

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ VND)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu	7,670	8,170	7,791	8,351
Giá vốn hàng bán	6,654	7,220	6,726	7,283
Lợi nhuận gộp	1,016	950	1,065	1,068
Doanh thu hoạt động tài chính	73	65	65	65
Chi phí tài chính	192	167	161	92
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	101	106	111	117
Lợi nhuận trước thuế	824	779	858	925
Lợi nhuận sau thuế	782	740	816	879
Lợi nhuận sau thuế (công ty mẹ)	782	740	816	879
Lợi nhuận sau thuế (cổ đông không kiểm soát)	0	0	0	0

Bảng cân đối kế toán (tỷ VND)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2,847	2,243	2,106	2,486
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	65	45	19	240
II. Các khoản đầu tư ngắn hạn	1	1	1	1
III. Phải thu ngắn hạn	2,520	1,900	1,812	1,942
IV. Hàng tồn kho	261	278	259	280
V. Tài sản ngắn hạn khác	0	20	16	23
TÀI SẢN DÀI HẠN	6,005	5,174	4,374	3,636
I. Phải thu dài hạn	38	38	38	38
II. Tài sản dài hạn	5,562	4,885	4,208	3,530
1. Tài sản cố định hữu hình	5,538	4,863	4,187	3,511
2. Tài sản cố định vô hình	25	23	21	19
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	3	3	3	3
V. Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	402	248	125	65
Tổng tài sản	8,852	7,417	6,479	6,121
NỢ PHẢI TRẢ	5,169	3,736	2,730	2,386
I. Nợ ngắn hạn	3,572	3,239	2,730	2,386
1. Phải trả ngắn hạn	2,181	1,851	1,922	2,052
2. Vay ngắn hạn	1,391	1,388	809	334
II. Nợ dài hạn	1,597	497	0	0
1. Phải trả dài hạn	39	0	0	0
2. Vay dài hạn	1,558	497	0	0
NGUỒN VỐN	3,683	3,681	3,749	3,735
1. Vốn chủ sở hữu	2,879	2,879	2,879	2,879
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận giữ lại	804	802	870	856
4. Lợi ích cổ đông thiểu số				
Tổng nợ phải trả và nguồn vốn	8,852	7,417	6,479	6,121

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Định giá				
EPS (VND)	2,618	2,491	2,734	2,953
BVPS (VND)	12,793	12,787	13,021	12,974
P/E	10	11	10	9
P/B	2.1	2.1	2.1	2.1
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	13%	12%	14%	13%
Biên EBITDA	21%	19%	20%	19%
Biên lợi nhuận ròng	10%	9%	10%	11%
ROE	18%	20%	22%	23%
ROA	8.3%	9.1%	11.7%	13.9%
Tăng trưởng				
Doanh thu	13%	7%	-5%	7%
Lợi nhuận trước thuế	-3%	-5%	10%	8%
Lợi nhuận sau thuế	-3%	-5%	10%	8%
EPS	-4%	-5%	10%	8%
Tổng tài sản	-11%	-16%	-13%	-6%
Nguồn vốn	-26%	0%	2%	0%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	0.80	0.69	0.77	1.04
Thanh toán nhanh	0.72	0.61	0.68	0.92
Ng/Tài sản	58%	50%	42%	39%
Ng/Vốn chủ sở hữu	1.40	1.01	0.73	0.64
Khả năng thanh toán lãi vay	8.85	11.75	22.37	53.92
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	3.6	4.3	4.3	4.3
Số ngày thu tiền bán hàng	102.7	84.9	84.9	84.9
Vòng quay hàng tồn kho	25.6	26.0	26.0	26.0
Số ngày lưu thông hàng tồn kho	14.3	14.0	14.0	14.0
Vòng quay các khoản phải trả	3.9	3.9	3.5	3.6
Số ngày phải trả	93.2	93.6	104.3	101.4

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ VND)	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	1,520	1,725	1,731	1,520
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	943	39	39	39
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(2,544)	(1,784)	(1,796)	(1,338)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(81)	(20)	(26)	221