

## CẬP NHẬT NGÀNH ĐIỆN: Nhu cầu điện tăng trở lại vào tháng 5

Thái Gia Hào, haotg@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3055

### Ngành điện: Tiêu thụ điện đã chạm đáy ở tháng 4 và đang hồi phục trở lại (Theo EVN)

- **Tiêu thụ điện tháng 5/2020 trở lại mức tăng trưởng tích cực +1,55% YoY so với tháng 4/2020 là -9,5% YoY.** Lũy kế 5T2020, tổng lượng điện tiêu thụ ghi nhận ở mức 97,41 tỷ kwh (+1,9% YoY). Ngoài ra, theo kế hoạch của EVN thì mức tiêu thụ điện bình quân/ngày trong tháng 6 sẽ ở mức 739 triệu kwh (+2.7% MoM & +1.8% YoY).
- **Sản lượng phát điện từ nhà máy điện than tiếp tục khả quan.** Lũy kế 5T2020, sản lượng điện từ nhà máy điện than ghi nhận mức 58,09 tỷ kwh (+16,8% YoY).
- **Có dấu hiệu tích cực từ thủy điện.** Lũy kế 5T2020 sản lượng giảm ở mức -33,8% YoY nhẹ hơn mức giảm -36,5% YoY trong 4T2020 và điều này cho thấy sự phục hồi dần dần từ tháng 5/2020 khi bắt đầu bước vào mùa mưa từ tháng 6 – tháng 11. Cụ thể, sản lượng từ nhà máy thủy điện Hòa Na và Đrăkrink trong tháng 5/2020 đạt mức tăng trưởng hai chữ số lần lượt đạt +22,45% YoY và +34,6% YoY.
- **Giá bán điện bình quân trên thị trường cạnh tranh trong tháng 5 đã tăng 21% so với tháng trước.** Giá bán điện đã chạm đáy vào tháng 4/2020 với mức giá 887 đồng/kwh do nhu cầu giảm khi thực hiện chính sách giãn cách xã hội và đã phục hồi lên mức 1.073 đồng/kwh vào tháng 5/2020. Lũy kế đến tháng 5/2020, giá bán điện cạnh tranh bình quân ở mức 1.088 đồng/kwh (-5,3% YoY).

### Diễn biến ở của các công ty chính

#### POW: Năm 2020 được dẫn dắt bởi nhà máy điện than Vũng Áng và đã có giá khí mới cho nhà máy Cà Mau

- **Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ giá mục tiêu 1 năm xuống 12.900 đồng/cp từ 13.100 đồng/cp và đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN, với triển vọng tăng giá là 24%** cùng với các yếu tố hỗ trợ bao gồm (1) giá khí mới có lợi hơn cho nhà máy khí Cà Mau hiệu lực cho giai đoạn 2020-2026, (2) sản lượng của Vũng Áng tốt hơn ước tính và (3) có khả năng mức giảm trong giá bán điện PPA đối với NT2 sẽ ít hơn 40 USD/kwh cũng triển vọng gia tăng lợi nhuận cho năm 2020.
- **Tại ĐHCĐ, kế hoạch lợi nhuận sau thuế năm 2020 được đặt ở mức 2 nghìn tỷ đồng (-28% YoY)** với giá định giá dầu là 60 USD/thùng (so với giá định của chúng tôi là 35 USD/thùng và giá dầu thực tế so với đầu năm 2020 là 42 USD/thùng). **Nhưng chúng tôi cho rằng kế hoạch này khá thận trọng trong khi công ty ước tính lợi nhuận nửa đầu năm 2020 đã hoàn thành 76% kế hoạch cả năm 2020 và 59% dự báo của chúng tôi cho năm 2020.**
- **Cơ chế giá khí mới có lợi hơn cho nhà máy Cà Mau có hiệu lực từ ngày 29/2/2020.** Cơ chế giá khí sẽ có hiệu lực từ ngày 29/2/2020 đến 31/6/2026. Do đó, giá khí cho nhà máy Cà Mau năm 2020 sẽ giảm còn 6,63 USD/mbtu (tương đương 12,7% dầu Brent) từ mức 8,97 USD/mbtu (nếu sử dụng cơ chế giá trước đây là 90% FO, có hiệu lực từ tháng 10/2019 đến ngày 28/2/2020).

#### NT2: Mức giảm của giá hợp đồng PPA có thể ít hơn 40 đồng/kwh theo chia sẻ của ban lãnh đạo

- **Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu 1 năm thêm 7% lên 23.600 đồng/cp bằng cách loại bỏ 10% tỷ lệ chiết khấu trong định giá** và chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu NT2 do (1) khả năng lợi nhuận năm 2020 sẽ cao hơn ước tính do ban lãnh đạo dự kiến giá PPA mới sẽ áp dụng từ Q4/2020 và sẽ giảm ít hơn mức 40VNĐ/kwh; (2) dòng tiền ổn định hơn để chi trả cổ tức tiền mặt cao hơn nhờ thanh toán hết nợ nước ngoài trong nửa đầu năm 2021 theo kế hoạch của công ty, (3) sản lượng điện khá ổn định & vượt trội hơn so với các nhà máy điện khí nói chung từ đầu năm - nay. **Chúng tôi đưa ra khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG với triển vọng tăng giá là 11%, cùng với lợi suất cổ tức năm 2021 là 9,4% (so với bình quân công ty trong khu vực là 5%) và tương ứng tổng mức sinh lời là 20%.**

## Điện than

- **Giá than khu vực ở mức thấp có thể là điều thuận lợi cho các nhà máy điện than nếu nhà máy tự nhập khẩu thay vì sử dụng nguồn than trong nước từ Vinacomin và Đông Bắc** (tham khảo bảng dưới). Theo thảo luận của chúng tôi với PPC, QTP và POW, các công ty này cũng chia sẻ rằng nguồn than nhập khẩu gặp vấn đề không tương thích với công nghệ trong nước do tỷ lệ chất bốc cao và các lò hơi không thể hấp thụ hết lượng nhiệt toả ra nên điều này sẽ khiến chi phí nhìn chung tăng. Các nhà máy nhiệt điện đang tiến hành thử nghiệm và cố gắng giải quyết vấn đề này. Ngoài ra, trong năm 2020, Vinacomin chưa có đề xuất thay đổi giá than đốt.
- **Tuy nhiên, theo thảo luận của chúng tôi với HND và PPC: Nếu nhà máy tự nhập khẩu và giá than nhập khẩu cao hơn giá mà Vũng Áng và Đông Bắc đưa ra, phần chênh lệch sẽ không được chuyển ngang qua giá PPA.** Vì vậy các công ty khá thận trọng về vấn đề này và vẫn chưa có bất kỳ quyết định nào về việc có tiến hành nhập khẩu hay không.

<b>Bảng 1: Bảng so sánh giá than đốt giữa nguồn nhập khẩu và trong nước (đồng/kg, tại ngày 25/5/2020)</b>	<b>Than đốt của Úc (chưa bao gồm phí vận chuyển)</b>	<b>Than hỗn hợp của Việt Nam (từ Vinacomin và Đông Bắc)</b>
6000kcal/kg	1.269.905	2.010.000
5500kcal/kg	1.071.846	1.906.000

Nguồn: Bộ Công thương (MolT), Bloomberg, ERAV

## Điện khí

- **Nguồn cung khí gần cạn kiệt ở các mỏ khí tự nhiên và thúc đẩy nhu cầu khai thác nguồn LNG thay thế.** Ví dụ, lũy kế 5T2020 sản lượng từ nhà máy điện khí Nhơn Trạch 1 giảm 68% YoY do thiếu hụt nguồn khí (do NT1 chưa ký hợp đồng khí dài hạn và PVGas). Trong tương lai, các nhà sản xuất điện phải sử dụng nguồn nguyên liệu đầu vào từ nguồn LNG có mức giá cao hơn xấp xỉ 9 USD/mbtu, cao hơn 50% so với nguồn khí hiện tại là khoảng 6 USD/mbtu (theo cơ chế giá khí 46%FO & giá định giá dầu nhiên liệu ở mức 270-280 USD/tấn trong năm 2020).

## Điện mặt trời

**Kém hấp dẫn hơn với biểu giá điện hỗ trợ 2 (FIT 2 là 7,09 cents/kwh) đối với các dự án điện mặt trời trên đất liền, trong khi dành sự quan tâm nhiều hơn cho điện mặt trời áp mái với FIT là 8,38 cents/kwh:**

- **Biểu giá điện hỗ trợ 2 cho năng lượng mặt trời (FIT 2 là 7,09 cents/kwh) thấp hơn 24% so với FIT 1**, và được áp dụng cho các dự án trong nước đã được phê duyệt trước ngày 23/11/2019 và đóng điện trước ngày 31/12/2020 (như đã được đề cập trong QĐ 13/2020/QĐ-Thủ tướng, công bố ngày 6/4/2020). Ngoài ra, ở mức giá FIT 2 này, giá định suất đầu tư khoảng 1.000 USD/kw thì hệ số tài phải trên 20% để đáp ứng điểm hòa vốn. Trong khi đó, theo FIT 1 nhà đầu tư có thể kiếm được khoảng 27% tỷ suất lợi nhuận hoạt động với tiêu chí tương tự.
- **Năng lượng điện áp mái:** Giá FIT là 8,38 cents/kwh áp dụng đối với các dự án điện áp mái đóng điện trước ngày 31/12/2020, với vòng đời dự án 20 năm và giá định tỷ giá USD trượt 1,5% mỗi năm thì mức giá này chỉ có lợi đối với hộ gia đình có mức tiêu thụ điện hàng tháng dao động từ 200-300 kwh hoặc hơn (tham khảo bảng dưới). Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy một số rủi ro hoạt động chính đối với các nhà đầu tư khi chủ nhà/đối tác (những người cung cấp điện tích/mái nhà để lắp pin) có thể bất ngờ dừng hợp đồng/bán nhà và nếu điều này xảy ra trong khoảng thời gian hoàn vốn (7-8 năm) thì sẽ khá là rủi ro, dựa theo thảo luận của chúng tôi với REE.

Bảng 2: Giá bán lẻ điện	kwh	Đồng/kwh	Tỷ giá USD/VND hiện tại = 23.380	Tỷ giá USD/VND = 31.024
1	0-50	1.678	7,18	5,41
2	51-100	1.734	7,42	5,59
3	101-200	2.014	8,61	6,49
4	201-300	2.536	10,85	8,17
5	301-400	2.834	12,12	9,13
6	Trên 401	2.927	12,52	9,43

Nguồn: Bộ Công thương

## Điện gió

- Như đã đề cập trong QĐ số 39/2019/QĐ-Thủ tướng (ngày 10/9/2018), giá FIT là 8,5 cents/kwh đối với các dự án điện gió trong đất liền và 9,8 cents/kwh cho các dự án điện gió ngoài khơi, nếu đóng điện trước ngày 1/11/2021. Do ảnh hưởng của dịch Covid-19 đối với tiến độ xây dựng của dự án năng lượng gió, Bộ Công thương đã đề xuất với Thủ tướng chính phủ kéo dài thời hạn áp dụng QĐ số 39/2018 thêm 2 năm đến ngày 31/12/2023.
- Tuy nhiên có sự lo ngại về quyết định của Chính phủ về việc nhập khẩu điện gió từ Lào, với giá tối đa là 6,95 cents/kwh và có thời hạn đến tận ngày 31/12/2025.** Với mức giá đối đa là 6,95 cents/kwh cộng với phí truyền tải, PC1 chia sẻ rằng mức độ cạnh tranh không quá cao đối với nguồn điện gió trong nước. Nhưng theo cập nhật của IRENA, suất đầu tư cho dự án điện gió trong đất liền giảm mạnh 36% YoY về mức gần 5 cents/kwh (mức này có thể dao động khác nhau ở các quốc gia). Do đó, sẽ có rủi ro là EVN sẽ ưu tiên sử dụng các nguồn điện có chi phí thấp hơn trong mùa thấp điểm.

## Diễn biến của các công ty chính

### **POW: Năm 2020 được dẫn dắt bởi nhà máy điện than Vũng Áng cùng với cơ chế giá khí mới cho nhà máy Cà Mau**

#### **Những điểm chính tại ĐHCĐ:**

- Kế hoạch năm 2020 đặt ra với doanh thu đi ngang ở mức 35,2 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 2 nghìn tỷ đồng (-28% YoY). Lưu ý rằng giá định giá dầu theo kế hoạch là 60 USD/thùng (so với giá định của chúng tôi là 35 USD/thùng và giá dầu so với đầu năm 2020 là 42 USD/thùng).
- Sao Vàng Đại Nguyệt sẽ đi vào hoạt động trước tháng 1/2021, sẽ cung cấp nguồn cung khí ổn định hơn nếu mỏ này đi vào hoạt động sau đó.
- Cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2019 là 3% trên mệnh giá, với lợi suất cổ tức là 2,87%.

#### **Ước tính kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2020: Lợi nhuận sau thuế hoàn thành 76% kế hoạch cả năm và hoàn thành 59% dự báo của chúng tôi.**

- Theo ước tính của công ty, nửa đầu năm 2020 có thể đạt 16,2 nghìn tỷ đồng doanh thu hợp nhất (-12% YoY) và 1,55 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-8,5% YoY). Theo đó, **nửa đầu năm 2020 có thể hoàn thành lần lượt 50% và 59% ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của chúng tôi** (trong khi đó, mức lợi nhuận sau thuế này ước hoàn thành 76% kế hoạch của công ty).
- **Nhà máy Vũng Áng bù đắp cho sản lượng thiếu hụt ở NT1 và thủy điện.** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Q2/2020 lần lượt đạt 8,2 nghìn tỷ đồng (-17% YoY) và 1 nghìn tỷ đồng (+34% YoY). Tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ năm trước tích cực có thể là nhờ sản lượng điện từ Vũng Áng, bù đắp cho sự thiếu hụt khí từ NT1.

#### **Những điểm chính khác từ cuộc họp với các nhà đầu tư trước đây:**

- **Nhà máy Cà Mau: Cơ chế giá khí mới có lợi hơn hiệu lực từ ngày 29/2/2020.** Cơ chế giá khí có hiệu lực từ ngày 29/2/2020 đến 31/12/2026 (tham khảo bảng dưới). Do đó, giá điện của nhà máy khí Cà Mau năm 2020 sẽ giảm xuống 6,63 USD/mbtu từ 8,97 USD/mbtu theo giả định trước đây của chúng tôi (cơ chế cũ là 90%FO áp dụng từ tháng 10/2019 đến 28/2/2020).

<b>Bảng 3: Giá định giá khí cho nhà máy Nhơn Trạch 1 và 2 và nhà máy Cà Mau</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Dầu Brent (USD/thùng)	35,00	50,00
Dầu nhiên liệu (USD/tấn)	280,00	300,00
<b>Giá khí cho NT1&amp;2 (USD/mbtu)</b>	<b>5,93</b>	<b>6,75</b>
90%FO (USD/mbtu)	8,97	9,41
12,7% Brent (USD/mbtu) (bao gồm phí vận chuyển khoảng 1,02 USD/mbtu)	5,47	7,37
<b>Giá khí mới cho nhà máy Cà Mau (USD/mbtu)</b>	<b>6,63</b>	<b>7,78</b>
*Giá khí mới= (20% * 90%FO) + (80% * 12,7%Brent)		

Nguồn: SSI Research

- **NT2:** Khả năng đàm phán giá hợp đồng PPA giảm ít hơn 40 đồng/kwh theo chia sẻ của ban lãnh đạo.

## Triển vọng năm 2020: Được dẫn dắt bởi nhà máy than Vũng Áng bù đắp sản lượng thiếu hụt của NT1 và thủy điện

Bảng 4: Sản lượng kế hoạch	FY19	FY20F	%YoY	FY21F	%YoY
Cà Mau 1&2	7.556	6.869	-9%	6.428	-6%
Nhon Trạch 1	3.255	1.938	-40%	2.050	6%
Nhon Trạch 2	4.993	4.599	-8%	4.993	9%
Vũng Áng 1	5.770	6.636	15%	6.202	-7%
Hủa Na	560	347	-38%	473	36%
ĐăkĐrink	433	263	-39%	329	25%
<b>Tổng cộng</b>	<b>22.567</b>	<b>20.651</b>	<b>-8%</b>	<b>20.475</b>	<b>-1%</b>

Nguồn: POW, SSI Research

**\*Năm 2020: được dẫn dắt bởi Vũng Áng** bù đắp cho sản lượng thiếu hụt ở Nhon Trạch 1 và nhóm thủy điện. Còn Nhon Trạch 2 trung tu.

**\*Năm 2021: được dẫn dắt bởi Nhon Trạch 1&2 và đặt kỳ vọng vào thủy điện.** Mặc dù trung tu, sản lượng Nhon Trạch 1 kỳ vọng tăng nhẹ do năm 2020 có cơ sở thấp trong khi 2021 nguồn khí ổn định hơn khi mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt đi vào hoạt động. Ngoài ra 2021 sẽ đại tu Cà Mau 1 và tổ máy 1 của Vũng Áng.

Bảng 5: Kế hoạch so với ước tính của SSI (tỷ đồng)	KH 2020	% YoY	Ước tính của SSI cho năm 2020	% YOY	6T2020	% hoàn thành KH 2020	% hoàn thành so với ước tính của SSI
Sản lượng điện thương mại (tỷ kWh)	21,6	-4,3%	20,7	-8,5%			
Tổng doanh thu	35.448	0,1%	32.335	-8,7%	16.175	46%	50%
Lợi nhuận trước thuế	2.395	-23,8%	2.923	-7,1%	1.764	74%	60%
Lợi nhuận sau thuế	2.044	-28,0%	2.637	-7,1%	1.553	76%	59%
Giá định giá dầu (USD/bbl)	60,0		35,00				

Nguồn: POW, SSI Research

- Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính sản lượng điện năm 2020 xuống 20,7 tỷ kwh (-8,5% YoY)**, thấp hơn so với ước tính trước đây của chúng tôi là 22,2 tỷ kwh (-1,6%) do NT1 thiếu hụt nguồn cung khí. Lũy kế 5T2020, sản lượng điện của POW ghi nhận ở mức 9,05 tỷ kwh hoàn thành 44% ước tính của chúng tôi. Từ các giá định của chúng tôi, sản lượng của NT1 ước tính giảm 40% YoY, trong khi Vũng Áng đạt mức tăng trưởng tích cực là 15% YoY.
- Doanh thu năm 2020 ước tính đạt 32,3 nghìn tỷ đồng (-8,7% YoY) tương ứng với sản lượng.**
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 5% ước tính lợi nhuận sau thuế còn 2,64 nghìn tỷ đồng (-7,1% YoY)** từ dự báo trước đây của chúng tôi là 2,9 nghìn tỷ đồng (+3,6% YoY) do hiệu sản lượng kém từ NT1 và nhóm thủy điện tuy nhiên có thể được bù đắp một phần từ nhà máy Vũng Áng.

### Ước tính năm 2021: Sản lượng điện ổn định hơn khi mỏ khí Sao Vàng Đại Nguyệt đi vào hoạt động

- Sản lượng điện năm 2021 ước tính đạt 20,5 tỷ kwh, giảm nhẹ 1% YoY (tham khảo bảng 4)** do đại tu Cà Mau 1 và tổ máy 1 của Vũng Áng và trung tu Nhon Trạch 1. Mặc dù phải trung tu, chúng tôi kỳ vọng sản lượng từ Nhon Trạch 1 có thể tăng nhẹ do sản lượng đã ở mức rất thấp trong năm 2020 trong khi 2021 có nguồn cung khí ổn định hơn từ Sao Vàng Đại Nguyệt. Và Nhon Trạch 2 cũng sẽ hưởng lợi từ mỏ khí mới này. Và chúng tôi cũng đặt kỳ vọng vào sự phục hồi của thủy điện.

- **Doanh thu năm 2021 ước tính đạt 35,6 nghìn tỷ đồng (+7,6% YoY)** do giá định giá khí cao hơn đôi với Nhơn Trạch để phản ánh mức giá mới cao hơn từ Sao Vàng Đại Nguyệt (khoảng 9 USD/mbtu) và giá định giá dầu Brent cao hơn cho Cà Mau.
- **Lợi nhuận sau thuế năm 2021 ước tính tăng nhẹ chủ yếu nhờ chi phí lãi vay giảm.** Lợi nhuận sau thuế năm 2021 ước tính đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (+2,4% YoY). Chi phí lãi thấp hơn do dư nợ hiện tại giảm và chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự báo hai dự án Nhơn Trạch 3 và 4. Và trong trường hợp công ty tăng dư nợ để đầu tư cho Nhơn Trạch 3 & 4, chi phí lãi vay sẽ được vốn hóa trong quá trình xây dựng trong năm 2021 và 2022. Tại ĐHCĐ năm 2020, ban lãnh đạo cũng chia sẻ rằng Nhơn Trạch 3&4 dự kiến bắt đầu xây dựng và Q2/2021 và ngày đi vào hoạt động sẽ vào Q4/2023 và Q2/2024.

## Quan điểm đầu tư

Tại mức giá đóng cửa ngày 18/6/2020, POW giao dịch với EV/EBITDA 2020 là 5x. **Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ giá mục tiêu 1 năm xuống 12.900 đồng/cp từ 13.100 đồng/cp và khuyến nghị KHẢ QUAN, với triển vọng tăng giá là 24%** cùng với các yếu tố hỗ trợ bao gồm (1) giá khí mới có lợi cho nhà máy khí Cà Mau trong giai đoạn 2020-2026, (2) sản lượng phát điện từ Vũng Áng tốt hơn ước tính và (3) mức giảm trong giá PPA đối với NT2 có thể ít hơn 40 USD/kwh và khả năng cao lợi nhuận 2020 sẽ cao hơn.

Tóm tắt định giá	Giá trị	Tỷ trọng	Hệ số mục tiêu
DCF	13.759	70%	
EV/EBITDA	10.987	30%	EV/EBITDA mục tiêu là 5,9x so với mức bình quân ngành trong khu vực năm 2020 là 8,9x.
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>12.900</b>		
<b>%tăng giá</b>	<b>24%</b>		

## NT2: Mức giảm của giá hợp đồng PPA có thể ít hơn 40 đồng/kwh theo chia sẻ của ban lãnh đạo

### Triển vọng năm 2020

- Cổ tức tiền mặt năm 2019 được phê duyệt với tỷ lệ 25% trên mệnh giá, với lợi suất cổ tức là 12,3%. Cụ thể, 10% đã được chi trả trong năm 2019, **và phần còn lại sẽ được chi trả trong năm 2020. Kế hoạch cổ tức tiền mặt cho năm 2020 ở mức 20%** trên mệnh giá với lợi suất cổ tức là 9,4%.
- **Kế hoạch lợi nhuận năm 2020 tương quan với giá dầu nhiên liệu như thế nào?** Công ty đã đặt kế hoạch lợi nhuận sau thuế đạt 620 tỷ đồng (-18% YoY) nhưng chúng tôi cho rằng kế hoạch này khá thận trọng. Chúng tôi cho rằng giá định giá dầu nhiên liệu theo kế hoạch sẽ giao động khoảng 320-330 USD/tấn so với giá định của chúng tôi giao động khoảng 270-280 USD/tấn (so với mức giá dầu nhiên liệu bình quân từ đầu năm tới nay thực tế là 230 USD/tấn). **Như vậy kết quả kinh doanh sẽ tốt hơn kế hoạch.** Trong năm 2020, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế giảm 7% YoY đạt 700 tỷ đồng, cao hơn khoảng 13% so với kế hoạch của công ty. **Do đó, cổ tức tiền mặt cho năm 2020 có thể cao hơn ở mức 22%-23% mệnh giá theo ước tính của chúng tôi (so với kế hoạch của công ty là 20% mệnh giá).**
- **Mức giảm giá PPA có thể ít hơn 40 đồng/kwh** theo cuộc họp gần đây với ban lãnh đạo của NT2. Tin tức này theo chúng tôi là tích cực, nhưng chúng tôi vẫn duy trì giá định giảm 40 đồng/kwh trong giá PPA trong ước tính lợi nhuận 2020 cho đến khi công ty có kết luận cuối cùng với EVN trong Q3 hoặc Q4/2020. Bên cạnh đó, ban lãnh đạo cũng chia sẻ giá PPA mới sẽ được áp dụng từ khi công ty ký phụ lục hợp đồng mới chính thức với EVN và không hỏi to cho các quý trước trong năm 2020.

- **Sản lượng điện** ước tính đạt 4,6 tỷ kwh (-8% YoY) so với kế hoạch của ERAV là 4,8 tỷ kwh. Chúng tôi khá thận trọng dựa trên yêu cầu nguồn cung khí có thể thấp hơn ước tính trong khi chờ mở Sao Vàng Đại Nguyệt đi vào hoạt động. Rủi ro giảm đối với ước tính sản lượng của chúng tôi liên quan đến các sự cố kỹ thuật từ mỏ khí 11.2 và mỏ khí Sao Vàng Đại Nguyệt chậm tiến độ. Hơn nữa, NT2 sẽ trung tu trong tháng 9/2020.
- Tổng doanh thu ước tính đạt 665 nghìn tỷ đồng (-13,6% YoY) do sản lượng và giá khí thấp hơn. Giá định đối với giá khí được đặt ở mức khoảng 5,93 USD/mbtu (-12% YoY). Lợi nhuận sau thuế ước giảm 7% YoY đạt 700 tỷ đồng (nhưng chúng tôi cho rằng sẽ có tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận khi PPA điều chỉnh có hiệu lực từ Q4/2020).

#### Ước tính năm 2021:

- **Giá khí cao hơn.** Chúng tôi áp dụng phương pháp tính giá bình quân có trọng số (xem biểu đồ 3) để phản ánh giá mới từ Sao Vàng Đại Nguyệt (khoảng 18-23% tổng sản lượng cung khí) cộng với cơ chế giá giá hiện tại (46% FO). Và chúng tôi điều chỉnh tăng giá định giá dầu nhiên liệu cho năm 2021 từ 280 USD/tấn lên 300 USD/tấn. Do đó, giá khí năm 2021 ước tính ở mức 6,75 USD/mbtu (so với giá định trước đây là 6,56 USD/mbtu). *Trong tương lai, LNG sẽ có thể là nguồn nguyên liệu thay thế, và thực tế nguồn khí tự nhiên trong nước gần như đã cạn kiệt. LNG sẽ có giá bán là 9 USD/mbtu.*
- Tổng doanh thu ước tính đạt 7,6 nghìn tỷ đồng (+16% YoY) do giá định sản lượng và giá khí cao hơn. Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% ước tính lợi nhuận sau thuế còn 649 tỷ đồng (-7% YoY) do thay giá định giá FO năm 2021.

#### Quan điểm đầu tư

Tại mức giá đóng cửa ngày 18/6/2020 là 21.350 đồng/cp, NT2 giao dịch với EV/EBITDA 2020 là 4,8x (so với mức bình quân ngành trong khu vực là 8,9x). **Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu 1 năm thêm 7% lên 23.600 đồng/cp bằng cách loại bỏ 10% chiết khấu trong định giá** (tham khảo bảng tóm tắt định giá dưới đây) và chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu NT2 do (1) khả năng lợi nhuận năm 2020 sẽ cao hơn mức dự báo của chúng tôi do mức giảm giá PPA có thể ít hơn 40VNĐ/kwh và áp dụng từ Q4/20; (2) theo KH của công ty sẽ trả hết nợ trước tháng 6/2021 và điều này sẽ làm cho dòng tiền ổn định hơn để đảm bảo khả năng chi trả cổ tức tiền mặt cao hơn; (3) sản lượng điện khá ổn định vượt trội hơn so với các nhà máy điện khí nói chung. **Chúng tôi đưa ra khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG với triển vọng tăng giá là 11%, cùng với lợi suất cổ tức năm 2021 là 9,4% (so với năm 2020 là 5%), tổng mức sinh lời là 20%.**

Tóm tắt định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Hệ số mục tiêu
DCF	32.896	50%	
EV/EBITDA	19.121	50%	EV/EBITDA mục tiêu là 5x so với mức bình quân ngành trong khu vực năm 2020 là 8,9x.
<b>Giá trị hợp lý (đồng/cp)</b>	<b>26.008</b>		
<i>Chiết khấu</i>	<i>10%</i>		<i>Chúng tôi điều chỉnh giảm tỷ lệ chiết khấu từ 20% xuống 10% với lý do giá PPA mới có thể được điều chỉnh giảm ít hơn hơn ước tính; cùng với nguồn cung khí khá ổn định cho NT2 trong giai đoạn qua. Nhưng chúng tôi vẫn giữ mức chiết khấu khoảng 10% để phản ánh rủi ro biến động giá trên thị trường điện cạnh tranh trong trường hợp nhu cầu điện giảm.</i>
<b>Giá mục tiêu %tăng giá</b>	<b>23.600 11%</b>		so với mức giá đóng cửa ngày 18/6/2020
<b>Lợi suất cổ tức năm 2021</b>	<b>9,4%</b>		Kế hoạch năm 2021 là 20% trên mệnh giá với lợi suất cổ tức là 9,4% (so với ước tính của chúng tôi là 23% trên mệnh giá với lợi suất cổ tức là 11%).
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>20%</b>		

Nguồn: NT2, SSI Research

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp  
nganlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích  
tamntd@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp  
quyenlbn@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Phạm Thị Thu Hiền

Chuyên viên phân tích  
hienptt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8710

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhntk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tuntt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tranglh@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

#### Nguyễn Đăng Khoa

Chuyên viên phân tích  
khoand1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3052

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715