

Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power)

Báo cáo lần đầu –

IPO 21/01/2018

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	19,400
Upside	35%

Thông tin cổ phiếu

Giá khởi điểm đầu giá (VND)	14,400
Số lượng CP niêm yết dự kiến (triệu cp)	2,342
Vốn hóa thị trường theo giá khởi điểm (tỷ đồng)	33,723
Giá cao nhất 52 tuần	n/a
Giá thấp nhất 52 tuần	n/a
KLGDĐQ (cổ phiếu)	n/a
FOL	0%
% sở hữu nước ngoài	n/a

Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)	100%
---------------------------------	------

Utility (power) Analyst

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc

ngoc.nguyenhoangbich@mbs.com.vn

Thị trường và quy mô hấp dẫn

- Ngành năng lượng là lĩnh vực hấp dẫn do mức thiếu hụt ngày càng cao khi công suất lắp đặt chưa được mở rộng tương ứng với nhu cầu tiêu thụ điện, dự báo tiếp tục tăng trưởng 10% - 11%/năm.
- Tổng công ty sản xuất điện lớn thứ 2 ở Việt Nam với công suất 4,208 MW, cung cấp 11% - 12% nhu cầu điện cả nước**, tiềm năng tăng trưởng của PV Power được đánh giá cao dựa trên xu hướng phát triển của ngành. Bên cạnh đó, **64% công suất tập trung ở phía Nam, khu vực kinh tế phát triển nhất Việt Nam và mức độ thiết hụt năng lượng điện ngày càng cao**. Điều này sẽ tạo nhiều thuận lợi cho PV Power trong hoạt động kinh doanh của các nhà máy hiện hữu cũng như phát triển các dự án mới Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4.
- Lợi nhuận sau thuế hợp nhất 2017 dự kiến tăng trưởng mạnh 50% đạt 2,283 tỷ đồng nhờ nhà máy Vũng Áng 1 dần hoạt động ổn định. **Giai đoạn 2018 – 2022, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ bình quân đạt lần lượt 9% và 12%/năm**, tương ứng 46,263 tỷ đồng và 3,016 tỷ đồng vào năm 2022. Trong đó, **sản lượng điện dự kiến tăng mạnh 15% trong năm 2021 và 10% trong 2022 từ việc vận hành thương mại Nhơn Trạch 3 (2021) và Nhơn Trạch 4 (2022)**.
- Khuyến nghị: Giá trị hợp lý của cổ phiếu PV Power được xác định ở mức 19,400 đồng/cổ phiếu** với sự kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE (Re 15%) và Multiple theo EV/EBITDA (EV/EBITDA kỳ vọng 10x). Trong đó, chỉ số EV/EBITDA được áp dụng so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành khu vực Đông Nam Á có quy mô vốn hóa tương đương hoặc lớn hơn. Chúng tôi **khuyến nghị mua đôi với cổ phiếu PV Power với khả năng tăng giá dự kiến 35% so với mức giá khởi điểm 14,400 đồng/CP**.
- Rủi ro:** Mặc dù kết quả định giá dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi vẫn lưu ý các nhà đầu tư về một số rủi ro tiềm ẩn. Cụ thể, (i) **Rủi ro tỷ giá** với cơ cấu vay ngoại tệ 81% trong tổng nợ vay. (ii) **Rủi ro tăng giá chi phí nguyên nhiên liệu đầu vào** khi giá than và giá khí đang dần tiệm cận với thị trường thế giới và có xu hướng gia tăng. **Dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 dự kiến sử dụng nguồn khí LNG nhập khẩu với mức giá cao hơn 60% - 100% so với giá khí hiện tại của Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2. Giá khí Cà Mau 1&2 có khả năng tăng khi khai thác hết trữ lượng khí PM3-CAA hiện hữu và phải bổ sung nguồn khí từ phía Malaysia hoặc kỳ vọng vào nguồn khí Lô B – Ô Môn có thể cung cấp từ cuối 2021.** (iii) **Rủi ro về các dự án được chuyển giao từ PVN** chưa rõ hiệu quả, có thể làm gia tăng đáng kể chi phí khấu hao và chi phí lãi vay của công ty.

Dự báo lợi nhuận

Bảng 1: Các chỉ tiêu chính (tỷ VND)	2015	2016	2017F	2018F
Sản lượng điện sản xuất (triệu kWh)	17,554	21,132	20,776	22,225
Tăng trưởng sản lượng	9%	20%	-2%	7%
Doanh thu thuần	23,230	28,212	29,864	32,585
Tăng trưởng doanh thu	-5%	21%	6%	9%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,169	1,075	1,744	2,138
Tăng trưởng lợi nhuận	-1%	-50%	62%	23%
EPS (VND)			735	869
BVPS (VND)			11,840	12,209
ROE	10%	4%	6%	8%
ROA	4%	2%	3%	3%

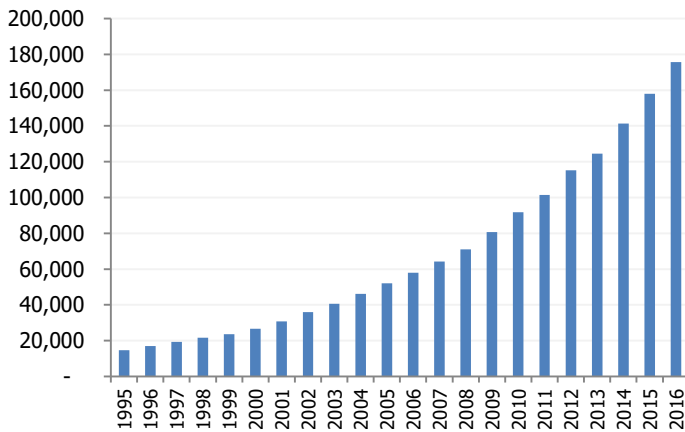
Nguồn: BCTC PV Power & MBS Research dự phóng

Thị trường điện Việt Nam

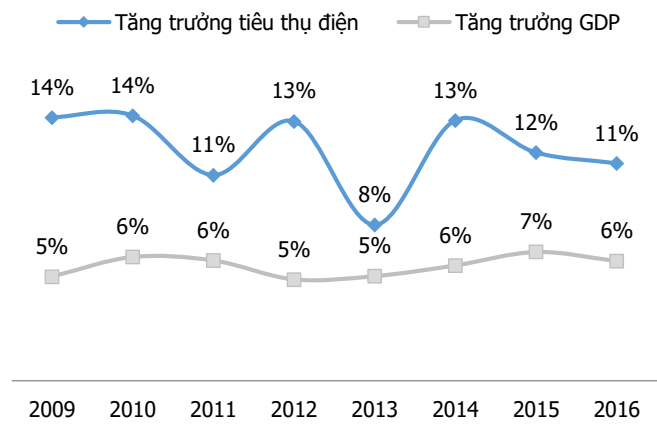
Chúng tôi cho rằng ngành điện Việt Nam là một trong những ngành thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và có tiềm năng tăng trưởng rộng lớn với tốc độ tiêu thụ cao, đạt bình quân 13%/năm từ 2006 - 2016, gấp đôi so với tăng trưởng GDP tương ứng cùng giai đoạn 6%/năm. Công suất lắp đặt cũng được cải thiện mạnh từ 24,744 MW (2011) lên 41,400 MW (2016) nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường. Sức tiêu thụ đến từ ngành công nghiệp, xây dựng (54% tổng tiêu thụ điện cả nước) & nhóm cư dân (35%), chủ yếu tập trung ở 2 khu vực kinh tế lớn miền Nam (49%) & miền Bắc (41%).

Theo Quy hoạch điện VII điều chỉnh, với mục tiêu phát triển kinh tế và tăng trưởng GDP bình quân 7%/năm trong 2016 – 2030, **nhu cầu sử dụng điện được dự báo tiếp tục tăng trưởng 10% - 11%/năm, song song đó công suất lắp đặt được đẩy mạnh theo từng giai đoạn sẽ gấp 3 lần công suất hiện tại & đạt mốc 129,500 MW vào năm 2030**. Trong đó, đóng góp chính vẫn là các nguồn năng lượng truyền thống bao gồm thủy điện, nhiệt điện than, nhiệt điện khí; đồng thời phát triển mạnh năng lượng tái tạo.

Biểu 1: Sản lượng điện tiêu thụ Việt nam (triệu Kwh)

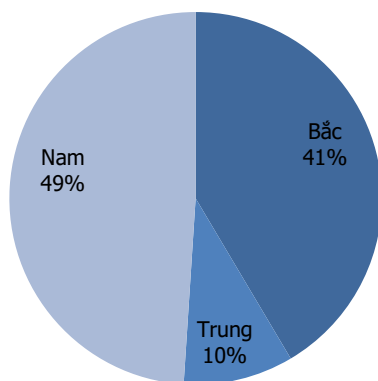


Biểu 2: Tăng trưởng tiêu thụ điện & GDP

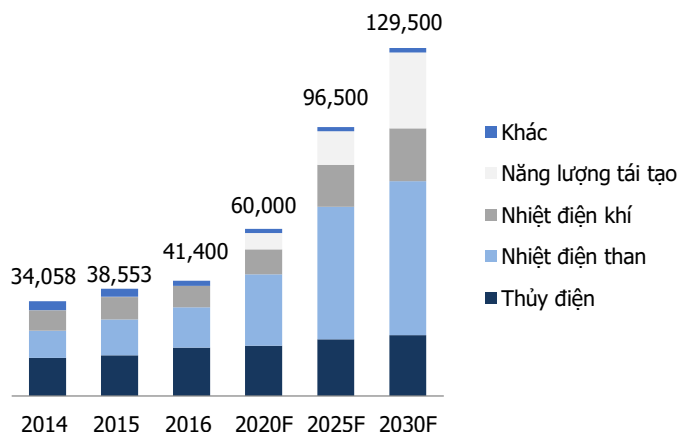


Nguồn: GSO, MBS Research

Biểu 3: Cơ cấu tiêu thụ điện theo vùng miền 2015



Biểu 4: Công suất điện lắp đặt (MW)



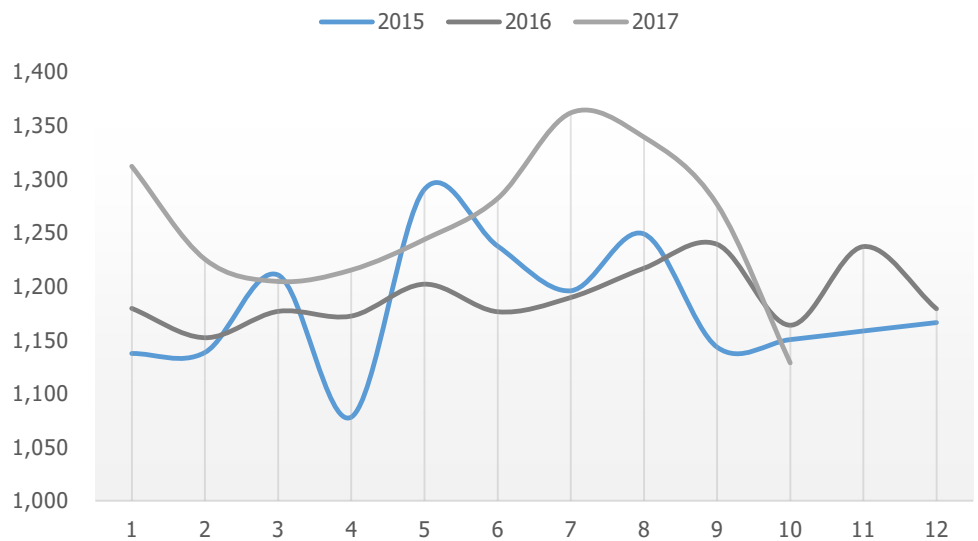
Nguồn: EVN, Quy hoạch điện VII điều chỉnh, MBS Research

Bên cạnh tăng trưởng về mặt quy mô, chúng tôi kỳ vọng cơ chế vận hành thị trường từng bước chuyển đổi theo 3 giai đoạn của thị trường điện cạnh tranh, **sẽ giúp các nhà máy điện có chi phí sản xuất thấp và tập trung tại các khu vực kinh tế trọng điểm sẽ có lợi thế khi chào giá**. 2018 sẽ thực hiện hoàn chỉnh giai đoạn 1 - thị trường phát điện

cạnh tranh (CGM – Competitive Generation Market), làm tiền đề để 2019 vận hành thí điểm giai đoạn 2 – thị trường bán buôn điện cạnh tranh (WCM – Competitive Wholesales Electricity Market). Việc tự do dòng vốn đầu tư vào ngành cũng được cải thiện, điển hình là các đợt IPO lớn của PV Power & GENCO 3 (Tổng công ty Phát điện 3) trong năm 2018.

Chúng tôi ước tính giá bán lẻ điện Việt Nam tiếp tục tăng trưởng trong các năm tới, kéo theo kỳ vọng điều chỉnh giá mua điện tương ứng. So sánh giá bán lẻ điện Việt Nam với các nước khu vực Châu Á, mức giá hiện tại vẫn thấp hơn 30% - 50%. Từ 2005 đến nay, thị trường điện Việt Nam vận hành theo hình thức thị trường phát điện cạnh tranh, trong đó EVN vẫn là đơn vị mua bán điện độc quyền. Quyết định số 24/2017/QĐ-TTg có hiệu lực từ 15/08/2017 cho phép EVN được chủ động điều chỉnh giá bán điện bình quân trong khung 3% - 5%.

Biểu 5: Giá mua điện bình quân của EVN (đồng/kWh)

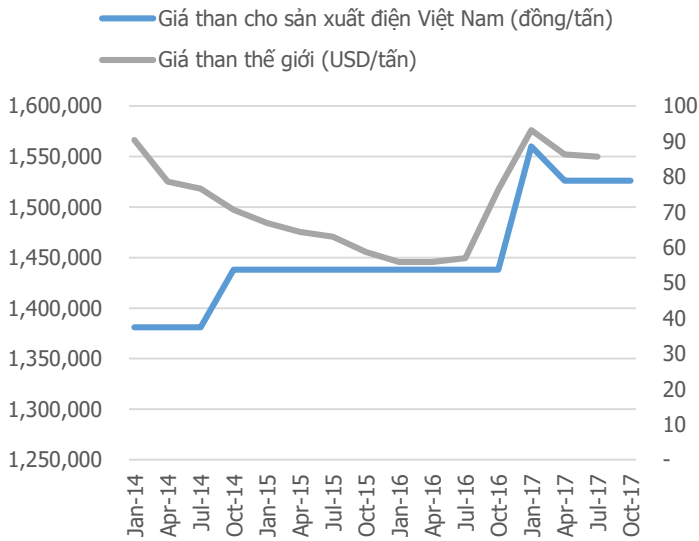


Nguồn: MOIT, MBS Research

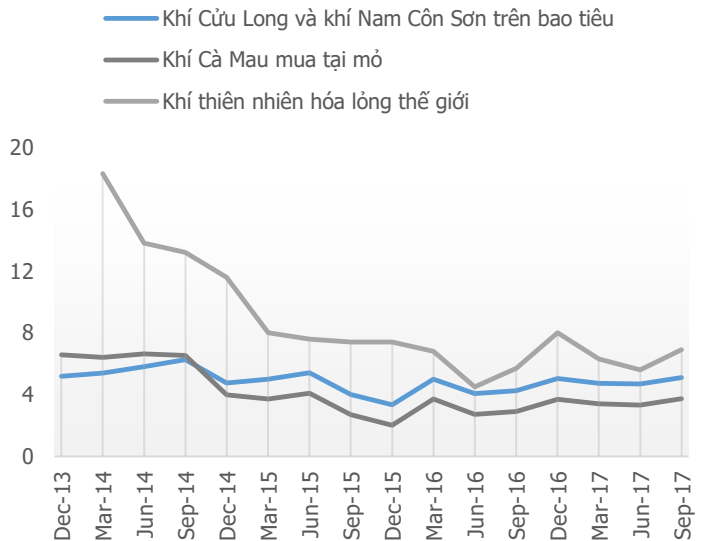
Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng chi phí sản xuất điện đôi với nhiệt điện than và nhiệt điện khí ước tính gia tăng trong thời gian tới do chi phí đầu vào của các nguồn năng lượng chính dân tiệm cận với thị trường thế giới và dự kiến tăng trong dài hạn. Từ năm 2013, khi Chính phủ giảm trợ cấp cho các nhà máy nhiệt điện than, giá than trong nước đã theo dần theo xu hướng chung của giá than thế giới. Giai đoạn 2015 đến nay, giá than thế giới tăng trở lại với tốc độ 20%/năm. Giá than Việt Nam – theo ảnh hưởng từ lượng than nhập khẩu – cũng tăng trưởng nhẹ 3%/năm. **Dự kiến trong các năm tới, với quy hoạch ngành nhiệt điện than tăng công suất mạnh mẽ, nguồn than nguyên liệu sẽ ngày càng phụ thuộc vào hoạt động nhập khẩu.**

Tương tự đối với nguồn khí nguyên liệu, từ tháng 1/2016, giá khí Cửu Long & Nam Côn Sơn trên bao tiêu được áp dụng theo cơ chế thị trường (46% giá MFO) nhưng không thấp hơn giá khí miệng giếng. Tính đến tháng 10/2017, giá khí trên bao tiêu ở mức 5.1 USD/triệu BTU, cao hơn 1.4 lần so với giá khí Cà Mau mua tại mỏ 3.7 USD/ triệu BTU. **Về dài hạn, giá khí nhiên liệu có khả năng gia tăng khi (i) cơ chế giá bao tiêu khu vực Phú Mỹ - Bà Rịa Vũng Tàu kết thúc khi khai thác hết trữ lượng khí hiện hữu và (ii) trữ lượng khí trong nước cạn dần và thay thế bằng nguồn khí nhập khẩu LNG (liquefied natural gas) với mức giá hiện tại khoảng 8.1 – 10.2 USD/triệu BTU (chưa bao gồm chi phí vận chuyển và nhập khẩu).**

Biểu 6: Giá than Việt Nam & thế giới



Biểu 7: Giá khí Việt Nam & thế giới (USD/triệu BTU)

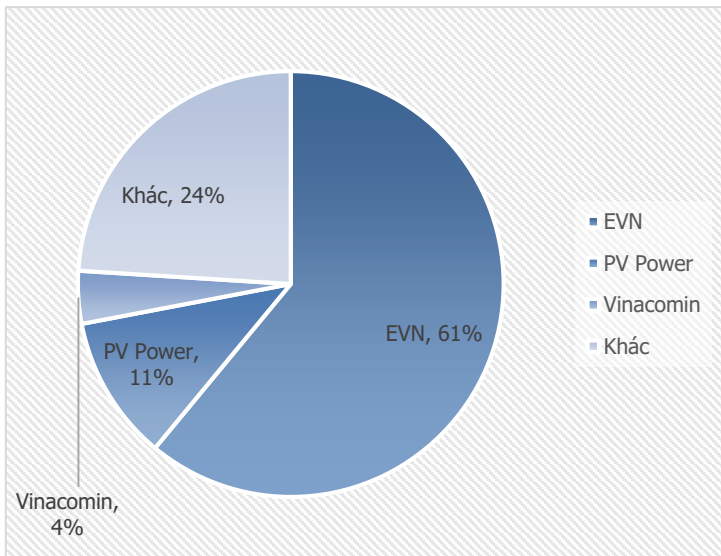


Nguồn: MOIT, www.quandl.com, www.meti.go.jp, MBS Research

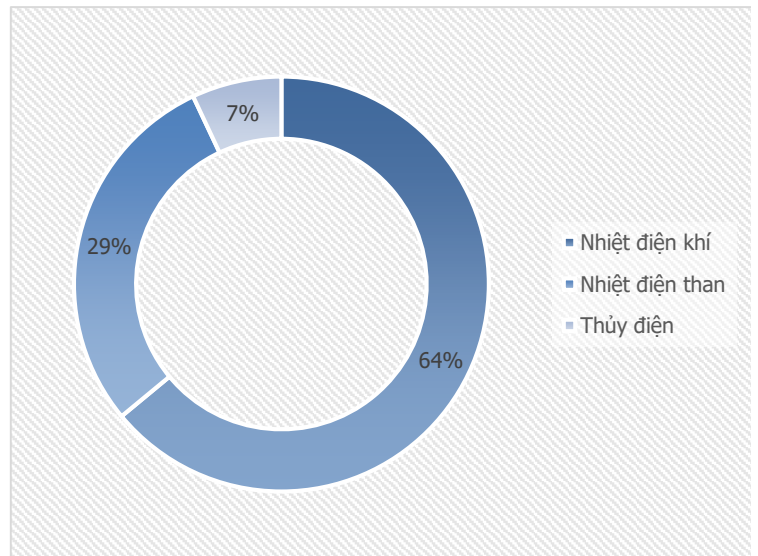
Quy mô & vị thế PV Power

Là công ty chiếm lĩnh vị trí quan trọng trong hệ thống điện của Việt Nam, PV Power có tổng công suất lắp đặt các nhà máy đạt 4,208 MW, lớn thứ 2 ở Việt Nam, tương đương 11% tổng công suất cả nước. Trong đó, 64% nguồn năng lượng tập trung vào nhiệt điện khí (nhà máy Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2) với công suất 2,700 MW và nhiệt điện than (nhà máy Vũng Áng 1) với công suất 1,200 MW ~ 29% tổng công suất, còn lại là thủy điện. Đây cũng là nguồn đem lại doanh thu và lợi nhuận chính cho PV Power với **sản lượng điện sản xuất bình quân trên 21 tỷ kWh/năm, cung cấp 12% nhu cầu cả nước.**

Biểu 8: Thị phần công suất phát điện



Biểu 9: Cơ cấu loại hình phát điện PV Power



Nguồn: PV Power, MBS Research

Bảng 2: Các nhà máy điện, đơn vị trực thuộc và công ty con của PV Power												
Công ty	Nhà máy	Công suất (MW)	Sản lượng điện bình quân/năm (triệu kWh)	Nguồn nguyên liệu	Phát điện thương mại	Thị trường phát điện cạnh tranh	PPA	Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của PV Power	Định hướng
Nhà máy điện												
Nhiệt điện than - Đơn vị trực thuộc												
Công ty Điện lực Dầu Khí Hà Tĩnh	Vũng Áng 1	1,200	chưa ổn định	Tập đoàn TKV	2015	2016	10 năm					
Nhiệt điện khí												
Đơn vị trực thuộc												
Công ty Điện lực Dầu Khí Cà Mau	Cà Mau 1&2	1,500	8,000	PM3 - Cà Mau	2008	Không tham gia	20 năm			861		
Công ty Điện lực Dầu Khí Nhơn Trạch	Nhơn Trạch 1	450	2,500	Cửu Long - Nam Côn Sơn	2009	7/1/2012	10 năm			694		
Công ty con												
CTCP Điện lực Dầu Khí Nhơn Trạch 2	Nhơn Trạch 2	750	5,200	Cửu Long - Nam Côn Sơn	2011	7/1/2012	10 năm	4,908	2,849	1,085	59%	
Dự án PVN giao												
	Nhơn Trạch 3	750		Cảng nhập & tái hóa khí LNG Thị Vải	2021	2017 - 2020	750	70%				
	Nhơn Trạch 4	750		Cảng nhập & tái hóa khí LNG Thị Vải	2022	2018 - 2021	750	70%				
Thủy điện - Công ty con												
CTCP Thủy điện DrakDrink (Quảng Ngãi)	Drakdrink	125	500		2014	2015	10 năm	1,091	1,021	88	95%	Thoái vốn còn 51% 2017 - 2020
CTCP Thủy điện Hòa Na (Nghệ An)	Hòa Na	180	550		2013	2013	10 năm	2,236	2,257	-51	84%	
CTCP Điện lực Dầu khí Bắc Kạn	Nậm Cắt	3.2	15		2013	Không tham gia	20 năm	73	85	0.17	96%	
Cung ứng dịch vụ												
Hoạt động												
Thành lập												
Đơn vị trực thuộc												
Công ty Nhập khẩu & Phân phối Than Điện lực Dầu Khí	Cung ứng than				2013							
Công ty con												
CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Điện lực Dầu khí Việt Nam	Bảo trì, đại tu nhà máy điện				2007			193	150	25	51%	
CTCP Máy - Thiết bị Dầu khí	Dịch vụ cung cấp vật tư, phụ tùng thay thế				2010			452	386	25	52%	

Note

Thời hạn PPA tính từ năm vận hành thương mại

Số liệu tài chính kết thúc năm 2016

Nguồn

Công bố thông tin IPO, Phương án cổ phần hóa PV Power, MBS Research

Quan điểm & định giá

Bảng 3: Kết quả kinh doanh dự phóng (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	28,212	29,864	32,585	35,331	35,183	41,169	46,263
Giá vốn hàng bán	24,429	24,994	27,430	29,741	29,276	34,656	39,393
Lợi nhuận gộp	3,783	4,869	5,155	5,589	5,907	6,513	6,870
Doanh thu hoạt động tài chính	459	372	450	359	171	171	277
Chi phí tài chính	1,798	1,918	1,654	1,393	1,147	1,240	1,732
Chi phí quản lý doanh nghiệp	739	776	814	855	898	943	990
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1,702	2,532	3,120	3,682	4,016	4,480	4,402
Lợi nhuận trước thuế	1,696	2,545	3,120	3,682	4,016	4,480	4,402
Lợi nhuận sau thuế	1,517	2,265	2,777	3,277	3,574	3,987	3,917
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	1,075	1,744	2,138	2,523	2,752	3,070	3,016
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	443	521	639	754	822	917	901

Nguồn: MBS dự phóng

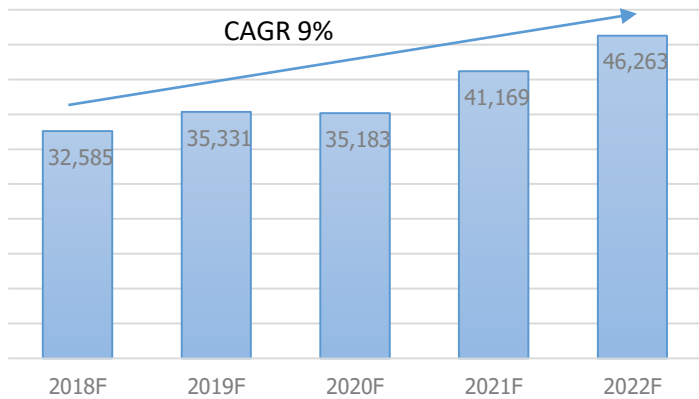
Chúng tôi khuyến nghị mua PV Power với giá mục tiêu 19,400 đồng/cổ phiếu dựa trên các yếu tố chính sau đây:

- Công ty sản xuất điện lớn thứ 2 tại Việt Nam với tổng công suất 4,208 MW trong một thị trường tiềm năng với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện luôn cao hơn gấp đôi tăng trưởng GDP và mức thiếu hụt điện ngày càng tăng khi công suất sản xuất không gia tăng kịp với sản lượng tiêu thụ.
- **Sản lượng điện sản xuất tăng bình quân 7%/năm.** Trong đó, 2018 – 2020 duy trì ổn định trong khoảng 22,000 – 23,000 triệu kWh. Bước sang năm 2021 và 2020, sản lượng điện dự kiến **tăng mạnh 15% và 10% từ việc vận hành thương mại Nhơn Trạch 3 (2021) và Nhơn Trạch 4 (2022).**
- **Tỷ suất lợi nhuận gộp 2018 – 2019 dự phóng xoay quanh mức 16%, tương đương năm 2017, cải thiện lên mức 17% vào năm 2020** nhờ nhà máy Cà Mau 1&2 hết thời gian khấu hao vào 2018, 2019.
- Chi phí lãi vay ghi nhận vào kết quả kinh doanh ước giảm dần 50% trong giai đoạn 2017 - 2020 còn 626 tỷ đồng, dựa trên lịch trả nợ của các khoản vay hiện hữu.

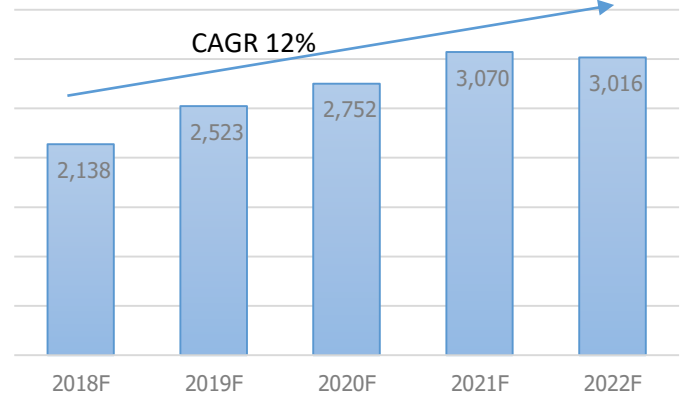
Theo đó, giai đoạn 2018 – 2022, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ bình quân đạt lần lượt 9% và 12%/năm, tương ứng 46,263 tỷ đồng và 3,016 tỷ đồng vào năm 2022.

Kết quả dự phóng hiện tại dựa trên cơ cấu danh mục hiện hữu, chưa tính đến khả năng thoái vốn các đơn vị, công ty con, công ty liên kết và danh mục tài chính. Chúng tôi cho rằng trong trường hợp PV Power giảm tỷ lệ sở hữu các công ty con nhóm thủy điện hoặc NT2 nhưng vẫn giữ mức chi phối 51%, PV Power sẽ thu về giá trị hợp lý tương xứng với khả năng sinh lời & chi phí đầu tư đã thực hiện. Điều này còn góp phần tăng dòng tiền đầu tư cho các dự án trong tương lai.

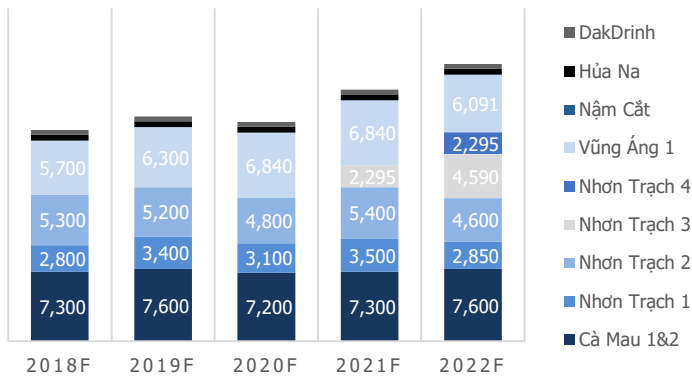
Biểu 10: Tăng trưởng doanh thu 2018 - 2022 (tỷ đồng)



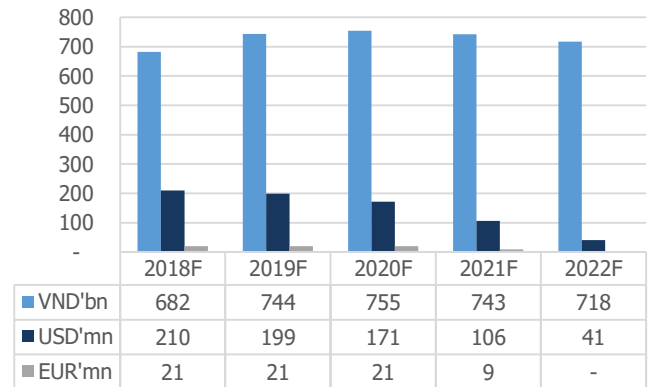
Biểu 11: Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ 2018 - 2022 (tỷ đồng)



Biểu 12: Sản lượng điện sản xuất dự phóng (triệu kWh)



Biểu 13: Lịch trả nợ dự kiến các khoản vay dài hạn



Nguồn: PV Power, MBS dự phóng

Giá trị hợp lý của cổ phiếu PV Power được xác định ở mức 19,400 đồng/cổ phiếu với sự kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền và Multiple.

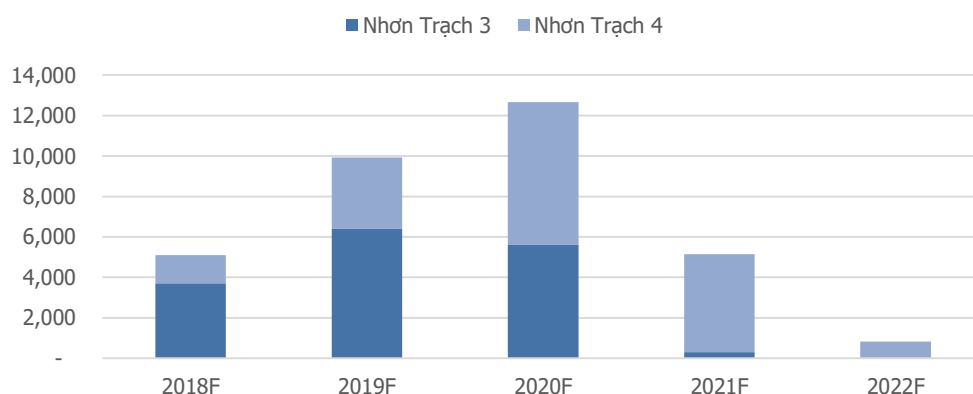
- **FCFE:** (i) Dòng tiền thuần dự kiến âm trong 2018 – 2020, tương ứng với giai đoạn giải ngân mạnh cho 2 dự án mới và sẽ cải thiện trở lại từ 2021 khi nguồn thu phát điện các dự án này bù đắp được một phần chi phí phát sinh. (ii) Suất chiết khấu được áp dụng ở mức **Re 15%**. Tăng trưởng ngành điện Việt Nam dự kiến đạt 10% - 11% trong các năm tới, tuy nhiên theo quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng **tốc độ tăng trưởng dài hạn của công ty ở mức 6%**.
- **EV/EBITDA:** với quy mô vốn hóa dự kiến xấp xỉ **1.5 tỷ USD (tính theo giá khởi điểm đầu giá 14,400 đồng/cổ phiếu)**, chúng tôi so sánh PV Power với các doanh nghiệp cùng ngành có quy mô vốn thị trường tương đương hoặc lớn hơn trong khu vực Đông Nam Á. Theo đó, **EV/EBITDA kỳ vọng ở mức 10x**.

Bảng 4: Giá trị định giá theo các phương pháp		
Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Tỷ trọng
FCFE	19,703	50%
EV/EBITDA	19,045	50%
Giá trị hợp lý	19,400	100%

Bảng 5: EV/EBITDA các doanh nghiệp cùng ngành (triệu USD)						
Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	NPAT	EV	EBITDA	EV/EBITDA
Malakoff Corp Berhad	Malaysia	1,212	90	6,547	725	9
YTL Power International Bhd (YTLP.KL)	Malaysia	2,678	175	9,317	700	13
Glow Energy PCL (GLOW.BK)	Thailand	3,887	280	5,570	587	9
Genting Berhad	Malaysia	7,525	542	13,909	1,540	9
Tenaga Nasional Bhd	Malaysia	22,721	1,743	42,884	6,126	7
Bình quân						10

Nguồn: Bloomberg, Reuters

Biểu 14: Giải ngân dự án Nhơn Trạch 3 & 4 (tỷ đồng)



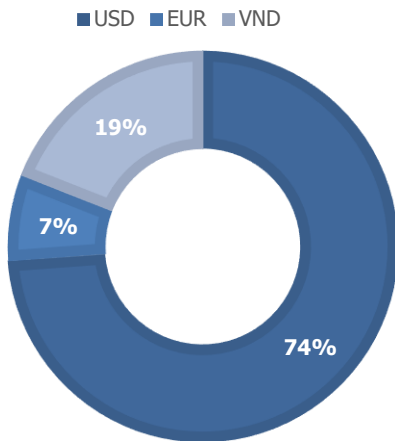
Nguồn: PV Power, MBS dự phóng

Rủi ro

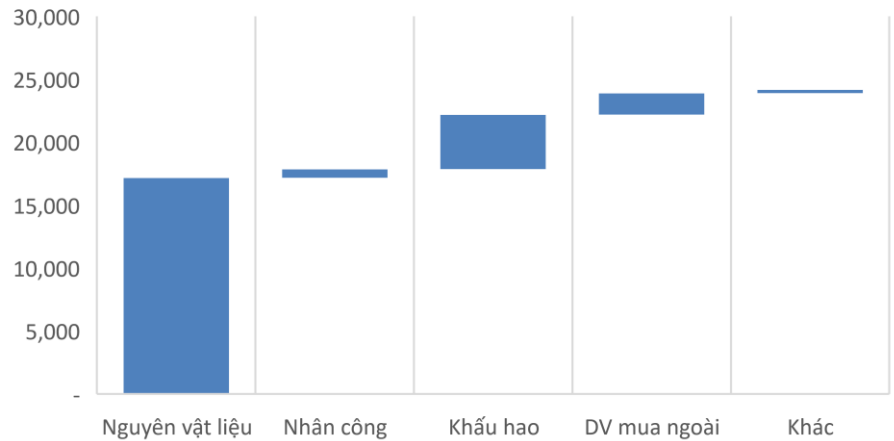
Rủi ro tỷ giá. Mặc dù đòn bẩy tài chính của PV Power vẫn ở mức an toàn, bình quân qua các năm khoảng 61% nợ/tổng tài sản. Tuy nhiên, với 81% nợ vay bằng ngoại tệ, chúng tôi cho rằng đây vẫn là một điểm quan ngại ảnh hưởng đến lợi nhuận công ty.

Rủi ro tăng giá chi phí nguyên nhiên liệu đầu vào. Nguyên nhiên liệu là chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất, **xấp xỉ 70%** trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh. **Chi phí sản xuất điện của Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 dự kiến tăng mạnh so với Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 khi sử dụng nguồn khí LNG nhập khẩu với mức giá cao hơn 60% - 100% so với giá khí Cửu Long – Nam Côn Sơn hiện nay.** Đồng thời, khi khai thác hết trữ lượng khí PM3-CAA, Cà Mau 1&2 có khả năng phải thương lượng với phía Malaysia để mua thêm khí hoặc kỳ vọng vào nguồn khí Lô B – Ô Môn có thể cung cấp từ cuối 2021. Khi cơ chế vận hành dần chuyển sang thị trường cạnh tranh, giá thành sản xuất cao là một trở ngại lớn trong việc chào giá bán điện năng.

Biểu 15: Cơ cấu nợ vay theo đồng tiền



Biểu 16: Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố 2016 (tỷ đồng)



Nguồn: PV Power, MBS Research

Rủi ro về các dự án được chuyển giao. Hiện tại, **PVN đang triển khai một số dự án nhiệt điện than như Thái Bình 2, Long Phú và Sông Hậu – được đánh giá có khả năng trễ tiến độ và gia tăng chi phí đầu tư.** Mặc dù việc chuyển giao dự án giữa PVN và PV Power sau khi cổ phần hóa doanh nghiệp đòi hỏi sự thông qua của Đại hội đồng cổ đông. Ngoài ra, (i) trước mắt PV Power chỉ cung cấp dịch vụ vận hành và bảo dưỡng, sửa chữa khi các nhà máy này đi vào hoạt động và (ii) trường hợp PVN đàm phán thành công với các nhà tài trợ và PV Power cân đối được dòng tiền trả nợ trước hạn cho Vũng Áng 1, PVN sẽ giảm tỷ lệ sở hữu PV Power còn 36% trong 2019, sớm hơn dự kiến ban đầu vào năm 2025. Tuy nhiên, trước thông tin chưa rõ ràng và việc PVN vẫn nắm giữ tỷ lệ sở hữu chi phối, chúng tôi cho rằng **PV Power vẫn có khả năng tiếp nhận các dự án trên. Điều này sẽ làm gia tăng đáng kể chi phí khấu hao và chi phí lãi vay của công ty.**

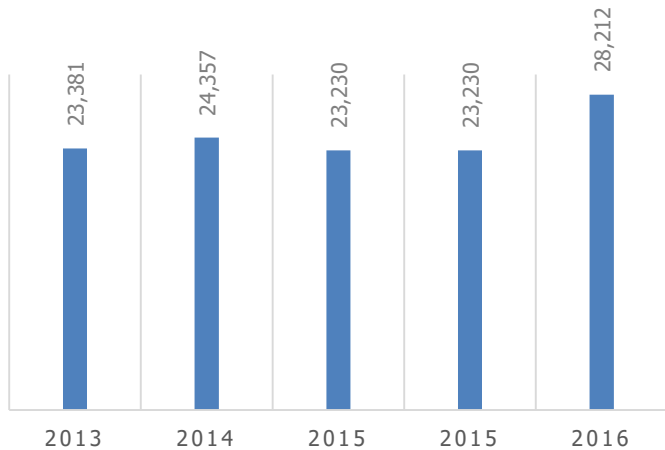
Kết quả kinh doanh 2013 - 2016

Doanh thu duy trì ổn định ở mức 23,000 – 24,000 tỷ đồng trong các năm 2013 – 2015 và tăng mạnh 21% vào năm 2016 với việc tiếp nhận nhà máy Vũng Áng 1.

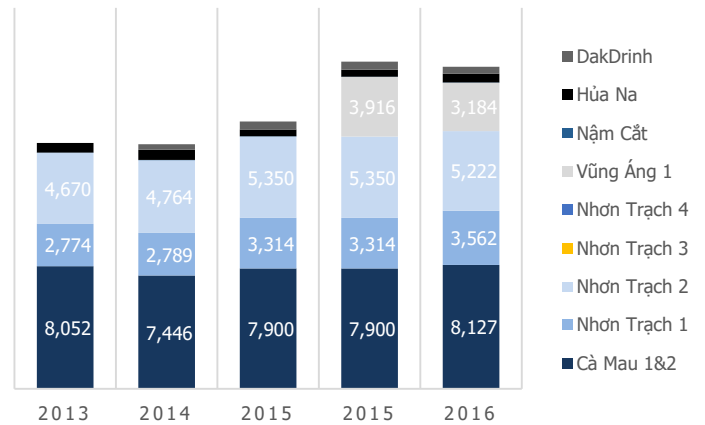
94% - 97% doanh thu của PV Power đến từ doanh thu bán điện. Năm 2014, mặc dù sản lượng điện sản xuất giảm nhẹ nhưng doanh thu vẫn tăng trưởng 4% chủ yếu nhờ khoản doanh thu hồi tố của Nhơn Trạch 2 ghi nhận 650 tỷ đồng từ chênh lệch giá bán điện theo PPA mới. Năm 2015 diễn biến theo xu hướng ngược lại, khi sản lượng điện tăng 9% từ các nhà máy nhiệt điện khí Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2 và ghi nhận thêm khoản doanh thu hồi tố 1,045 tỷ đồng, doanh thu thuần vẫn giảm 5%. Nguyên nhân chủ yếu do giá khí nhiên liệu giảm, kéo theo giá bán điện điều chỉnh giảm.

Năm 2016, bên cạnh việc tiếp nhận nhà máy Vũng Áng 1 giúp tổng sản lượng điện tăng 20%, doanh thu tăng mạnh nhờ khoản doanh thu bất thường 1,941 tỷ đồng. Khác với doanh thu hồi tố, đây là khoản tạm tính từ chênh lệch giữa cước phí tạm tính & cước phí thực tế vận chuyển đường ống dẫn khí Phú Mỹ - Hồ chí minh 2012 - 2015; ghi nhận theo nguyên tắc ngang với giá khí và không ảnh hưởng đến lợi nhuận hợp nhất.

Biểu 17: Doanh thu thuần 2013 – 2016 (tỷ đồng)



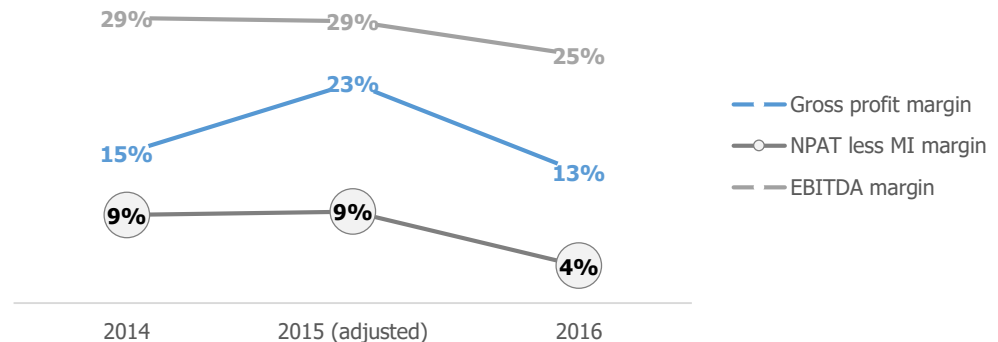
Biểu 18: Sản lượng điện sản xuất (triệu kWh)



Nguồn: PV Power, MBS Research

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện từ 12% năm 2013 đến 23% năm 2015 nhưng giảm mạnh về 13% vào năm 2016. (i) Hiệu suất hoạt động (trên công suất tối đa) của Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 cải thiện từ 70% - 71% (2013) lên 81% - 84% (2015), (ii) các khoản doanh thu hồi tố 2014, 2015 và (iii) giá khí nhiên liệu giảm trong 2015 là các yếu tố chính thúc đẩy sự gia tăng của tỷ suất lợi nhuận gộp trong giai đoạn này. Riêng năm 2016, do nhà máy Vũng Áng 1 chỉ hoạt động với hiệu suất 30% kéo theo biên lợi nhuận gộp hợp nhất giảm mạnh.

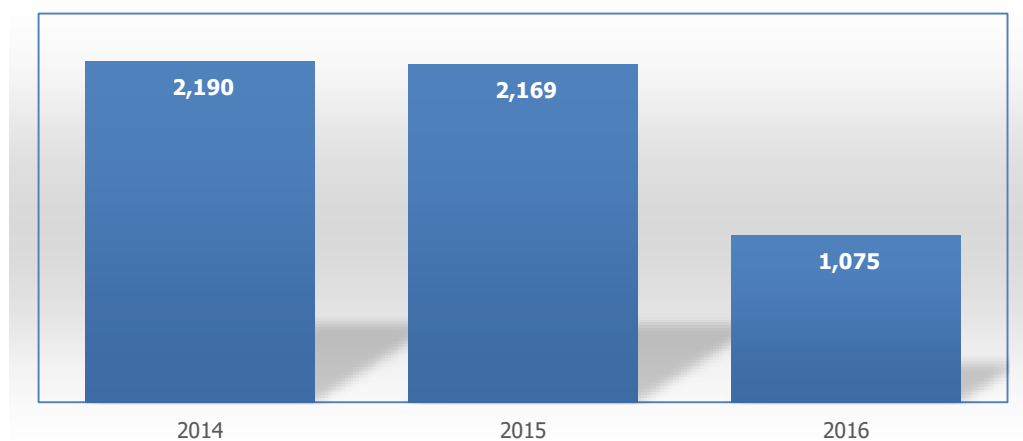
Biểu 19: Tỷ suất lợi nhuận



Nguồn: PV Power, MBS Research

Với đặc thù thâm dụng vốn đầu tư, trong đó các khoản tài trợ chính chủ yếu từ vốn vay ngoại tệ (vay USD, EUR chiếm 81% tổng dư nợ vay của PV Power), các chi phí tác động chính đến công ty là chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá. Năm 2015, mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp tốt nhưng biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ) chỉ tương đương 2014 ở mức 9% ~ xấp xỉ 2,200 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu do (i) khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 475 tỷ đồng, gấp 5 lần 2014 và (ii) chi phí quản lý doanh nghiệp tăng gấp 2 lần lên 991 tỷ đồng do công ty trích lập Quỹ phát triển khoa học công nghệ, chi mua bảo hiểm nhân thọ cho CBNV và phát sinh chi phí quản lý tại chi nhánh Hà Tĩnh (đơn vị tiếp nhận Vũng Áng 1 vào năm 2016). Năm 2016, PV Power tiếp nhận các khoản vay tài trợ cho Vũng Áng 1, theo đó, chi phí lãi vay tăng 54% lên hơn 1,300 tỷ đồng. Vì vậy, lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 50% còn 1,075 tỷ đồng, tương ứng với tỷ suất lợi nhuận 4%.

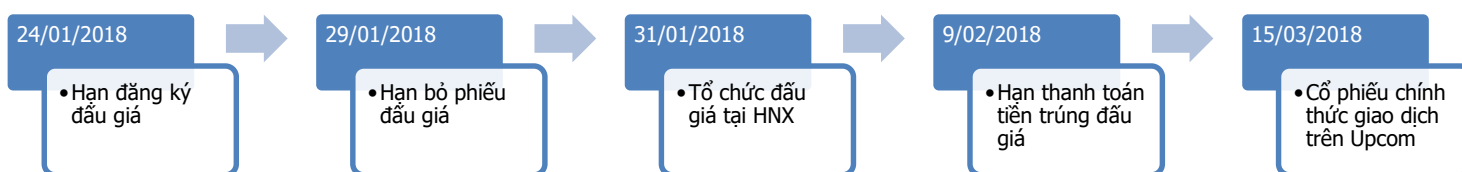
Biểu 20: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)



Nguồn: PV Power, MBS Research

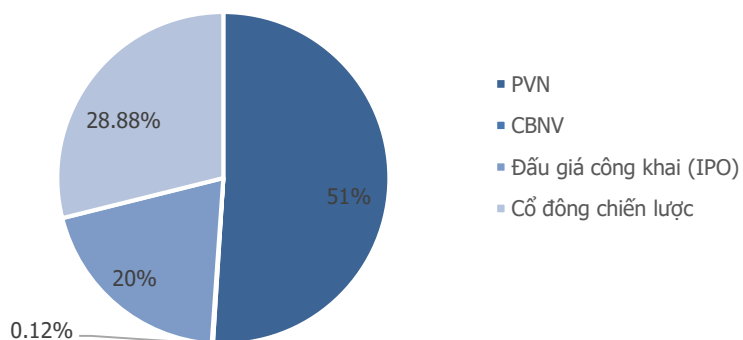
Thông tin IPO

Lộ trình IPO



Biểu 21: Cơ cấu VDL dự kiến

Bảng 6: Thông tin IPO	
Số lượng CP đầu giá công khai	468,374,320
Mệnh giá (VND/CP)	10,000
Giá khởi điểm (VND/CP)	14,400
Vốn điều lệ dự kiến (tỷ đồng)	23,419



Nguồn: PV Power, MBS Research

Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	28,212	29,864	32,585
Giá vốn hàng bán	24,429	24,994	27,430
Lợi nhuận gộp	3,783	4,869	5,155
Doanh thu hoạt động tài chính	459	372	450
Chi phí tài chính	1,798	1,918	1,654
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	15		
Chi phí bán hàng	17	16	16
Chi phí quản lý doanh nghiệp	739	776	814
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1,702	2,532	3,120
Lợi nhuận khác	-6	13	
Lợi nhuận trước thuế	1,696	2,545	3,120
Lợi nhuận sau thuế	1,517	2,265	2,777
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	1,075	1,744	2,138
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	443	521	639

Bảng cân đối kế toán	2016	2017F	2018F
Tài sản ngắn hạn	18,519	18,389	18,121
I. Tiền & tương đương tiền	4,671	5,049	3,655
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	60	60	60
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	10,230	8,559	9,315
IV. Hàng tồn kho	3,347	4,385	4,812
V. Tài sản ngắn hạn khác	211	337	279
Tài sản dài hạn	51,214	47,361	48,014
I. Các khoản Phải thu dài hạn	204	205	205
II. Tài sản cố định	48,068	44,026	39,920
1. Tài sản cố định hữu hình	48,000	43,964	39,864
2. Tài sản cố định vô hình	68	62	56
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	281	556	5,659
V. Đầu tư tài chính dài hạn	931	931	931
VI. Tài sản dài hạn khác	1,728	1,642	1,297
Tổng tài sản	69,732	65,750	66,134
Nợ phải trả	42,935	38,023	37,543
I. Nợ ngắn hạn	18,078	18,399	19,823
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	12,190	12,497	13,715
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	5,888	5,902	6,108
II. Nợ dài hạn	24,858	19,623	17,719
1. Các khoản phải trả dài hạn	189	238	238
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	24,669	19,385	17,481
Vốn chủ sở hữu	26,797	27,727	28,592
1. Vốn điều lệ	21,774	23,419	23,419
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	2,281	1,567	2,432
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,741	2,741	2,741
Tổng nguồn vốn	69,732	65,750	66,134

Chỉ số chính	2016	2017F	2018F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	13%	16%	16%
Biên EBITDA	25%	27%	26%
Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	4%	6%	7%
ROE	4%	6%	8%
ROA	2%	3%	3%
Tăng trưởng			
Doanh thu	21%	6%	9%
Lợi nhuận gộp	-28%	29%	6%
Lợi nhuận trước thuế	-44%	50%	23%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-50%	62%	23%
EPS			18%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.02	1.00	0.91
Thanh toán nhanh	0.84	0.76	0.67
Nợ/tài sản	62%	58%	57%
Nợ/vốn chủ sở hữu	160%	137%	131%
Khả năng thanh toán lãi vay	2.49	2.83	3.57
Định giá			
Cổ tức		9%	5%
EPS (VND)		735	869
BVPS (VND)		11,840	12,209

Nguồn: PV Power, MBS Research

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Ngân hàng, chứng khoán

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Phan Cẩm Vân (Van.PhanCam@mbs.com.vn)

Cao su, Săm lốp

Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Cảng biển, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)

Dầu khí, Năng lượng

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS,