COMPANY REPORT

KB Securities VIETNAM

TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam-CTCP (POW)

Báo cáo lần đầu: Triển vọng dài hạn tích cực

Chuyên viên phân tích Năng lượng và Vật liệu xây dựng
Nguyễn Ngọc Hiếu
hieunn@kbsec.com.vn

05/07/2021

Nhu cầu tiêu thụ, tăng trưởng của ngành điện ở Việt Nam vẫn còn rất lớn

Tăng trưởng sản lượng điện trung bình của nước ta trong giai đoạn 2016-2020 đạt 6,7%. Dự báo giai đoạn 2021-2025, tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện khoảng 8,6%, trong khi vẫn phải nhập khẩu điện từ Trung Quốc, Lào, đây được coi là một động lực phát triển cũng như dư địa cho các công ty sản xuất điện.

Tăng trưởng trở lại vào 2022 khi các phần lớn các nhà máy điện khí lớn đã hoàn thành đại tu, trung tu trong năm 2021

Trong năm 2021, POW ngừng máy để thực hiện đại tu nhà máy điện khí Cà Mau 1, Vũng Áng 1 tổ máy số 2, Hủa Na, thực hiện trung tu Nhơn Trạch 1 và tiểu tu Cà Mau 2, Nhơn trạch 2. Với việc đưa vào sửa chữa lớn một loạt các tổ máy do vậy sản lượng sản xuất năm 2021 ước tính đạt 19,45 tỷ kWh (+1% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi ước tính sản lượng năm 2022 của POW sẽ đạt 22,2 tỷ kWh (+14 YoY) do các tổ máy được sửa chữa đi vào hoạt động ổn định với hiệu suất cao.

Dự án nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 là động lực tăng trưởng

Dự án điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 dự án năng lượng quan trọng của quốc gia với tổng mức đầu tư 1,4 tỷ USD. Với thời gian vận hành khoảng 6.000 giờ/năm/nhà máy, sản lượng điện cung cấp lên hệ thống điện quốc gia vào khoảng 4,5 tỷ kWh. Dự kiến, Nhơn Trạch 3 sẽ vận hành thương mại vào quý IV 2023 và Nhơn Trạch 4 sẽ vận hành thương mại vào quý II/2024, nâng tổng công suất phát điện của POW lên 5.705 MW, tăng 36%.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 13.800 VNĐ/CP

Với việc các nhà máy điện của PVPower hoàn thành sửa chữa năm 2021 và đi vào vận hành đầy đủ năm 2022. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POW, giá mục tiêu cho năm 2021 là 13.800 VNĐ/CP, upside 18% so với giá đóng của ngày 05/07/2021.

Mua

Giá mục tiêu	VNĐ 13.800
Tăng/giảm	18 %
Giá hiện tại (05/07/2021)	VNĐ 11.700
Giá mục tiêu đồng thuận	VNĐ 15.000
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	27.000

Dữ liệu giao dịch

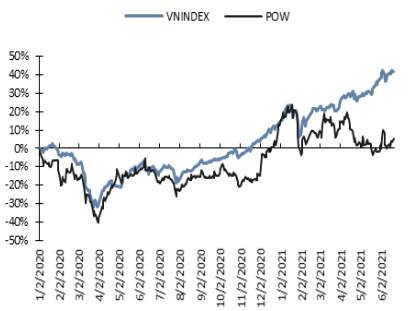
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	20%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	174,89
Sở hữu nước ngoài (%)	3,16%
Cổ đông nhà nước (PVN)	79,94%

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
POW	7%	-8%	-13%	19%
VNINDEX	7%	15%	18%	58%

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	35.374	29.731	29.931	34.079
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh (tỷ VNĐ)	3.116	2.855	3.091	3.799
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	2.854	2.662	2.707	3.323
EPS (nghìn VNĐ)	1,219	1,136	1,156	1,419
Tăng trưởng EPS (%)	24,8%	-6,7%	1,7%	22,8%
P/E (x)	9.6	10.2	10.1	8.2
P/B (x)	9.3	8.7	8.1	7.5
ROE (%)	9,7%	8,5%	8,1%	9,1%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	3%	2%	2%	2%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

I.THÔNG TIN TỔNG QUAN

Quá trình hình thành và phát triển

2007
- Chủ tịch Hội đồng quản trị Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PNV) ban hành quyết định thành lập Công ty mẹ - Tổng công ty Điện Lực Dầu khí Việt Nam

2008
- Ký kết hợp đồng mua bán điện Nhà máy Cà Mau 1&2, Nhà máy Nhơn Trạch 1 với Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN)
- Khởi công xây dựng Nhà máy thủy điện Hủa Na.

2009
- Khánh thành Nhà máy điện Nhơn Trạch 1
- Khởi công xây dựng Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 - nhà máy điện khí có quy mô lớn tại Trung tâm điện lực Nhơn Trạch

2010
- Khở công xây dựng Nhà máy Phong điện Phú Quý, dự án năng lượng tái tạo đầu tiên của Tổng công ty
- Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 hòa lưới điện quốc gia

2011
- Khởi công Dự án Nhà máy Thủy điện ĐakĐrinh
- Tổ chức khánh thành Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 và đón nhận Huân chương lao động Hạng Ba

2013
- Khánh thành và vận hành Nhà máy thủy điện Hủa Na
- Thành lập Chi nhánh Tổng công ty - Công ty Nhập khẩu và Phân phối than Điện lực Dầu khí (PV Power Coal)

2014
- Vận hành thương mại Nhà máy thủy điện ĐakĐrinh
- Thành lập Chi nhánh Tổng công ty - Công ty Điện lực Dầu khí Hà Tĩnh (PV Power Ha Tinh) để tiếp nhận và vận hành an toàn Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 từ Tập đoàn

2015
- Hoàn thành việc sáp nhật Công ty TNHH MTV Năng lượng tái tạo Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power RE) vào Công ty mẹ
- Hoàn thành bàn giao Nhà máy Phong điện Phú Quý sang Tổng công ty Điện lực Miền Nam (công ty con của EVN)

2017
- Thủ tướng Chính phủ đã có Quyết định về việc phê duyệt phương án cổ phần hóa Công ty mẹ - Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam

2018
- IPO 468 triệu (chiếm 20% vốn điều lệ) với giá khởi điểm 14.400 đồng/Cổ phiếu
- Trở thành công ty đại chúng theo Công văn số 5712/UBCK-GSĐC của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

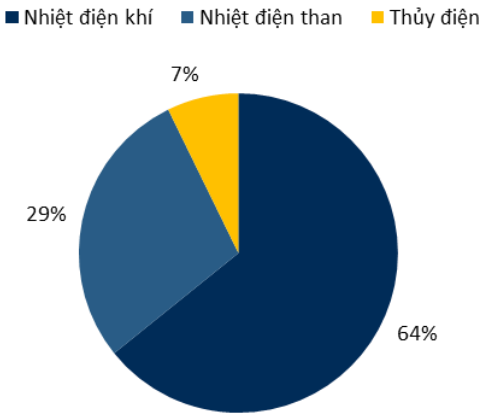
2019
- Mã cổ phiếu POW chính thức giao dịch trên sàn HOSE

2020
- Cổ phiếu POW chính thức vào danh mục Cổ phiếu VN30
- Phê duyệt và triển khai thực hiện đầu tư dự án đầu tư xây dựng công trình Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4, công suất 1500 MW

Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam – CTP tiền thân là Công ty TNHH-MTV do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam đầu tư 100% vốn điều lệ, được thành lập vào năm 2007 và chính thức chuyển đổi mô hình hoạt động sang công ty cổ phần từ ngày 01/07/2018. Trải qua 14 năm hoạt động, hiện nay POW đang vân hành 7 nhà máy điện gồm 4 nhà máy điện khí, 2 nhà máy thủy điện và 1 nhà máy nhiệt điện với tổng công suất lắp đặt 4.205 MW, chiếm hơn 6% tổng công suất nguồn điện của hệ thống năm 2020. Săn lượng thực tế của PV Power trong năm

2020 đạt 19,16 tỷ kWh tương ứng với gần 8% tổng sản lượng điện cả nước. PV Power là doanh nghiệp sản xuất nhiệt điện khí lớn nhất của đất nước với quy mô công suất các nhà máy nhiệt điện khí đạt 2.700 MW chiếm 64% công suất, phần còn lại là nhiệt than 1200 MW (29%) và thủy điện 305 MW (7%).

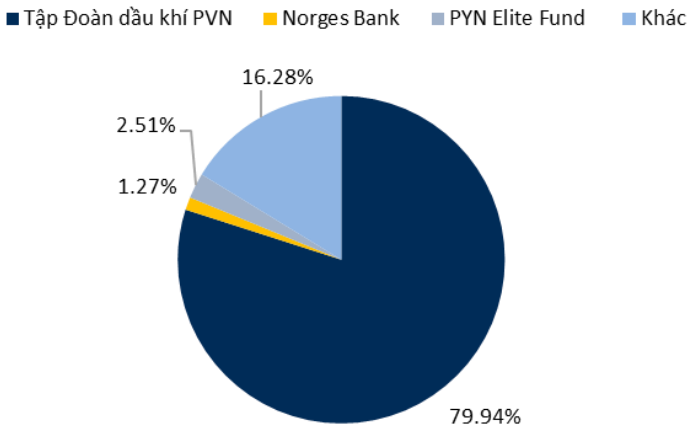
Biểu đồ 1. Cơ cấu công suất các loại hình phát điện của POW



Nguồn: POW, KBSV

Hiện nay, theo cơ cấu cổ đông của POW, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) là cổ đông lớn nhất chiếm tỷ lệ 79,94% vốn điều lệ. Ngoài ra, có 2 cổ đông nước ngoài là Norges Bank và PYN Elite Fund nắm giữ lần lượt 1,27% và 2,51% cổ phần của POW, còn lại 16,28% được nắm giữ bởi các cổ đông khác.

Biểu đồ 2. Cơ cấu cổ đông POW



Nguồn: POW, KBSV

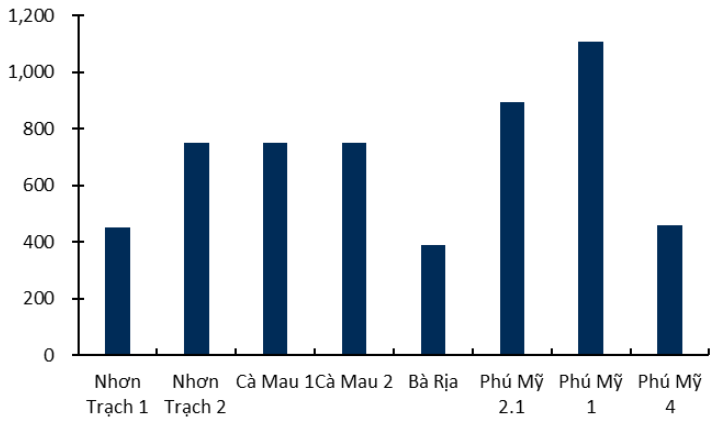
Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam – CTCP có công suất 4.205 MW với sản lượng điện hàng năm khoảng 19 tỷ kWh

POW là doanh nghiệp sở hữu danh mục nhà máy điện lớn nhất tập trung ở khu vực kinh tế trọng điểm phía Nam gồm 7 nhà máy quy mô 4.205 MW, trong đó có 4 nhà máy điện khí chiếm 64% tổng công suất được đặt tại miền Nam. Theo thống kê, miền Nam chiến tới gần 49% tổng tiêu điện của cả nước, và tính đến

năm 2020, thì tổng công suất lắp đặt điện tại miền Nam chỉ khoảng 40% công suất nguồn điện cả nước được đặt tại khu vực này. Do vậy, các nhà máy hiện có tại khu vực này luôn được huy động với tần suất cao trong đó có các nhà máy khí của POW. Bên cạnh đó, trong danh mục nhà máy điện của POW, nhiệt điện than và thủy điện cũng đóng góp một phần không nhỏ trong sản lượng điện tổng của công ty. Hằng năm, doanh thu sản xuất điện và sản lượng điện đạt lần lượt khoảng 28.000 tỷ đồng và 19 tỷ kWh.

POW sở hữu 4 nhà máy Nhơn Trạch 1&2, Cà Mau 1&2 với tổng công suất 2.700 MW.
PGV (Genco3) sở hữu 4 nhà máy Phú Mỹ 2.1, 1, 4 và nhà máy Bà Rịa với tổng công suất 2.850 MW. Các nhà máy này đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp ổn định năng lượng phục vụ cho phát triển kinh tế khu vực phía Nam.

Biểu đồ 3. Công suất các nhà máy điện khí ở khu vực miền Nam (MW)



Nguồn: KBSV

II. Hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính của POW gồm hai mảng là sản xuất điện và dịch vụ phụ trợ:

1) Sản xuất điện là hoạt động kinh doanh cốt lõi chiếm hơn 90% doanh thu và lợi nhuận hàng năm. Các nhà máy của POW có tổng công suất 4.205 MW, mảng điện khí chiếm tỷ trọng cao nhất 64%, phần còn lại bao gồm mảng nhiệt điện than 29% và thủy điện 7%.

2) Mảng dịch vụ phụ trợ của POW gồm có hoạt động dịch vụ kỹ thuật. Hoạt động dịch vụ kỹ thuật được thực hiện qua hai công ty con mà POW nắm 51% là CTCP Dịch vụ kỹ thuật điện lực dầu khí (HNX: PPS) và CTCP Máy thiết bị Dầu khí (Upcom: PVM). Các công ty này kiểm tra và phân tích kỹ thuật, vận hành sửa chữa nhà máy điện, và thực hiện các dịch vụ tư vấn giải pháp nâng cao vận hành nhà máy. Tuy nhiên, POW đã thực hiện thoái toàn bộ vốn khỏi PVM trong quý 1/2021 và ghi nhận 358 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong báo cáo tài chính độc lập, POW tiếp tục hợp nhất PVM và do đó đã trì hoãn việc ghi nhận khoản lãi thoái vốn này trong báo cáo tài chính hợp nhất quý 1/2021.

Bên cạnh đó vào quý 3/2020, hội đồng quản trị của POW đã thông qua phương án thành lập CTCP Năng lượng tái tạo Điện lực Dầu khí, với số vốn nắm giữ là 51%, nhiệm vụ của công ty này nhằm nghiên cứu, đầu tư, phát triển, xây dựng, vận hành và khai thác các dự án năng lượng sạch, năng lượng tái tạo của Tổng công ty trong tương lai.

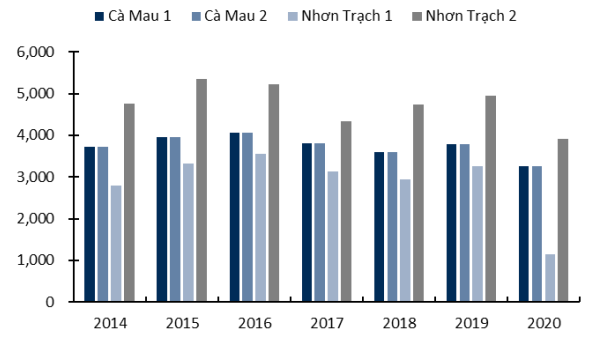
NHIỆT ĐIỆN KHÍ

Các nhà máy nhiệt điện khí của POW bao gồm 4 nhà máy Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1&2 với tổng công suất là 2.700 MW, tất cả các nhà máy đều sử dụng công nghệ chu trình hỗn hợp nên có thể tận dụng được phần nhiệt dư thừa thông qua Lò hơi thu hồi nhiệt. Trọng tâm phát triển của PV Power là các nhà máy điện khí và đây cũng là loại hình đem lại doanh thu lớn nhất cho POW.

Nhà máy điện Cà Mau 1&2 với tổng công suất 2x750 MW đi vào vận hành thương mại từ năm 2008, sử dụng công nghệ, máy móc hiện đại của Tập đoàn Siemens CHLB Đức sản xuất. Cấu hình của mỗi nhà máy là 2-2-1 (2 tua bin khí thế hệ F, 2 lò thu hồi nhiệt kiểu năm ngang, tuần hoàn tự nhiên, 3 cấp áp lực có tái sấy, 1 tuabin hơi). Nhiên liệu chính cung cấp cho nhà máy là khí thiên nhiên lấy từ hệ thống khí PM3-CAA và Lô 46 Cái nước mỗi năm 2 nhà máy này sử dụng trung bình 1,4 tỷ m3 khí, và nhiên liệu dự phòng là dầu DO. Nhà máy Cà Mau 1&2 đang tham gia hợp đồng mua bán điện đặc biệt với EVN (hợp đồng kí kết từ 2008), hợp đồng đặc biệt này đã cố định giá phí công suất nên tất cả rủi ro giá khí nguyên vật liệu đầu vào và vận hành đều được chuyển vào giá bán điện cho EVN. Tuy nhiên, năm 2021 EVN yêu cầu POW phải tham gia thị trường điện cạnh tranh đối với dự án Cà Mau 1&2, quá trình đàm phán đã thống nhất được 3/5 vấn đề 1) tỉ lệ huy động Qc là 85% 2) tỉ giá chuyển đổi là 22.900 VNĐ 3) Tmax theo thông tư quy định của dự án Cà Mau là 6000 giờ, còn hai vấn đề chưa thống nhất được là thời gian áp dụng hợp đồng bán điện mới và chi phí O&M. Dự kiến quá trình đàm phán sẽ được giải quyết xong trong quý 2/2021. Bên cạnh đó, cả 2 nhà máy Cà Mau 1&2 đã hết thời hạn khấu hao vào năm 2019.

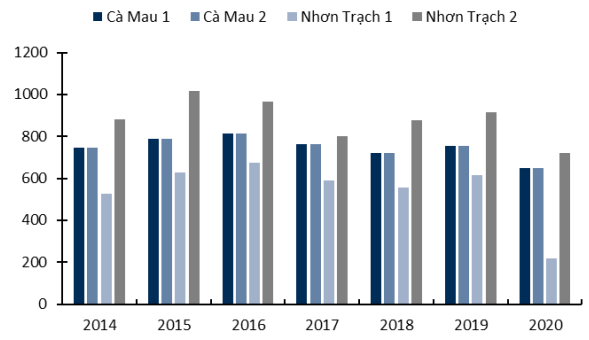
Nhà máy điện Nhơn Trạch 1 (450 MW) và Nhơn Trạch 2 (750 MW) được đưa vào vận hành lần lượt từ 2009 và 2011. Cả hai nhà máy đều sử dụng công nghệ đến từ tập đoàn Siemens, Đức với cấu hình 2-2-1, riêng nhà máy Nhơn Trạch 2 được vận hành tự động trên hệ thống điều khiển SPPA-T3000. Nhiên liệu đầu vào là khí tự nhiên từ bể Nam Côn Sơn và Cửu Long với sản lượng khí tiêu thụ trung bình hàng năm lần lượt cho Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 là 530 và 860 triệu m3, tuy nhiên do sản lượng khí của bể Nam Côn Sơn và Cửu Long đã dần cạn kiệt, do vậy nguồn khí bổ sung cho khu vực Đông Nam bộ sẽ được lấy từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt với sản lượng khí bổ sung là 1,5 tỷ m3/năm. Giá khí trong hợp đồng mua bán điện PPA được xác định theo công thức 46%MFO + phí vận chuyển, giá khí neo vào giá dầu do vậy khi giá dầu tăng lên giá khí cũng tăng theo dẫn đến giá bán điện chào trên thị trường cạnh tranh sẽ không được ưu tiên do công ty mua bán điện trên CGM sẽ ưu tiên huy động giá từ thấp tới cao. Nhà máy Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 dự kiến hết khấu hao lần lượt vào năm 2021 và 2024.

Biểu đồ 4. Sản lượng điện thương phẩm (kWh)



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 5. Lượng khí tiêu thụ (triệu m3)

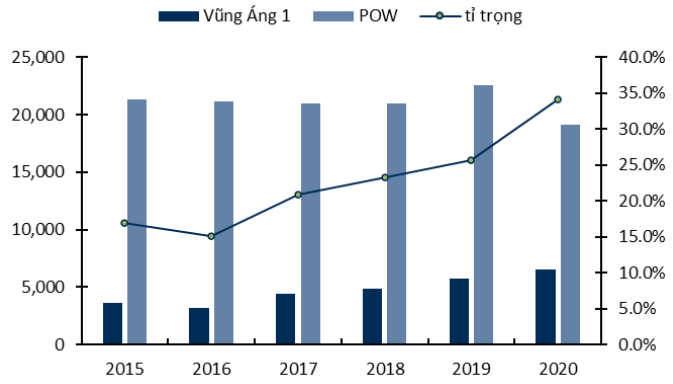


Nguồn: POW, KBSV

NHIỆT ĐIỆN THAN

Công ty Điện lực Dầu khí Hà Tĩnh là đơn vị quản lý vận hành nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1. Năm 2015, Công ty ĐLDK Hà Tĩnh được Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) thuê quản lý và vận hành nhà máy điện Vũng Áng 1. Năm 2016, PVN đã bàn giao nhà máy điện Vũng Áng 1 cho POW. Vũng Áng 1 là một trong những dự án trọng điểm trong hệ thống điện quốc gia có tổng công suất 1.200 MW được đấu nối vào đường dây 500 kV truyền tải điện Bắc - Nam, sử dụng công nghệ than phun trực tiếp, nguyên liệu dầu phụ là HFO (dùng khi khởi động và đốt kèm khi phụ tải thấp), hiệu suất cao. POW đã kí kết hợp đồng mua bán than cám 5a với TKV với tổng khối lượng 3 triệu tấn +/- 5%, và được cấp phép trong việc chủ động nhập khẩu than phối trộn để đảm bảo nguồn nguyên liệu để phục vụ sản xuất điện. Giá bán điện hợp đồng của nhà máy điện Vũng Áng 1 đang tạm tính trên tổng mức đầu tư được duyệt, chưa tính theo giá trị quyết toán vốn đầu tư dự án. Việc này khiến POW bị EVN giữ lại tiền bán điện. Kì vọng trong năm 2021, bên cạnh việc vận hành hiệu quả Vũng Áng 1, POW sẽ đẩy mạnh triển khai đàm phán giá điện sau khi giá quyết toán vốn đầu tư dự án được phê duyệt để tối ưu hóa được nguồn doanh thu từ Vũng Áng. Trong các năm từ 2015-2018, sản lượng nhà máy Vũng Áng đóng góp trung bình 19% vào tổng sản lượng, thì đến 2019-2020, tỷ trọng đóng góp đã tăng lên đáng kể 25,6% năm 2019, năm 2020 đóng góp đến 34,1 % tổng sản lượng điện của POW.

Biểu đồ 6. Sản lượng của nhà máy điện than Vũng Áng 1 (tỷ kWh - %)

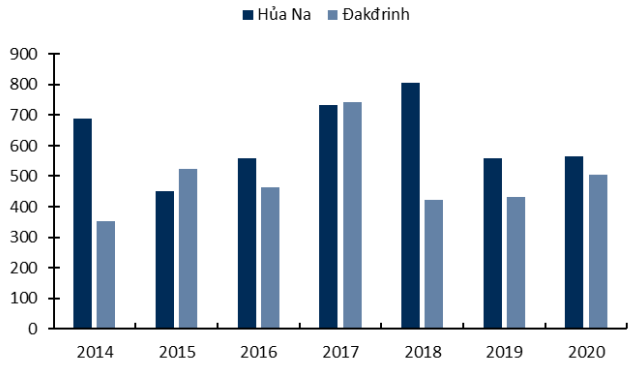


Nguồn: POW, KBSV

THỦY ĐIỆN

POW đang sở hữu hai nhà máy thủy điện Hủa Na và Đakđrinh có công suất lần lượt là 180 MW và 125 MW. Hủa Na đi vào vân hành từ năm 2013, Đakđrinh đi vào vận hành từ 2014, cả hai nhà máy thủy điện này đều đã kí kết hợp đồng mua bán điện PPA với EVN.

Biểu đồ 7. Sản lượng của nhà máy thủy điện Hủa Na và Đakđrinh (kWh)



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 8. Các nhà máy của POW

Nhà máy	Loại hình	Công suất (MW)	TMĐT (tỷ đồng)	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	Năm vận hành	Tmax (giờ)	Tỷ lệ sở hữu
Cà Mau 1	Điện khí	750	6.571	8,76	2008	6000	100%
Cà Mau 2		750	6.153	8,2	2009	6000	100%
Nhơn Trạch 1		450	6.344	14,1	2009	5556	100%
Nhơn Trạch 2		750	11.448	15,26	2011	6000	59%
Hủa Na	Thủy điện	180	7.092	39,4	2013	1000	84.14%
ĐakĐrinh		125	5.921	47,37	2014	1000	95.27%
Vũng Áng 1	Điện than	1200	28.739	23,95	2015	6500	100%

Nguồn: POW, KBSV

II. Kết quả kinh doanh và tình hình tài chính

Năm 2020, doanh thu của POW đạt 29.731 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 2.662 tỷ đồng

Năm 2020, sự bùng nổ của đại dịch Covid-19 trên toàn cầu và diễn biến kéo dài đã ảnh hưởng tới sản xuất trong nước, làm cho phụ tải giảm, nhu cầu tiêu thụ điện toàn quốc tăng trưởng thấp. Thêm vào đó, nguồn cung của hệ thống điện quốc gia lại tăng đáng kể do các dự án điện năng lượng tái tạo được đưa vào vận hành (công suất các dự án năng lượng mặt trời tính đến cuối năm 2020 đạt 16.500 MW) đã ảnh hưởng tới việc huy động sản lượng điện của các nhà máy điện của POW. Doanh thu thuần của POW năm 2020 đạt 29.731 tỷ đồng (-10,9% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 2.662 tỷ đồng (-6,7% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 15,4% tăng 1% so với năm 2019. Chi phí quản lí doanh nghiệp năm 2020 tăng lên 3,9% so với 3,3% năm 2019 nguyên nhân do doanh thu giảm.

Q1/2021, doanh thu đạt 7.661 tỷ đồng, lợi nhuận hợp nhất đạt 566 tỷ đồng

Trong Q1/2021, doanh thu thuần của POW đạt 7.661 tỷ đồng (-4% YoY), trong kì chi phí tài chính giảm 61% so với Q1/2019, chỉ còn 158 tỷ đồng, chủ yếu là giảm gần 100 tỷ đồng chi phí lãi vay và giảm hơn 130 tỷ đồng khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đều tăng so với cùng kỳ, tuy nhiên lợi nhuận sau thuế đạt 566 tỷ đồng (+12% YoY) do tình hình thủy văn trong quý 1 thuận lợi, lưu lượng nước về hồ cao dẫn đến sản lượng điện sản xuất tăng cao, đồng thời giá mua điện bình quân Q1/2021 cũng cao hơn cùng kỳ.

Tổng tài sản có xu hướng giảm do khấu hao TSCĐ hàng năm

Trong cơ cấu Tổng tài sản của POW, thì khoản mục Tài sản cố định và phải thu ngắn hạn chiếm tỉ trọng lớn nhất, lần lượt 64% và 13.3%. Xu hướng tổng tài sản của POW sẽ tiếp tục giảm do khấu tài sản cố định hằng năm. Tổng tài sản tính đến thời điểm 31/12/2020, đạt 54.050 tỷ đồng, giảm 1.645 tỷ đồng, tương đương 3% so với thời điểm 31/12/2019. Trong đó, phần giảm đa phần đến từ tài sản cố định

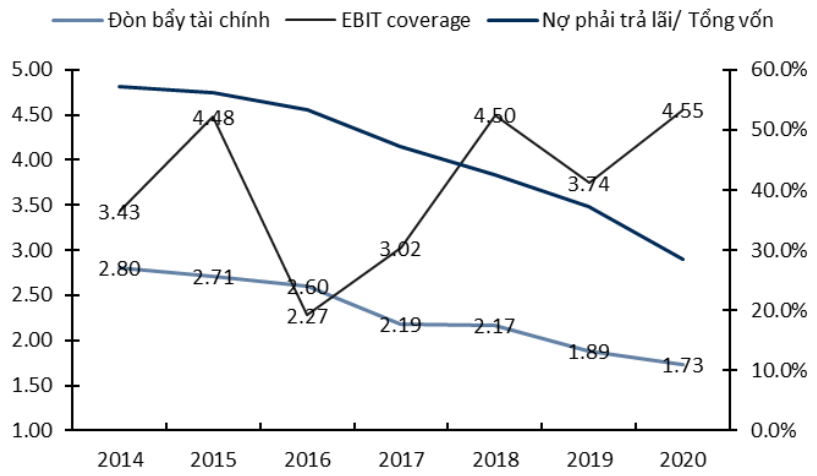
Nợ vay giảm nhanh khiến cho cơ cấu tài chính trở nên lành mạnh hơn

Với việc các nhà máy đi vào hoạt động ổn và lịch trả nợ dài hạn đều qua các năm, cấu trúc vốn của POW trở nên lành mạnh hơn, đòn bẩy tài chính (A/E) giảm dần qua các năm, từ mức 2,8 năm 2014 xuống chỉ còn 1,73 năm 2020. Tỉ trọng khoản nợ phải trả lãi đã giảm từ 57,1% năm 2014 xuống 28,4% năm 2020. Với dòng tiền và lịch trình trả nợ ổn định sẽ góp phần giúp cho tình hình tài chính của POW được cái thiện mạnh mẽ.

POW thoái thành công 19,93 triệu cổ phiếu PV Machino (tương đương 51,58% số lượng cổ phiếu lưu hành) thông qua giao dịch trên sàn

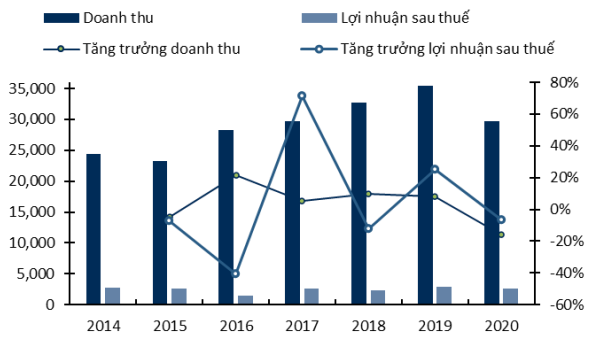
POW đã bán thành công toàn bộ 19,93 triệu cổ phiếu PVM theo phương thức khớp lệnh trên sàn Upcom trong khoảng thời gian từ ngày 17/3 đến ngày 19/3/2021. Với giá thoái vốn bình quân khoảng 27.470 VNĐ/cp và giá trị sổ sách theo ghi nhận trên BCTC của công ty mẹ khoảng 9.500 VNĐ/cp, do vậy ước tính POW sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận trước thuế khoảng 358,5 tỷ đồng trong năm 2021.

Biểu đồ 9. Đòn bẩy tài chính và khả năng chi trả lãi vay của POW



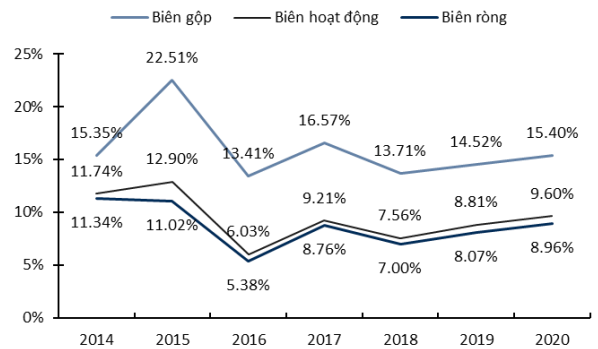
Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 10. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của POW



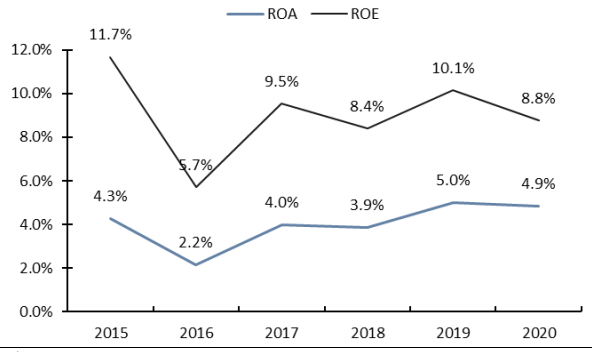
Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 11. Chỉ số tài chính của POW



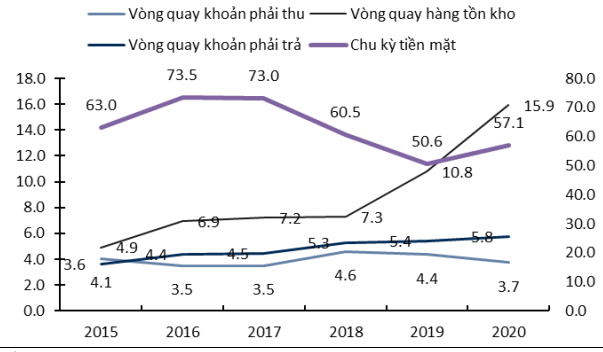
Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 12. ROA và ROE của POW



Nguồn: POW, KBSV

Biểu đồ 13. Các chỉ số vòng quay của POW



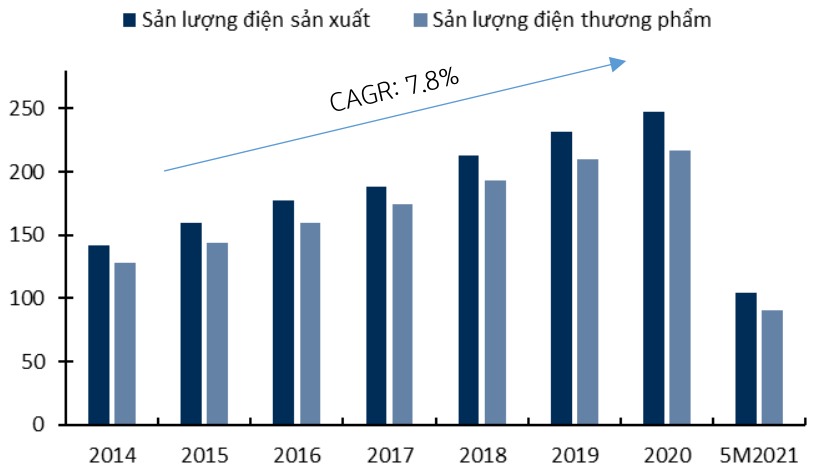
Nguồn: POW, KBSV

III. Điểm nhấn đầu tư

Nhu cầu tiêu thụ, tăng trưởng của ngành điện ở Việt Nam vẫn còn rất lớn

Việt Nam là một quốc gia đang phát triển, với tốc độ tăng trưởng GDP bình quân 6,6% trong giai đoạn 2014-2019, riêng chỉ trong năm 2020 tốc độ tăng trưởng GDP chỉ đạt 2,91% do dịch bệnh Covid 19 và Việt Nam là một trong những số ít quốc gia có tăng trưởng dương. Theo dự báo của Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB), tăng trưởng kinh tế của Việt Nam được dự báo sẽ phục hồi ở mức 6,7% trong năm 2021, và tăng lên 7% trong năm 2022, do vậy nhu cầu về điện ở Việt Nam trước mắt và dài hạn là rất lớn với tốc nhanh. Trung bình giai đoạn 2014-2020, tiêu thụ điện tăng trưởng trung bình 7,8%/năm. Lũy kế 5 tháng 2021, mặc dù chịu ảnh hưởng của dịch Covid 19, sản lượng điện thương phẩm vẫn đạt 90,51 tỷ kWh, tăng hơn 8,51% so với cùng kỳ năm 2020.

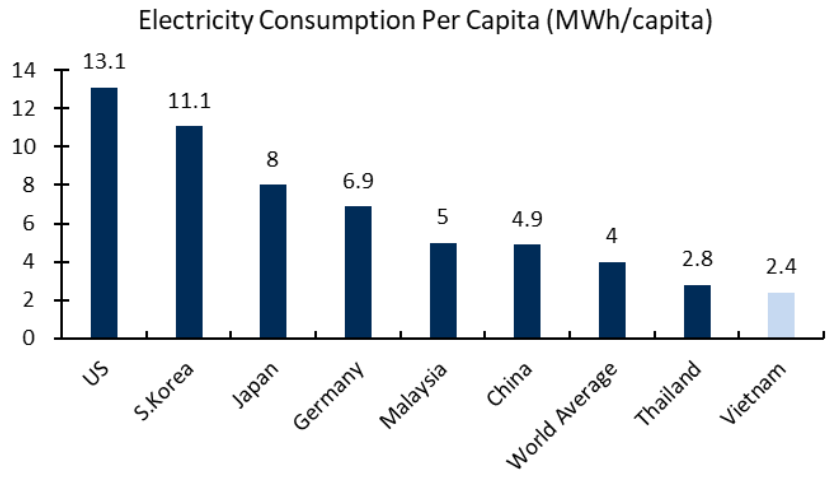
Biểu đồ 24. Sản lượng điện sản xuất và thương phẩm của POW



Nguồn: POW, KBSV

Mức tiêu thụ điện bình quân đầu người của Việt Nam năm 2018 đạt mức 2.4 MWh/người còn khá thấp so với các nước phát triển trên thế giới như Mỹ 13.1 MWh/người, Hàn Quốc 11.1 MWh/người, hay như các nước trong khu vực Malaysia 5 MWh/người, Thái Lan 2.8 MWh/người và trung bình thế giới là 4 MWh/người.

Biểu đồ 15. Sản lượng tiêu thụ điện bình quân đầu người năm 2018 (MWh/người)



Nguồn: IEA, KBSV

Nguồn điện vẫn phải phụ thuộc vào các nguồn điện cố định (than, khí)

Tính đến hết năm 2020, tổng công suất lắp đặt của hệ thống điện quốc gia đạt khoảng 69.300 MW. Hệ thống nguồn điện hiện trạng nhìn chung đảm bảo cung cấp điện cho nhu cầu phụ tải hiện tại. Tuy tổng quy mô công suất nguồn điện hiện còn khá lớn so với nhu cầu phụ tải, nhưng các nguồn năng lượng tái tạo bất định chiếm tỷ trọng cao. Năm 2020, nguồn điện mặt trời và điện gió có tổng công suất 17.430 MW, như vậy có trên 25% tổng công suất nguồn điện là các nguồn bất định (gió, mặt trời) phụ thuộc rất nhiều vào thời tiết; các nguồn thủy điện có tổng công suất trên 20.790 MW, chiếm 30% mà cũng phụ thuộc vào điều kiện thủy văn từng năm. Vì vậy, nguồn cung cấp điện quan trọng và không thể thiếu vẫn là nhiệt điện than, khí, do đó công ty như POW sở hữu danh mục nhà máy nhiệt điện lên tới 93% sẽ được hưởng lợi.

Dự án nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 là động lực tăng trưởng

Dự án điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 có quy mô 2x750 MW với cấu hình tua bin khí chu trình hỗn hợp 1-1-1 là dự án năng lượng quan trọng của quốc gia với tổng mức đầu tư 1,4 tỷ USD, tương đương 32.000 tỷ đồng, cơ cấu vốn chủ gồm 25% tương đương 8.000 tỷ đồng, còn lại vốn vay gồm cả vay ICA và vay thương mại bằng VNĐ, USD tương đương 24.000 tỷ đồng. Các vấn đề quan trọng liên quan tới chuyển nhượng đất từ chính quyền địa phương, đàm phán hợp đồng mua ván điện với EVN và dự thảo hợp đồng mua bán khí đốt (GSA), chúng tôi dự đoán các thủ tục sẽ được POW đẩy nhanh và hoàn thành trong quý 2/2021. Có 18 gói thầu thì đã chọn được 8 gói, giá trị trúng thầu giảm 27% so với giá gói thầu, công ty đang lựa chọn nhà thầu san lấp, nhà thầu EPC và nhà thầu giám sát quản lý và dự kiến đóng thầu vào tháng 7/2021.

Với thời gian vận hành khoảng 6.000 giờ/năm/nhà máy, sản lượng điện cung cấp lên hệ thống điện quốc gia vào khoảng 4,5 tỷ kWh. Dự kiến, Nhơn Trạch 3 sẽ vận hành thương mại vào quý IV 2023 và Nhơn Trạch 4 sẽ vận hành thương mại vào quý II/2024, nâng tổng công suất phát điện của POW lên 5.705 MW, tăng 36%.

Tăng trưởng trở lại vào 2022 khi các phần lớn các nhà máy điện khí lớn đã hoàn thành đại tu, trung tu trong năm 2021

Trong năm 2021, POW ngừng máy để thực hiện đại tu nhà máy điện khí Cà Mau 1, Vũng Áng 1 tổ máy số 2, Hủa Na, thực hiện trung tu Nhơn Trạch 1 và tiểu tu Cà Mau 2, Nhơn trạch 2. Lũy kế sản lượng 5 tháng đầu năm 2021 đạt 7,89 tỷ kWh giảm 12.75% so với cùng kỳ năm 2020. Với việc đưa vào sửa chữa lớn một loạt các tổ máy do vậy sản lượng sản xuất năm 2021 ước tính đạt 19,45 tỷ kWh (+1% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi ước tính sản lượng năm 2022 của POW sẽ đạt 22,2 tỷ kWh (+14 YoY) do các tổ máy được sửa chữa đi vào hoạt động ổn định với hiệu suất cao.

IV. Rủi ro

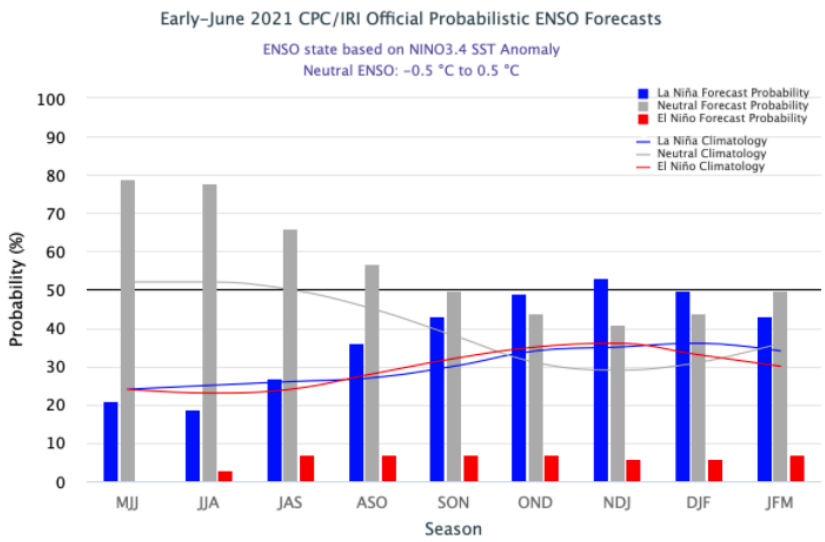
Rủi ro thời tiết

Hệ thống điều độ quốc gia (A0) thường ưu tiên huy động điện từ các nhà máy thủy điện trước do chi phí sản xuất của thủy điện là rẻ nhất trong các loại hình nhà máy điện. Vì vậy trong các tháng mùa mưa, thường kéo dài từ tháng 7 đến tháng 10 hàng năm hoặc có thể kéo dài lâu hơn nếu xảy ra hiện tương La Nina, sản lượng điện được huy động của các nhà máy nhiệt điện cũng thấp hơn các tháng còn lại trong năm, trong thời gian đó các nhà máy nhiệt điện sẽ tiến hành sửa chữa bảo dưỡng máy móc để đảm bảo vận hành.

Năm 2020 xảy ra hiện tượng La Nina với cường độ mạnh dần từ giữa năm, cùng với đó là ảnh hưởng của dịch bệnh Covid 19 làm giảm nhu cầu sử dụng điện trên toàn hệ thống. Thủy điện được ưu tiên huy động do chi phí thấp, đồng thời giảm huy động từ các loại hình phát điện khác, trong đó có các nhà máy nhiệt điện của POW (chiếm 93% công suất). Theo Viện nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội, 1H2021 thời tiết ở pha trung tính (Neutral) với xác suất gần 80%. Cũng theo cơ quan này dự báo, xác xuất xảy ra La Nina tăng dần từ 30-50% trong nửa cuối năm 2021. Với dự báo này và kết hợp với mùa mưa, sản lượng huy động từ các nhà máy thủy điện tăng cao, làm giảm giá điện trên thị trường điện cạnh tranh, đồng hời cũng làm giảm nhu cầu huy động điện tới từ các nhà máy nhiệt điện trong đó có các nhà máy của POW.

Tuy nhiên, với nhu cầu sử dụng điện trên toàn hệ thống ngày càng tăng cao, sử dụng nguồn điện từ thủy điện sẽ không thể cung cấp toàn bộ, mà sẽ phải kết hợp cùng các nhà máy nhiệt điện có công nghệ tiên tiến trong đó có các nhà máy tua bin khí và nhiệt điện than của POW, do vậy rủi ro về thời tiết cũng sẽ được hạn chế khá nhiều.

Biểu đồ 16. Xác suất xuất hiện các hình thái thời tiết



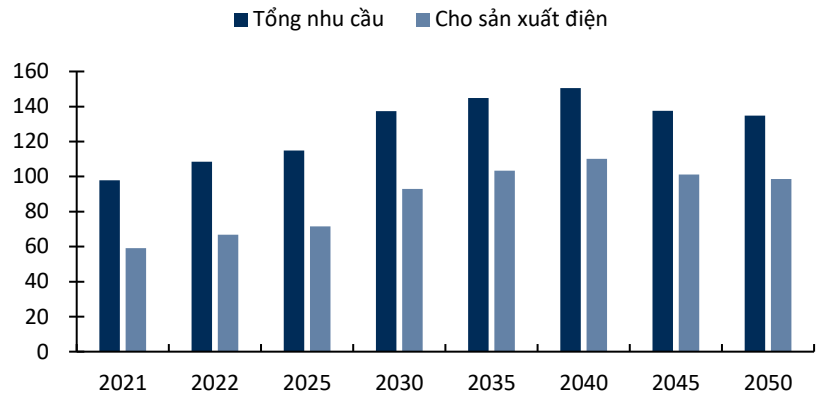
Nguồn: IRI, KBSV

Rủi ro về nguồn cung cấp nguyên vật liệu đầu vào không ổn định

Với danh mục nhà máy nhiệt điện chiếm 93% tổng công suất của PVPower, được cung cấp đầy đủ nhu cầu nguyên liệu đầu vào là rất quan trọng vì việc khởi động lại lò rất tốn kém và mất nhiều thời gian nên thông thường hoạt động đốt lò của các nhà máy nhiệt điện phải diễn ra liên tục và chỉ dừng để phục vụ cho công tác bảo dưỡng, sửa chữa. Việc thiếu các nguyên vật liệu đầu vào sẽ buộc các nhà máy điện sẽ chỉ hoạt động cầm chừng với hiệu suất không cao hoặc tệ hơn là phải tạm dừng các lò làm mất thêm chi phí khởi động lò cho các nhà máy. Tuy nhiên, hiện nay cả nguồn cung cấp than và khí hiện tại cho các nhà máy của PVPower đều không ổn định.

Nguyên liệu than sử dụng cho nhà máy Vũng Áng 1 là than cám loại 5a của Cẩm Phả - Hòn Gai – Vàng Danh – Uông Bí thông qua đơn vị cung cấp là Tập đoàn than khoáng sản Việt Nam – TKV. Sau nhiều năm khai thác, các mỏ than ngày càng suy giảm sản lượng và điều kiện khác thác ngày càng khó khăn, cộng thêm nhu cầu ngày càng tăng từ các nhà máy nhiệt điện than, dẫn đến trong một số thời điểm, các nhà máy cũng cấp cấp than không đủ đáp ứng nhu cầu của các nhà máy nhiệt điện. Do vậy, từ 2020 các nhà máy nhiệt điện than đều phải sử dụng nguồn than pha trộn giữa than sản xuất trong nước và than nhập khẩu. Tuy nhiên, nhu cầu huy động cao đối với nhà máy Vũng Áng ngày càng cao của A0, ngoài nguồn than do TK cung cấp, POW sẽ chủ động nhập thêm phần than còn lại để phục vụ nhu cầu sản xuất kinh doanh.

Biểu đồ 37. Sản lượng than cho tổng nhu cầu và sản xuất điện (nghìn tấn)



Nguồn: Dự thảo QH phân ngành than , KBSV

Đối với nguồn khí giá rẻ khu vực Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ ngày càng suy giảm, yếu tố này ảnh hưởng lớn đến việc giao kế hoạch Qc cũng như tính cạnh tranh của POW khi tham gia chào giá trên thị trường điện, ngoài ra chệnh lệch giá khí do chưa thống nhất tỷ lệ phân bổ khí bổ sung Petronas giữa PVN và EVN bình quân 40 tỷ/tháng, đã ảnh hưởng đến vận hành sản xuất và hiệu quả của các nhà máy điện. Nguồn khí bổ sung từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt với sản lượng bổ sung khoảng 1,8 tỷ m3/năm, tuy nhiên với giá khí cao sẽ làm ảnh hưởng tới khả năng chào giá trên thị trường điện cạnh tranh của các nhà máy điện khí. Bên cạnh đó, nguồn cung khí thiếu hụt thì sẽ dẫn đến các nhà máy sẽ phải chuyển sang chạy bằng dầu DO, và với chi phí cao sẽ làm cho biên lợi nhuận gộp sẽ giảm.

Rủi ro vận hành các nhà máy điện

Việc vận hành các nhà máy nhiệt điện là hết sức phức tạp đòi hỏi quy trình phải đồng bộ, chất lượng nhân sự có trình độ cao để nhà máy có thể vận hành trơn tru, an toàn. Có những sự cố nhỏ chỉ làm giảm công suất nhà máy trong khoảng thời gian ngắn, nhưng có những sự cố rất lớn như sự cố tại nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 nứt trục roto hơn 1 năm. Lợi nhuận PVPower giảm 1 nửa từ 2.169 tỷ đồng năm 2015 về 1,075 tỷ đồng năm 2016.

Rủi ro về tỷ giá

Thời điểm cuối năm 2020, nợ vay bằng đồng USD khoảng 2700 tỷ đồng giảm 52,5% so với năm 2019, cho thấy POW tích cực giảm thiểu gánh nặng tài chính cùng với đó là rủi ro đến từ biến động bất lợi từ tỷ giá. Tuy nhiên tới đây, POW sẽ đầu tư Nhơn Trạch 3&4, nên phải đối mặt với rủi ro khi nợ vay khi đầu từ bằng đồng ngoại tệ, kèm theo đó tỷ giá biến động cũng ảnh hưởng tới chi phí giá khí đầu vào, tác động tiêu cực tới hoạt động sản xuất kinh doanh.

V. Định giá

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2021

Trong năm 2021, với việc đi vào sửa chữa lớn đối với các nhà máy điện và ghi nhận 358 tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi PVM, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của POW lần lượt đạt 29.931 tỷ đồng (+0,67% YoY) và 2.707 tỷ đồng (+1,7% YoY). Sản lượng điện thương phẩm đạt 19,45 tỷ kWh (+1% YoY) . Tình hình kinh doanh tốt hơn trong năm 2022 khi mà các nhà máy điện của PVPower đã hoàn thành sửa chữa trong năm 2021 và đi vào vận hành ổn định.

Biểu đồ 18. Dự phóng sản lượng từ các loại hình phát điện của POW

	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu từ bán điện	**33,700.36**	**29,119.70**	**29,329.88**	**33,466.98**
Sản lượng	**22,525.90**	**19,163.00**	**19,448.23**	**22,201.70**
- Điện khí	15,762.80	11,550.00	12,784.13	14,143.41
- Điện than	5,770.50	6,542.00	5,694.00	7,008.00
- Thủy điện	992.60	1,071.00	970.10	1,050.29
Chi phí nguyên vật liệu	**15,892.87**	**11,706.40**	**17,147.30**	**18,137.17**
Giá bán bình quân	**1,496.07**	**1,519.58**	**1,508.10**	**1,507.41**
Chi phí nguyên liệu bình quân	**705.54**	**610.89**	**881.69**	**816.93**

Nguồn: KBSV

Khuyến nghị KHẢ QUAN với định giá 13.800 VNĐ/CP, upside 18% so với giá đóng cửa ngày 05/07/2021

Theo chúng tôi, PVPower là một trong những doanh nghiệp phát triển nguồn điện lớn nhất Việt Nam, các nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 sẽ là các yếu tố thúc đẩy kết quả kinh doanh trong dài hạn.

Chúng tôi sử dụng trung bình 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF) và P/E để xác định giá trị hợp lý của POW, chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu POW với giá mục tiêu 13.800 VNĐ/CP, upside 18% so với giá đóng cửa ngày 05/07/2021:

-Theo phương pháp P/E, chúng tôi định giá POW ở mức P/E hợp lý là 10 lần, tương đương mức cổ phiếu đạt 11.500 VNĐ/CP

-Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF), chúng tôi định giá POW ở mức 16.100 VNĐ/CP

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
(Báo cáo chuẩn)	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP
Doanh số thuần	32,662	35,374	29,732	29,931	34,079
Giá vốn hàng bán	-28,186	-30,237	-25,152	-25,764	-28,811
Lãi gộp	4,477	5,138	4,580	4,167	5,268
Thu nhập tài chính	516	453	440	834	474
Chi phí tài chính	-1,779	-1,324	-999	-1,038	-951
Trong đó: Chi phí lãi vay	-712	-1,154	-809	-799	-500
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-20	-27	-35	-35	-40
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-773	-1,176	-1,174	-836	-952
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,469	3,116	2,855	3,091	3,799
Thu nhập khác	33	68	30	0	0
Chi phí khác	-11	-19	-11	0	0
Thu nhập khác, ròng	22	49	20	20	20
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,492	3,165	2,875	3,111	3,819
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-205	-310	-212	-404	-496
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,287	2,855	2,663	2,708	3,324
Lợi ích của cổ đông thiểu số	366	345	298	230	266
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,921	2,510	2,365	2,478	3,058

Chỉ số hoạt động

(%)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.7%	14.5%	15.4%	13.9%	15.5%
Tỷ suất EBITDA	21.7%	21.0%	21.8%	23.1%	21.5%
Tỷ suất EBIT	9.8%	12.2%	12.4%	13.1%	12.7%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	7.6%	8.9%	9.7%	10.4%	11.2%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	7.6%	8.8%	9.6%	10.3%	11.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.0%	8.1%	9.0%	9.0%	9.8%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Lãi trước thuế	2,492	3,165	2,860	3,111	3,819
Khấu hao TSCĐ	3,920	3,132	2,824	3,079	3,079
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-357	-306	-441	0	0
Chi phí lãi vay	-1,318	-1,203	-893	-799	-500
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	7,524	7,884	7,624	6,990	7,399
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-1,201	-1,535	1,288	118	-981
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-624	2,774	-240	-42	-209
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	642	-2,375	707	10	-588
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	129	215	-117	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay	0	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	4,996	5,323	7,908	5,834	4,430
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-219	-187	-147	-6,685	-19,625
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	-4	3	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-293	-896	-601	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,184	286	520	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	124	81	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	759	298	374	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	1,555	-422	149	-6,685	-19,625
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	2	125	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	7,103	12,947	14,186	1,825	13,199
Tiền trả các khoản đi vay	-12,387	-15,201	-19,358	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-349	-751	-1,025	-468	-468
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-5,633	-3,003	-6,072	1,356	12,731
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	919	1,898	1,986	506	-2,465
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,266	3,185	5,083	7,070	7,575
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3,185	5,083	7,070	7,575	5,111

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
(Báo cáo chuẩn)	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP
Tổng Cộng Tài Sản	58,111	55,696	54,050	58,124	73,590
Tài Sản Ngắn Hạn	15,251	16,075	16,897	17,357	16,103
Tiền và tương đương tiền	3,185	5,083	7,070	7,575	5,111
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	176	658	789	789	789
Các khoản phải thu	7,531	8,714	7,196	7,078	8,059
Hàng tồn kho, ròng	4,187	1,428	1,728	1,770	1,979
Tài Sản Dài Hạn	42,860	39,621	37,153	40,766	57,487
Phải thu dài hạn	42	3	3	3	3
Tài sản cố định	40,177	37,320	34,614	31,535	28,456
Tài sản dở dang dài hạn	378	217	251	6,936	26,561
Đầu tư dài hạn	937	983	1,028	1,028	1,028
Lợi thế thương mại	16	9	2	0	0
Nợ Phải Trả	31,296	26,186	22,784	24,617	37,228
Nợ ngắn hạn	17,571	17,064	16,480	16,471	15,883
Phải trả người bán	5,900	4,202	4,649	4,580	4,933
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	1	1	1	0	0
Vay ngắn hạn	6,554	9,158	7,019	7,000	7,000
Nợ dài hạn	13,725	9,123	6,304	8,146	21,345
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiên	0	0	0	0	0
Vay dài hạn	13,304	8,394	5,391	7,235	20,434
Vốn Chủ Sở Hữu	26,815	29,509	31,267	33,506	36,361
Vốn góp	23,419	23,419	23,419	23,419	23,419
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	859	2,651	4,302	5,947	8,536
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	228	228	226	226	226
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,309	2,623	2,729	2,959	3,225

Chỉ số chính

(x,%,VND)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Chỉ số định giá					
P/E	12.0	9.6	10.3	10.1	8.2
P/E pha loãng	12.0	9.6	10.3	10.1	8.5
P/B	10.2	9.3	8.8	8.2	7.5
P/S	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
P/Tangible Book	10.2	9.3	8.8	8.2	7.6
P/Cash Flow from Operating	5.5	5.1	3.5	4.7	6.2
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	6.5	5.7	5.5	5.3	7.2
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	14.5	9.8	9.6	9.5	12.3
Hiệu quả quản lý					
ROE	8.4%	10.1%	8.8%	8.4%	9.5%
ROA	3.2%	4.4%	4.3%	4.4%	4.6%
ROIC	6.5%	9.2%	8.1%	8.6%	7.7%
Cấu trúc tài chính					
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	19.1%	33.6%	47.7%	50.8%	37.1%
Tỷ suất thanh toán nhanh	62.0%	84.7%	91.3%	93.8%	87.9%
Tỷ suất thanh toán hiện thời	86.8%	94.2%	102.5%	105.4%	101.4%
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	49.6%	30.9%	20.2%	24.3%	58.7%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	22.9%	15.1%	10.0%	12.4%	27.8%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	24.4%	31.0%	22.4%	20.9%	19.3%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	11.3%	16.4%	13.0%	12.0%	9.5%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	65.5%	57.8%	52.7%	49.2%	43.7%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	30.2%	30.6%	30.5%	28.3%	21.6%
Tổng công nợ/Vốn CSH	116.7%	88.7%	72.9%	73.5%	102.4%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	53.9%	47.0%	42.2%	42.4%	50.6%
Chỉ số hoạt động					
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	4.6	4.4	3.7	4.2	4.5
Hệ số quay vòng HTK	7.3	10.8	15.9	14.7	15.4
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	5.3	5.4	5.8	5.6	6.1

Nguồn: POW, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhtd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhttv@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh
anhttp@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu
hieunn@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ
Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.