

TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX: POW)

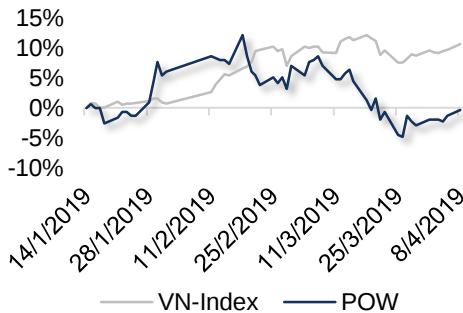
Trịnh Tuấn Anh

Chuyên viên phân tích

Email: anh22@fpts.com.vn

Điện thoại: (+824) – 3773 7070 - Ext: 4304

Biến động giá cổ phiếu POW và VN-Index



Thông tin giao dịch (08/04/2019)

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	15.550
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	17.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	11.000
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	2.341
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	2.341
KLGD b/quân 1 tháng (cp/phiên)	2.286.852
% sở hữu nước ngoài	14,27%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	36.416
EPS trailing	876,12
P/E trailing	17,41x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Tổng Công ty Điện lực dầu khí Việt Nam
Địa chỉ	Tòa nhà Viện Dầu khí Việt Nam, Quận Cầu Giấy, Thành phố Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh điện
Chi phí chính	- Chi phí nguyên vật liệu: Than, khí - Chi phí khấu hao

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam – PVN	79,9%
Cán bộ công nhân viên	0,08%
Cổ đông khác	19,98%

TRIỂN VỌNG SÁNG CHO NĂM 2019

Doanh thu thuần năm 2018 đạt 32.662 tỷ đồng (+9% yoy), lợi nhuận trước thuế đạt 2.452 tỷ đồng (-10% yoy). Doanh thu tăng do giá bán điện bình quân của từng nhà máy đều tăng trưởng với mức tăng trung bình cả doanh nghiệp là 7%. Tuy nhiên, hoạt động các nhà máy diễn ra không liên tục, dẫn tới doanh thu không bù đắp đủ chi phí (đặc biệt là chi phí cố định của nhóm thủy điện), làm sụt giảm lợi nhuận doanh nghiệp.

Kế hoạch doanh thu từ hoạt động kinh doanh cho năm 2019 là 32.770 tỷ đồng (tương đương 100% thực hiện 2018) và lợi nhuận trước thuế là 2500 tỷ đồng (tương đương 102% thực hiện 2018). Đây là kế hoạch khá thận trọng khi hoạt động sản xuất 2019 dự kiến sẽ thuận lợi và có nhiều điểm sáng hơn 2018. ([chi tiết](#))

Dự án Nhơn Trạch 3&4 đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Chủ trương đầu tư dự án. Theo kế hoạch, nguồn vốn thực hiện dự án sẽ huy động 70% từ vốn vay các tổ chức trong nước và quốc tế. Hiện doanh nghiệp đang trong quá trình thu xếp vốn cho dự án.

Doanh nghiệp dự kiến sẽ trả cổ tức cho các cổ đông ở mức 300 đồng/cổ phiếu trong năm 2019.

Hiện cổ phiếu POW đang được giao dịch ở mức giá 15.550 VNĐ/cp. Dựa trên so sánh với các doanh nghiệp đang niêm yết khác, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu được xác định là **16.700 VNĐ/cp** (+7% so với giá hiện tại), nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào cổ phiếu POW tại mức giá 14.000 VNĐ/cp, tương đương mức sinh lời kỳ vọng là 19% ([Chi tiết định giá](#)).

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Triển vọng chung doanh nghiệp:

- Hoạt động các nhà máy dự kiến ổn định hơn trong năm 2019 do không cần phải thực hiện đại tu, sửa chữa lớn trong năm (trừ nhà máy thủy điện Hòa Na).
- Giá bán điện trên thị trường dự báo vẫn ở mức cao do tác động từ hiện tượng El Nino

Nhiệt điện than & khí:

- Vấn đề thiếu hụt nguồn cung khí và than đã được khắc phục, hoạt động các nhà máy đã diễn ra bình thường trở lại.

Thủy điện:

- Các hồ thủy điện tích đủ nước, đảm bảo cho hoạt động sản xuất của thủy điện.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Rủi ro về nguồn nguyên liệu đầu vào của các nhà máy.
- Nợ vay ngoại tệ của nhà máy Vũng Áng 1 sẽ phải thanh toán trước hạn trong trường hợp PVN thoái vốn dưới 51% trước năm 2025.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

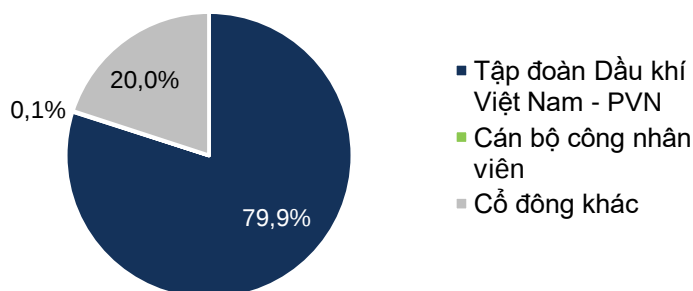
Lịch sử hình thành và phát triển



- Ngày 17/05/2007: Chủ tịch Hội đồng quản trị Tập đoàn Dầu khí Việt Nam ban hành Quyết định về việc thành lập Công ty mẹ - Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam.
- Tháng 12/2017: Thủ tướng Chính phủ đã có Quyết định số 1977/QĐ-TTg về việc phê duyệt Phương án cổ phần hóa Công ty mẹ - Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam.
- Ngày 31/01/2018: Tổng công ty đã thực hiện bán đấu giá công khai thành công 468.374.320 cổ phần (chiếm 20% vốn điều lệ)
- Ngày 31/08/2018, Tổng công ty đã chính thức trở thành công ty đại chúng.
- Ngày 14/01/2019: Tổng công ty chính thức niêm yết trên sàn HSX.

Cơ cấu cổ đông

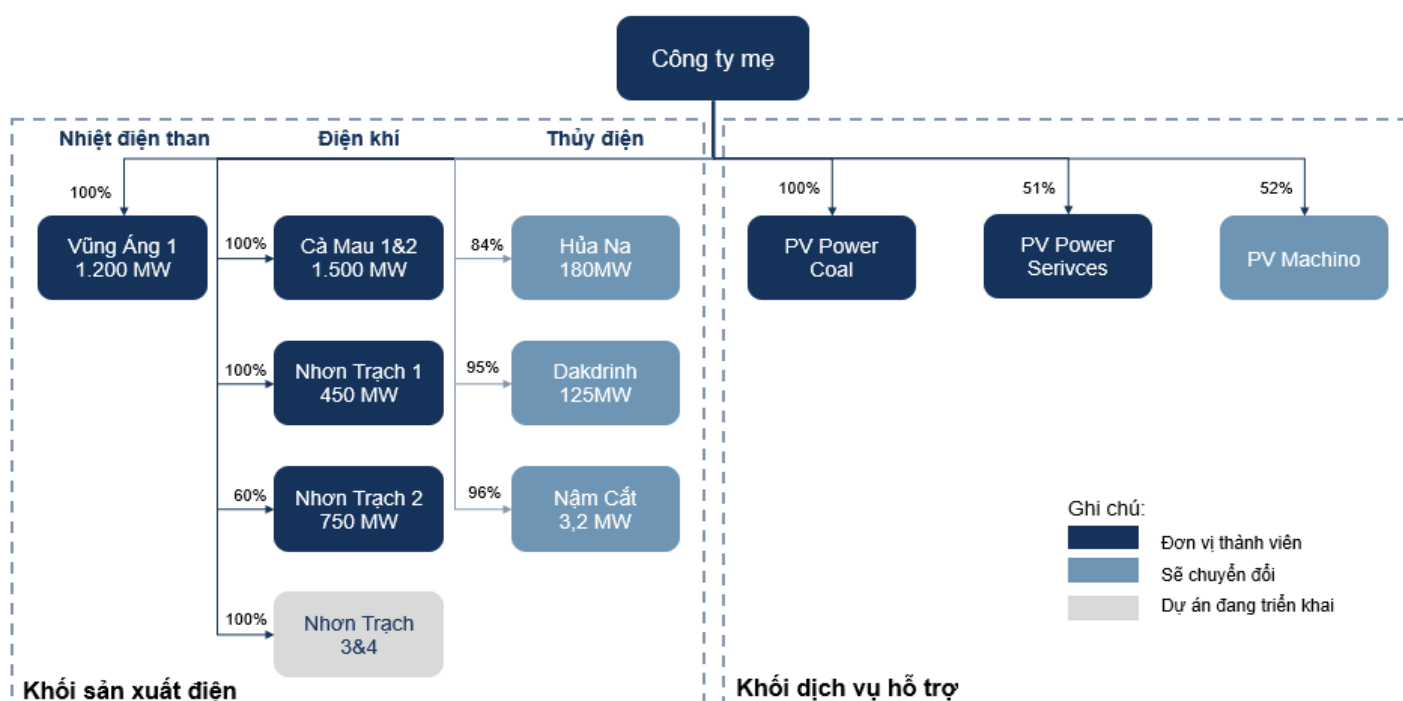
Cơ cấu cổ đông



Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) hiện vẫn đang là cổ đông lớn nhất của POW. Do công ty không lựa chọn cổ đông chiến lược như trong kế hoạch IPO, phần 28,82% vốn điều lệ được nhập vào vốn của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, dẫn tới tỷ trọng cổ phần do PVN sở hữu đang xấp xỉ 80%. Trong thời gian tới, PVN dự kiến sẽ thực hiện thoái vốn trên sàn để giảm tỷ lệ sở hữu POW và thực hiện theo lộ trình thoái vốn được Chính phủ phê duyệt.

Nguồn: POW

Cấu trúc doanh nghiệp: Nhiệt điện khí chiếm vai trò chủ đạo trong khối sản xuất điện



Nguồn: POW

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018

Tổng sản lượng điện sản xuất và tiêu thụ 2018 đạt 21 tỷ kWh, tăng 2,1% so với cùng kỳ

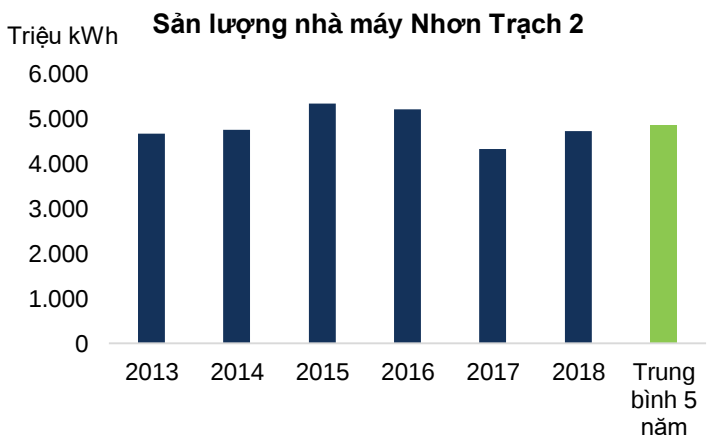
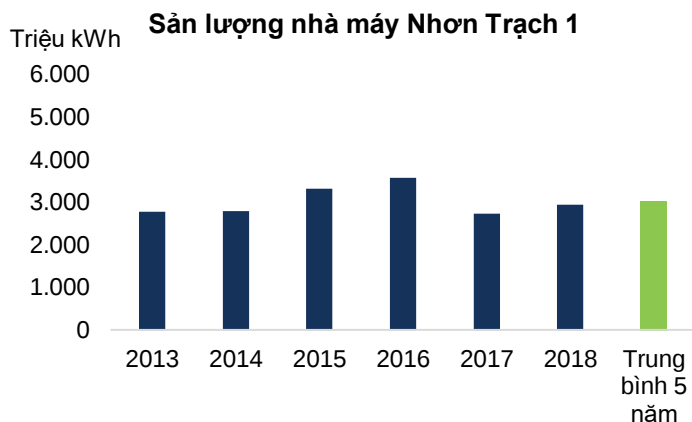
Dù không hoàn thành kế hoạch đề ra, nhưng nhìn chung các nhà máy của POW đều đang hoạt động tốt hơn năm trước, trong đó tăng mạnh nhất là 2 nhà máy thủy điện Nậm Cắt và nhiệt điện than Vũng Áng (tăng trưởng lần lượt 12,7% và 11,3% so với năm 2018). Chi tiết về hoạt động của từng nhóm nhà máy như sau:

Nhà máy	Sản lượng 2017 (triệu kWh)	Sản lượng 2018 (triệu kWh)	Tăng trưởng sản lượng (triệu kWh)	Tăng trưởng sản lượng (%)
Nhiệt điện khí				
Cà Mau 1&2	7.635	7.211	-424,45	-5,6%
Nhơn Trạch 1	2.733	2.935	+201,57	+7,4%
Nhơn Trạch 2	4.337	4.737	+400,18	+9,2%
Thủy điện				
Nậm Cắt	16	18	+2,03	+12,7%
Hòa Na	734	806	+72,24	+9,8%
Đakdrinh	745	423	-321,84	-43,2%
Nhiệt điện than				
Vũng Áng 1	4.381	4.877	+496,12	+11,3%

Nguồn: POW

Nhiệt điện khí:

Nhóm nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch: Các nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 1&2 đã hoàn thành quá trình sửa chữa định kỳ từ các năm trước và cũng không gặp sự cố nghiêm trọng trong năm nên đều có mức tăng trưởng sản lượng so với 2017, xấp xỉ mức bình quân 5 năm trở lại đây. Các điều kiện thời tiết trong năm cũng nghiêng hướng hỗ trợ cho nhóm nhiệt điện tăng cường sản lượng điện nên có thể xu hướng chung của 2018 các nhà máy nhiệt điện đều có kết quả kinh doanh tốt hơn cùng kỳ.



Nguồn: POW

Nhóm nhà máy nhiệt điện khí Cà Mau: Trong năm 2018, sản lượng 2 nhà máy giảm khoảng 400 triệu kWh do nhà máy điện Cà Mau 2 thực hiện công tác trung tu và sửa chữa kéo dài khoảng 41 ngày. Mặt khác, do ảnh hưởng từ sự cố giàn BRE (thuộc giàn khoan Bunga Raya – vùng chồng lấn giữa Việt Nam và Malaysia) nên nguồn cung khí cho nhà máy Cà Mau 2 bị thiếu hụt trong giai đoạn cuối năm, dẫn tới EVN chỉ huy động vận hành 3 tổ máy của hai nhà máy theo khả năng cấp khí. Vì vậy, sản lượng năm của 2 nhà máy Cà Mau chịu ảnh hưởng và giảm sút so với năm 2017.

Thủy điện:

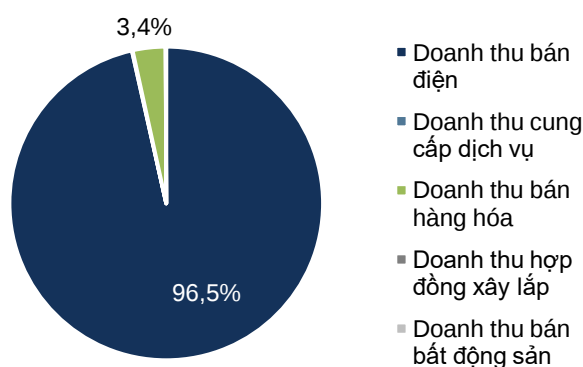
Nhóm nhà máy thủy điện: Trong năm 2018, nhà máy Đakdrinh là nhà máy thủy điện duy nhất phát điện ít hơn cùng kỳ trong số 3 nhà máy thủy điện do POW quản lý và vận hành. Nguyên nhân chính là trong 6 tháng cuối năm, nhà máy thủy điện Đakdrinh phải giảm công suất phát điện do công tác đại tu, sửa chữa sự cố diễn ra trong giai đoạn từ tháng 8-10/2018. Trong 2 tháng cuối năm, vì không đủ nước để phát điện nên nhà máy phải tiếp tục dừng vận hành. Việc giảm/dừng liên tục trong các tháng cuối năm đã khiến sản lượng của nhà máy bị giảm hơn 40%, từ đó kéo giảm sản lượng sản xuất chung của cả doanh nghiệp.

Nhiệt điện than:

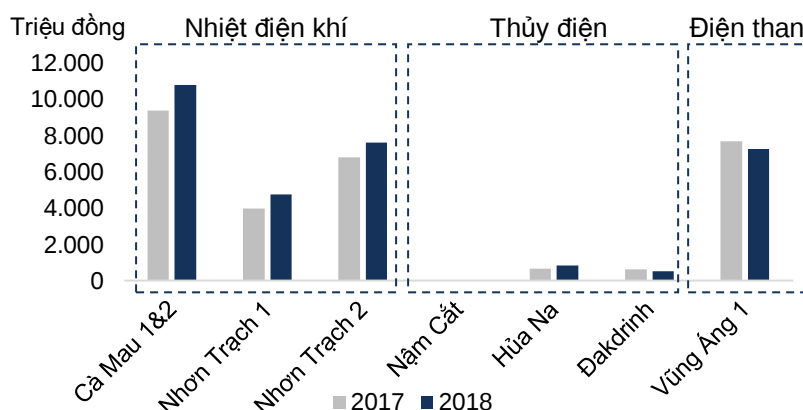
Nhà máy Vũng Áng 1: Trong năm 2018, hoạt động sản xuất của nhà máy điện Vũng Áng 1 diễn ra ổn định hơn các năm trước. Điều kiện thời tiết trong giai đoạn 6 tháng đầu năm không thuận lợi cho thủy điện nên nhà máy được huy động cao từ EVN dẫn tới sản lượng điện 6T2018 đạt mức tăng trưởng 21% so với cùng kỳ. Do vậy, dù phải tạm dừng 1 tổ máy do sự cố trong 2 tháng cuối năm, tổng sản lượng điện cả năm của nhà máy vẫn giữ được mức tăng trưởng 12% so với 2017.

Doanh thu của doanh nghiệp tăng trưởng 10% nhờ được tăng giá bán điện cho EVN

Cơ cấu doanh thu 2018



Doanh thu sản xuất điện theo nhà máy

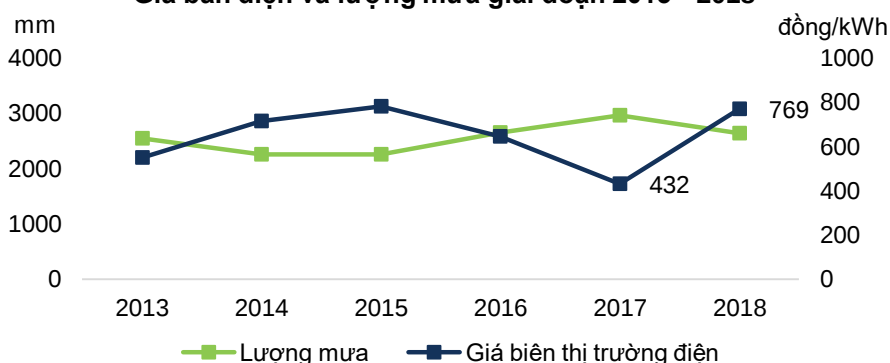


Nguồn: POW, FPTs tổng hợp

Hoạt động sản xuất và kinh doanh điện vẫn tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho doanh nghiệp trong những năm vừa qua. Tính chung cho cả năm 2018, doanh thu từ hoạt động sản xuất của POW đạt 32.662 tỷ (+10% yoy), trong đó doanh thu sản xuất điện đạt 31.512 tỷ. Các mảng hoạt động dịch vụ, bán hàng hóa và xây lắp hợp đồng chiếm tỷ trọng không lớn (dưới 3% doanh thu từ hoạt động kinh doanh). Doanh thu tăng trưởng chủ yếu do giá bán điện bình quân của các nhà máy đều có cải thiện so với 2017. Mức tăng bình quân của 8 nhà máy là 7%, tương ứng khoảng 97 đồng/kWh. Cụ thể, các cụm nhà máy nhiệt điện khí Cà Mau, Nhơn Trạch đều được điều chỉnh giá bán lên mức 1500 – 1600 đồng/kWh; các nhà máy thủy điện lớn như Hòa Na và Đakdrinh cũng được điều chỉnh giá bán lên 1000 – 1200 đồng/kWh. Các nguyên nhân dẫn của việc tăng giá bán điện này gồm:

- Lượng mưa 2018 giảm thấp so với 2017 làm hạn chế khả năng cung ứng điện của thủy điện nói chung, dẫn tới giá bán điện trên thị trường được nâng cao hơn so với 2017.

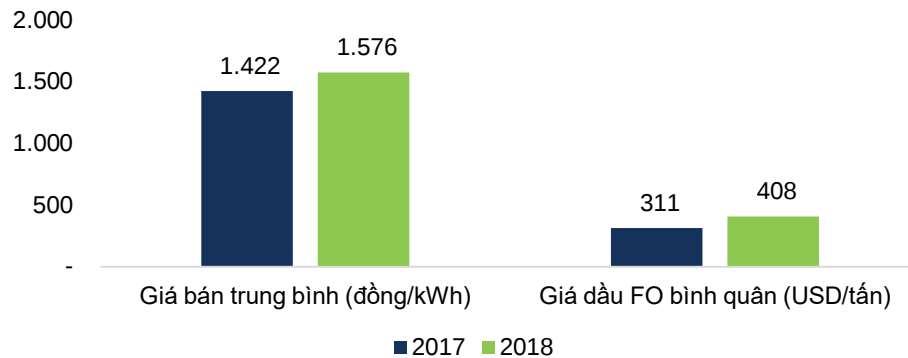
Giá bán điện và lượng mưa giai đoạn 2013 - 2018



Nguồn: FPTs tổng hợp

- Diễn biến giá dầu tăng trong năm 2018 được phản ánh vào chi phí sản xuất và giá bán điện hợp đồng của các nhà máy nhiệt điện khí, dẫn tới giá bình quân của nhóm này tăng mạnh.

Giá bán trung bình và dầu FO trung bình năm



Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

Lợi nhuận trước thuế của POW giảm 10% so với cùng kỳ, chủ yếu do việc nhà máy thủy điện Dakdrinh bị ngưng hoạt động vì thiếu nước

So sánh với 2017, lợi nhuận trước thuế 2018 của POW bị giảm 262 tỷ (-10% yoy) do các nhà máy không duy trì được khả năng vận hành ổn định liên tục. Số lần giảm công suất và tạm dừng vận hành diễn ra nhiều vào các tháng cuối năm khi nguồn cung nguyên/nhiên liệu đầu vào gặp trục trặc. Như đã đề cập ở phía trên, trong 2 tháng cuối năm, cụm nhà máy điện Cà Mau chỉ được EVN huy động 3 tổ máy và nhà máy thủy điện Đakdrinh cũng phải tạm dừng vận hành do hồ không tích đủ nước cho hoạt động sản xuất. Việc phải tạm dừng của nhà máy Đakdrinh theo chia sẻ của doanh nghiệp đã giảm khoảng 280 tỷ lợi nhuận trước thuế của POW. Đây cũng là nguyên nhân lớn nhất cho lợi nhuận giảm của doanh nghiệp trong năm qua.

KẾ HOẠCH NĂM 2019

Năm 2019, PV Power đặt kế hoạch kinh doanh như sau:

	2018	KH 2019	% Yoy
I. Sản lượng điện (triệu kWh)	21.007	21.600	+2,8%
<i>Cà Mau 1&2</i>	7.210	7.040	-2,4%
<i>Nhon Trạch 1</i>	2.934	2.950	+0,5%
<i>Nhon Trạch 2</i>	4.737	4.650	-1,8%
<i>Vũng Áng 1</i>	4.877	5.769	+18,2%
<i>Hỏa Na</i>	806	650	-19,4%
<i>Đakdrinh</i>	423	525	+24%
<i>Nậm Cắt</i>	18	14,7	-18,3%
II. Doanh thu thuần	32.662	32.770	+0%
III. Lợi nhuận trước thuế	2.452	2.500	+2%

Nguồn: POW

Kế hoạch kinh doanh 2019 của POW đề ra tương đối bám sát kết quả thực tế trong năm 2018. Tuy nhiên, FPTs cho rằng, POW hoàn toàn có thể vượt kế hoạch đề ra trong năm dựa theo 4 luận điểm sau:

(1) Hoạt động các nhà máy diễn ra ổn định hơn trong năm 2019. Năm 2019, các nhà máy điện do POW quản lý và điều hành đều không phải tạm dừng thực hiện đại tu, trung tu nên được kì vọng sẽ hoạt động ổn định liên tục. Các sự cố diễn ra trong giai đoạn cuối năm 2018 đều đã được khắc phục và các nhà máy đều đã vận hành bình thường trở lại: Nhà máy điện Vũng Áng đã phát điện cả 2 tổ máy trở lại từ ngày 13/1/2019; nhà máy thủy

điện Đakđrinh cũng đã tích đủ nước và sản xuất điện từ tháng 1/2019; các tổ máy của nhà máy điện Cà Mau đều được huy động từ EVN thay vì chỉ là 3 tổ máy như trước.

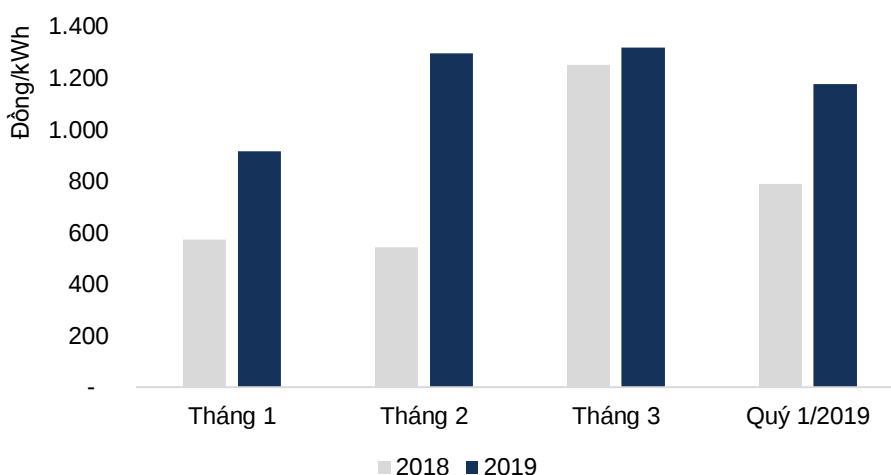
(2) Áp lực về nguồn nhiên liệu đầu vào đã giảm xuống với các nhà máy nhiệt điện của POW. Cụ thể với từng nhà máy:

- **Nhà máy điện than Vũng Áng 1:** Theo doanh nghiệp chia sẻ, nhà máy Vũng Áng 1 và TKV đã ký hợp đồng mua bán than trong năm 2019 với sản lượng than là 2,4 triệu tấn than (đáp ứng được khoảng 85% nhu cầu than dự kiến trong năm). Khoảng 400 nghìn tấn than còn thiếu, DN đã được cấp phép nhập khẩu để đảm bảo đủ than cho hoạt động cả năm. Trong dài hạn, việc được cấp phép nhập khẩu than cho các nhà máy điện than của POW sẽ giúp đảm bảo nguồn cung của Vũng Áng 1 nói riêng và cả các nhà máy điện than sắp tới của POW (Long Phú, Sông Hậu).
- **Cụm nhà máy điện Cà Mau 1&2:** Các sự cố tại giàn khoan và trong quá trình vận chuyển khí đều đã được khắc phục nên nguồn khí trong năm 2019 được dự kiến sẽ duy trì theo đúng thỏa thuận trong hợp đồng chia sẻ khai thác bể khí PM3 của PVN.
- **Cụm nhà máy điện Nhơn Trạch 1&2:** Hiện tại, nguồn khí chính cung cấp cho các nhà máy Nhơn Trạch 1&2 chủ yếu là từ các mỏ khí của bể Nam Côn Sơn. Hai nhà máy Nhơn Trạch đều đã ký hợp đồng mua bán khí với PVGas cho suốt vòng đời của dự án nhà máy. Theo FPTTS đánh giá, việc ký hợp đồng này sẽ giúp 2 nhà máy tránh được rủi ro giảm tải công suất do thiếu hụt nhiên liệu.

(3) Sản lượng điện hợp đồng của nhà máy điện Vũng Áng 1 được nâng lên 5,7 tỷ kWh trong năm 2019. Do nhà máy vẫn đang trong giai đoạn trả nợ vay có sự bảo lãnh của Chính phủ, POW đã gửi đề xuất xin tăng sản lượng điện hợp đồng của nhà máy điện Vũng Áng 1 và đã được Bộ Công thương chấp nhận. Việc thay đổi sản lượng sẽ giúp POW có thêm 1 khoản doanh thu khoảng hơn 1.000 tỷ từ nhà máy Vũng Áng 1.

(4) Giá bán điện được dự báo có tăng trưởng so với 2018. Năm 2019 được dự báo là thời tiết sẽ ít mưa bởi hiện tượng El Nino. Do vậy, giá bán điện bình quân trên thị trường giai đoạn này cũng sẽ có tăng trưởng so với cùng kỳ 2018. Thực tế, theo công bố của Trung tâm điều độ Hệ thống điện quốc gia, giá biên thị trường bình quân quý I/2019 tăng khoảng 50% so với cùng kỳ, đạt 1.177 đồng/kWh. Trong các tháng tiếp theo, dự báo giá bán điện vẫn sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao do thời tiết vẫn chưa thuận lợi trở lại cho thủy điện.

Giá biên thị trường điện bình quân



Nguồn: FPTTS tổng hợp

MỘT SỐ YẾU TỐ THEO DÕI

Nhà máy điện Cà Mau 1&2: Thay đổi trong cơ chế giá khí và hợp đồng mua bán điện

Hợp đồng mua bán khí mới giữa PVGas và Petronas tăng giá khí bán cho 2 nhà máy điện Cà Mau từ năm 2020. Hiện nay, nguồn cung khí duy nhất của 2 nhà máy điện Cà Mau vẫn là bể khí PM3 – CAAC nằm trong vùng chồng lấn giữa Việt Nam và Malaysia. Từ năm 2007 tới nay, ngoài lượng khí theo quyền nhận của PetroVietnam, PVN còn ký thêm hợp đồng mua khí bổ sung từ Petronas với tổng sản lượng khí bán cho 2 nhà

máy Cà Mau là khoảng 1,6 tỷ m³/năm (trong đó phần sản lượng mua từ Petronas chiếm khoảng 50% sản lượng khí). Tuy nhiên, từ năm 2020, mức giá khí mua bán giữa PVN và Petronas sẽ thay đổi công thức tính như sau:

Hiện tại *Giá khí PVN mua = 46% MFO + phí vận chuyển*

Từ năm 2020 *Giá khí PVN mua = 90% MFO + phí vận chuyển.*

Việc thay đổi công thức tính này sẽ trực tiếp ảnh hưởng tiêu cực tới giá khí đầu vào của 2 nhà máy điện Cà Mau. Theo FPTTS ước tính, sự thay đổi tỷ lệ MFO này sẽ làm chi phí nguyên vật liệu hàng năm của doanh nghiệp tăng rất mạnh (khoảng 47%), từ đó kéo theo chi phí sản xuất tăng 38%.

Năm 2019 là năm cuối cùng nhà máy điện Cà Mau được EVN mua điện toàn bộ theo giá hợp đồng. Từ năm 2020, 2 nhà máy Cà Mau sẽ bắt đầu tham gia trực tiếp thị trường điện. Chúng tôi đánh giá việc tham gia bán điện trên thị trường cạnh tranh sẽ có tác động **xấu** tới kết quả kinh doanh của công ty trong các năm tới do:

- **Sản lượng điện hợp đồng (Qc) được giao của các nhà máy nhìn chung đang có xu hướng sụt giảm (tỷ lệ sản lượng hợp đồng giảm từ 90% năm 2017 về 80% năm 2019).** Xu hướng sụt giảm này được dự báo sẽ tiếp tục về tới mức tỷ lệ 60% theo đúng định hướng của Bộ Công thương. Với các nhà máy nhiệt điện, đặc biệt là nhiệt điện khí như Cà Mau, Nhơn Trạch 1&2, phần sản lượng hợp đồng Qc sẽ được bán với mức giá cao hơn giá bán điện trên thị trường. Do vậy, khi sản lượng hợp đồng giảm dần sẽ kéo theo ảnh hưởng kém khả quan tới các nhà máy nhiệt điện nói chung.
- **Giá khí mua bổ sung từ Petronas (chiếm khoảng 50% sản lượng khí đầu vào của 2 nhà máy điện) bị điều chỉnh tăng.** Mức tăng này dự kiến sẽ kéo theo chi phí sản xuất của 2 nhà máy, làm giảm khả năng cạnh tranh trên thị trường mua bán điện của cụm nhà máy.

Hai nhà máy Cà Mau sẽ thực hiện đại tu trong năm 2020, làm giảm sản lượng sản xuất trong năm 10% so với bình quân nhiều năm. Theo quy định và thỏa thuận với Siemens – đơn vị lắp đặt và cung cấp thiết bị cho 2 nhà máy Cà Mau, 2 nhà máy Cà Mau sẽ thực hiện đại tu sau 25.000 giờ vận hành tương đương, ứng với khoảng 20.000 – 22.000 giờ vận hành thực tế. Quá trình đại tu sẽ diễn ra trong khoảng 45 ngày với cả 2 nhà máy. Theo ước tính, quá trình đại tu này sẽ làm giảm sản lượng sản xuất của 2 nhà máy đi khoảng 870 triệu kWh (tương đương khoảng 12% sản lượng bình quân 1 năm) cho 1 lần đại tu.

Nhà máy điện Vũng Áng 1: Bồi lắng cảng nhận than và nợ vay có khả năng trả trước hạn

Vấn đề bồi lắng luồng lạch ở cảng Vũng Áng vẫn chưa được xử lý sẽ ảnh hưởng tới khả năng nhận than của nhà máy trong tương lai. Hiện nay, nhà máy đang phải nhập than thông qua các tàu có trọng tải từ 20 – 25 nghìn tấn do các tàu lớn hơn không thể nhập cảng do bị bồi lắng. Doanh nghiệp hiện đang chờ các cơ quan có thẩm quyền phê duyệt đánh giá tác động tới môi trường của việc nạo vét luồng lạch ở điểm đỗ mới.

Khoản nợ vay của nhà máy điện Vũng Áng có khả năng sẽ phải thực hiện trả nợ trước hạn tùy theo kế hoạch thoái vốn của PVN. Các hợp đồng vay của các khoản nợ này được Bộ Tài chính bảo lãnh, và có cam kết trong đó PVN phải đảm bảo tỷ lệ nắm giữ vốn tại PV POWER không dưới 51% cho đến hết thời hạn khoản vay là năm 2025. Tính tới cuối năm 2018, dư nợ ngoại tệ của khoản vay này còn khoảng 245 triệu USD (5.674 tỷ đồng), với mức trả nợ hàng năm là khoảng 35 – 40 triệu USD/năm (xấp xỉ 810 tỷ đồng) tới hết năm 2025. Trong trường hợp PVN có kế hoạch thoái vốn dưới 51% với POW trước năm 2025, nhiều khả năng DN sẽ phải thực hiện trả nợ vay trước hạn, tạo áp lực lên dòng tiền lưu động của doanh nghiệp.

Các dự án đang triển khai:

Dự án Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4:

Thông tin dự án:

- Vị trí: xã Phước Khánh, huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai - nằm cạnh 2 nhà máy Nhơn Trạch 1 và 2
- Diện tích: 35 ha
- Công suất đặt: 1.500 MW (2x 750 MW)
- Sản lượng điện trung bình năm: 9 tỷ kWh
- Tổng mức đầu tư: 1.4 tỷ
- Nguồn nhiên liệu: LNG nhập khẩu
- Mức tiêu thụ nhiên liệu: 1.2 triệu tấn LNG/năm
- Lợi thế: Được xây dựng cạnh 2 nhà máy Nhơn Trạch 1&2 nên dự kiến chi phí xây dựng và vận hành của 2 nhà máy mới sẽ được tiết giảm do tận dụng được hệ thống đường dây truyền tải sẵn có.

Theo doanh nghiệp dự kiến, dự án Nhơn Trạch 3&4 sẽ được huy động vay vốn với tỷ lệ 70%, với thời hạn vay dự kiến tối thiểu là 13 năm (3 năm đầu ân hạn do trong thời gian xây dựng).

Ngày 27/02/2019, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Chủ trương đầu tư dự án nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 và hiện Công ty đang trong quá trình thu xếp vốn với các bên cho vay.

ĐỊNH GIÁ

Do các nhà máy của POW tham gia trong cả 3 mảng (nhiệt điện khí, nhiệt điện than và thủy điện) nên chúng tôi đã lựa chọn các doanh nghiệp niêm yết tiêu biểu hoạt động cùng loại hình với các nhà máy để so sánh.

Do các mảng sản xuất đóng góp tỷ trọng khác nhau vào doanh thu của POW, nên chúng tôi đưa thêm trọng số vào các mẫu so sánh như sau: nhóm nhiệt điện than là 25%, nhóm nhiệt điện khí là 71% và nhóm thủy điện là 4%. Kết quả định giá theo phương pháp so sánh như sau:

Doanh nghiệp	Mã chứng khoán	Giá trị doanh nghiệp (EV) (triệu đồng)	Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA) (triệu đồng)	EV/EBITDA	Trọng số EV/EBITDA
Nhiệt điện than					25%
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	9.276.295	1.133.983	8,18x	
Nhiệt điện khí					71%
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2	12.822.046	1.607.913	7,97x	
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	BTP	1.327.933	122.225	10,86x	
Thủy điện					4%
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	1.692.074	269.476	6,28x	
CTCP Thủy điện miền Trung	CHP	4.274.968	328.495	13,01x	
CTCP Thủy điện - Điện lực 3	DRL	410.556	53.805	7,63x	
CTCP Thủy điện Cần Đơn	SJD	1.905.849	320.044	5,95x	
CTCP Thủy điện Sông Ba	SBA	1.417.942	195.776	7,24x	
CTCP Thủy điện Sê San 4A	S4A	1.773.081	243.416	7,28x	
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	VSH	8.345.394	404.407	20,64x	
Trung bình theo trọng số				9,12x	
Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam				8,67x	
Giá mục tiêu				16.700 VND/cp	

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 7 cổ phiếu POW và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.236) 3553 666
-Fax: (84.236) 3553 888