

Lê Trọng Nghĩa
Chuyên viên

Lê Phước Đức
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Phụ tải sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021

Dịch COVID-19 khiến phụ tải và giá thị trường (CGM) giảm trong 7T 2020. Do tạm hoãn các hoạt động sản xuất theo chính sách giãn cách xã hội, sản lượng điện thương phẩm tại Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng âm so với cùng kỳ (YoY) trong tháng 4 và 5/2020. Nhìn chung, sản lượng điện thương phẩm lũy kế trong 7T 2020 chỉ tăng 2% YoY, trong khi tăng 7% YoY trong quý 1/2020 và tăng 9% YoY trong cả năm 2019. Nhu cầu điện thấp hơn cũng dẫn đến việc giá CGM trung bình giảm 12% YoY còn 1.046 đồng/kWh trong 7 tháng đầu năm 2020.

Phụ tải dự kiến sẽ tăng ở mức hai chữ số trong năm 2021 nhờ kinh tế phục hồi. Dựa vào kết quả 7T 2020 và dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam chỉ đạt 3,6% trong năm 2020, chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm sẽ chỉ đạt 3% YoY trong năm 2020. Trong năm 2021, chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm sẽ phục hồi về mức 10% YoY (đạt 235 tỷ kWh) trong năm 2021. Điều này dựa trên dự báo tăng trưởng GDP đạt 7% trong năm 2021 của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) chủ yếu đến từ sự phục hồi mạnh mẽ của lĩnh vực sản xuất công nghiệp.

Ngày 27/08/2020, Cục Điều tiết Điện lực thuộc Bộ Công thương đưa ra dự báo sơ bộ về thị trường điện trong năm 2021. Điểm đặc biệt là trong cả hai kịch bản (cơ sở và tích cực) cho năm 2021, Bộ Công thương đều cho rằng Việt Nam sẽ không cần huy động nguồn điện chạy dầu có giá thành rất cao. Điểm này khác với dự báo trước đây của Bộ Công thương là Việt Nam sẽ thiếu hụt khoảng 7 tỷ kWh điện trong năm 2021. Nói cách khác, Bộ Công thương hiện đang kỳ vọng mức tăng trưởng công suất phát điện sẽ đủ để đáp ứng cho mức tăng mạnh mẽ của phụ tải trong năm 2021. Cụ thể, trong năm 2021, Bộ Công Thương đang dự báo (1) sản lượng từ thủy điện sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ lượng mưa cao hơn, (2) sản lượng từ các dự án điện gió và điện mặt trời sẽ tăng gấp đôi sau khi các vấn đề quá tải lưới điện cục bộ được giải quyết, (3) sản lượng từ các nhà máy nhiệt điện khí sẽ tăng nhờ huy động thêm khí từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt mới được đưa vào khai thác.

Lượng mưa sẽ bắt đầu phục hồi từ nửa cuối năm 2020 và sẽ hỗ trợ hoạt động của các nhà máy thủy điện trong năm 2021 và 2022. Khi phân tích lượng mưa dài hạn tại Việt Nam, chúng tôi nhận thấy lượng mưa thường tuân theo chu kỳ 5 năm và đỉnh của chu kỳ mưa gần nhất xảy ra vào năm 2017. Với việc năm 2019 là năm khô hạn nhất trong vòng 10 năm trở lại đây, chúng tôi tin rằng lượng mưa tại Việt Nam đã chạm đáy vào 6T đầu 2020 và sẽ phục hồi 6T cuối 2020 cho đến năm 2022. Điều này sẽ hỗ trợ KQKD của các công ty sở hữu nhiều nhà máy thủy điện như REE và PC1.

Việc mở rộng công suất năng lượng tái tạo là một xu hướng tăng trưởng của ngành điện Việt Nam. Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi, **REE**, hiện đang có kế hoạch tăng gấp đôi công suất phát điện từ 500 MW lên khoảng 1.000 MW tới năm 2025, chủ yếu được dẫn dắt bởi hàng loạt các khoản đầu tư vào các dự án điện gió và điện mặt trời áp mái. Chúng tôi cho rằng **PC1** là lựa chọn rủi ro hơn nhưng có thể có tiềm năng tăng trưởng cao hơn so với REE do kế hoạch tham vọng nâng công suất phát điện hiện tại từ 160 MW lên 700 MW tới năm 2025. Tuy nhiên, điều này đi kèm với mức rủi ro cao khi tổng vốn đầu tư cho các dự án của PC1 cao hơn giá trị sổ sách.

Chúng tôi tin rằng mức độ hồi phục mạnh mẽ của phụ tải sẽ giúp tất cả các nhà máy điện hưởng lợi, diễn biến này là đặc biệt quan trọng với các cổ phiếu có tính chất phòng thủ như **PPC** và **NT2** vì diễn biến này sẽ giúp 2 nhà máy điện này tiếp tục hoạt động với hiệu suất cao và trả mức cổ tức tiền mặt tăng theo từng năm. Ngoài ra, 2 công ty nói trên cũng có cơ hội ghi nhận lợi nhuận vượt kế hoạch (nhờ việc hoàn thành công tác bảo trì bảo dưỡng với chi phí thấp hơn kỳ vọng)

Chúng tôi cho rằng dự báo về sự cải thiện của nguồn cung khí Việt Nam (thông qua các mỏ khí mới trong nước và LNG nhập khẩu) là cực kỳ ý nghĩa cho danh mục điện 4.200 MW của POW khi không chỉ cho phép hiệu suất hoạt động cao hơn tại các nhà máy điện khí hiện hữu (**NT2**, Nhơn Trạch 1 và Cà Mau 1 & 2), mà còn hỗ trợ cho việc mở rộng công suất trong tương lai của POW, bao gồm nhà máy điện khí LNG NT3 và NT4 (2 x 750 MW) trong năm 2023-2024.

Hình 1: Danh mục các cổ phiếu ngành Điện VCSC theo dõi – Các số liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH triệu USD	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn lại triệu USD	GTGD trung bình 30n triệu USD	Giá cổ phiếu VND/CP	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T %
PPC	MUA	325	51%	49%	108	0,2	23.500	28.700	07/27/2020	22%	11%	33%
REE	MUA	494	0%	49%	0	0,7	36.900	45.400	08/10/2020	23%	4%	27%
NT2	MUA	262	60%	49%	81	0,3	22.650	26.200	08/14/2020	16%	10%	26%
POW	MUA	1.016	80%	49%	381	1,4	10.050	12.000	08/18/2020	19%	3%	22%
PC1	MUA	132	0%	49%	42	0,4	19.200	23.000	08/21/2020	20%	0%	20%
GEX	PHTT	450	0%	49%	150	3,6	22.200	22.200	08/25/2020	0%	0%	0%

Nguồn: Bloomberg, VCSC; số liệu tính đến ngày 31/08/2020

Hình 2: Danh mục các cổ phiếu ngành Điện VCSC theo dõi – tổng hợp định giá, dựa theo lợi nhuận cốt lõi

Mã	Giá CP VND/CP	EPS g 2019 %	EPS g 2020F %	EPS g 2021F %	P/E trượt x	P/E 2019 x	P/E 2020F x	P/E 2021F x	EV /EBITDA 2020F x	ROE 2020F	P/B quý gần nhất x	Nợ ròng/ Vốn CSH quý gần nhất x
PPC	23.500	2%	-11%	20%	8,5	7,9	8,9	7,4	9,5	14,9%	1,3	-11,9%
REE	36.900	-7%	4%	30%	8,4	8,0	7,7	5,9	10,2	13,0%	1,1	32,4%
NT2	22.650	-4%	2%	-2%	8,1	9,5	9,3	9,5	4,6	17,4%	1,4	25,7%
POW	10.050	37%	-20%	20%	9,3	8,3	10,3	8,6	6,4	8,5%	0,8	34,3%
PC1	19.200	-12%	-19%	43%	16,3	10,5	12,9	9,1	6,4	11,6%	0,8	57,3%
GEX	22.200	26%	-35%	133%	16,1	18,0	27,0	11,6	9,7	6,5%	1,7	114,4%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ												
HND	18.500	29%	11%	-28%	6,6	7,8	7,0	9,8	3,7	19,2%	1,5	64,6%
PGV	11.900	N/A	N/A	N/A	9,5	14,8	N/A	N/A	7,7*	16,5%*	1,1	434,7%
GEG	17.150	73%	N/A	N/A	14,4	13,9	N/A	N/A	10,3*	10,5%*	1,5	156,9%

Nguồn: Bloomberg, VCSC; số liệu tính đến ngày 31/08/2020 (*) dựa theo báo cáo tài chính năm 2019 khi chúng tôi chưa đưa ra dự báo cho các cổ phiếu này

Hình 3: Danh mục các cổ phiếu ngành Điện VCSC theo dõi – tổng hợp định giá, dựa theo lợi nhuận báo cáo

Mã	Giá CP VND/CP	EPS g 2019 %	EPS g 2020F %	EPS g 2021F %	P/E trượt x	P/E 2019 x	P/E 2020F x	P/E 2021F x	EV /EBITDA 2020F x	ROE 2020F	P/B quý gần nhất x	Nợ ròng/ Vốn CSH quý gần nhất x
PPC	23.500	13%	-29%	18%	7,2	6,2	8,8	7,4	9,5	14,9%	1,3	-11,9%
REE	36.900	-8%	-8%	29%	7,7	7,0	7,6	5,9	10,2	13,0%	1,1	32,4%
NT2	22.650	-4%	-6%	0%	8,1	8,6	9,2	9,2	4,6	17,1%	1,5	25,7%
POW	10.050	31%	-27%	45%	11,1	9,6	13,1	9,0	6,4	6,7%	0,8	34,3%
PC1	19.200	-23%	18%	10%	9,6	9,2	7,8	7,1	6,4	11,6%	0,8	57,3%
GEX	22.200	-42%	10%	39%	16,1	18,0	16,1	11,6	9,7	10,5%	1,7	114,4%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ												
HND	18.500	194%	5%	-31%	6,8	8,2	7,8	11,2	3,7	19,2%	1,5	64,6%
PGV	11.900	N/A	N/A	N/A	9,5	14,8	N/A	N/A	7,7*	16,5%*	1,1	434,7%
GEG	17.150	73%	N/A	N/A	14,4	13,9	N/A	N/A	10,3*	10,5%*	1,5	156,9%

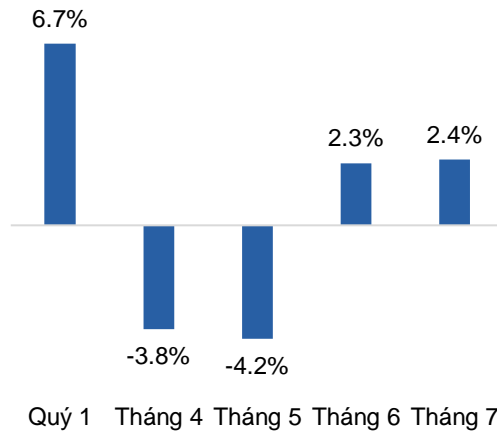
Nguồn: Bloomberg, VCSC; số liệu tính đến ngày 31/08/2020 (*) dựa theo báo cáo tài chính năm 2019 khi chúng tôi chưa đưa ra dự báo cho các cổ phiếu này

Cập nhật ngành Điện

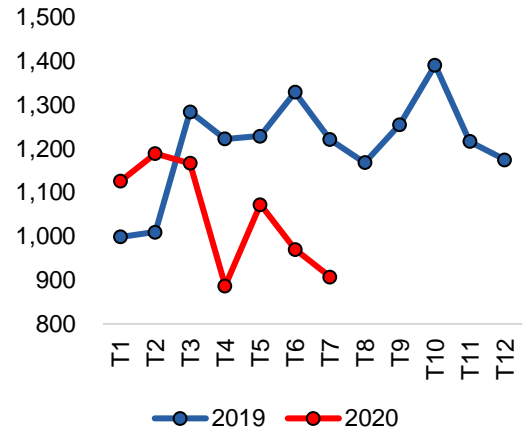
Nhìn lại 7 tháng đầu năm 2020: Dịch COVID-19 ảnh hưởng phụ tải

Dịch COVID-19 khiến phụ tải và giá thị trường (CGM) giảm trong 7T 2020. Do tạm hoãn các hoạt động sản xuất theo chính sách giãn cách xã hội, sản lượng điện thương phẩm tại Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng âm so với cùng kỳ (YoY) trong tháng 4 và 5/2020. Nhìn chung, sản lượng điện thương phẩm lũy kế trong 7T 2020 chỉ tăng 2% YoY, trong khi tăng 7% YoY trong quý 1/2020 và tăng 9% YoY trong cả năm 2019. Nhu cầu điện thấp hơn cũng dẫn đến việc giá CGM trung bình giảm 12% YoY còn 1.046 đồng/kWh trong 7 tháng đầu năm 2020.

Hình 4: Tăng trưởng tiêu thụ điện YoY



Hình 5: Giá CGM hàng tháng (đồng/kWh)

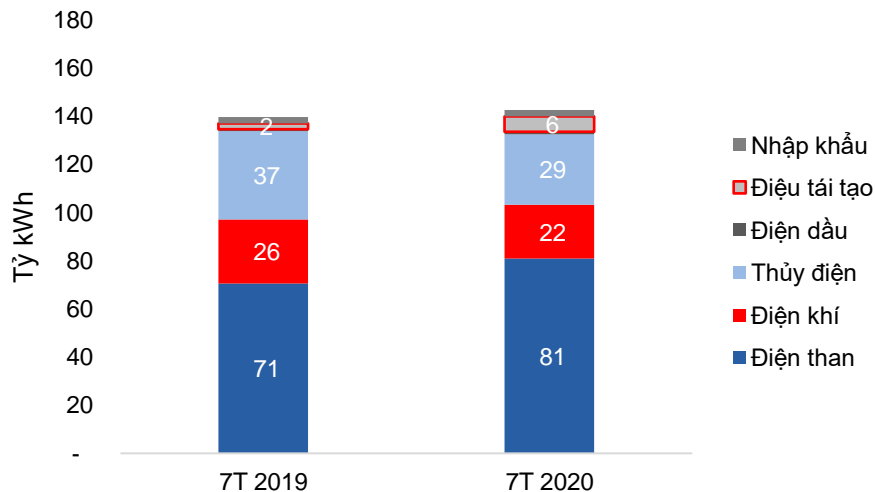


Nguồn: Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), VCSC tổng hợp

Về mặt nguồn cung, các nhà máy điện than hỗ trợ hệ thống điện nhiều nhất trong 7T 2020. Do thiếu hụt khí và hạn hán trầm trọng, các nhà máy điện khí và thủy điện tại Việt Nam ghi nhận sản lượng điện thương phẩm lần lượt giảm 15% YoY và 21% YoY trong 7T 2020. Trong khi đó, các nhà máy điện than, được hỗ trợ bởi nguồn than nhập khẩu, ghi nhận sản lượng điện thương phẩm tăng trưởng mạnh mẽ 15% YoY.

Chúng tôi nhận thấy lượng mưa cải thiện mạnh so với tháng trước trong tháng 6 và tháng 7. Lượng mưa cải thiện hỗ trợ các nhà máy thủy điện gia tăng sản lượng điện thương phẩm từ 2,7 tỷ kWh (15% tổng sản lượng) trong tháng 4 lên 7,7 tỷ kWh (33% tổng sản lượng) trong tháng 7.

Hình 6: Cơ cấu sản lượng điện thương phẩm trong 7T 2020 và 7T 2019



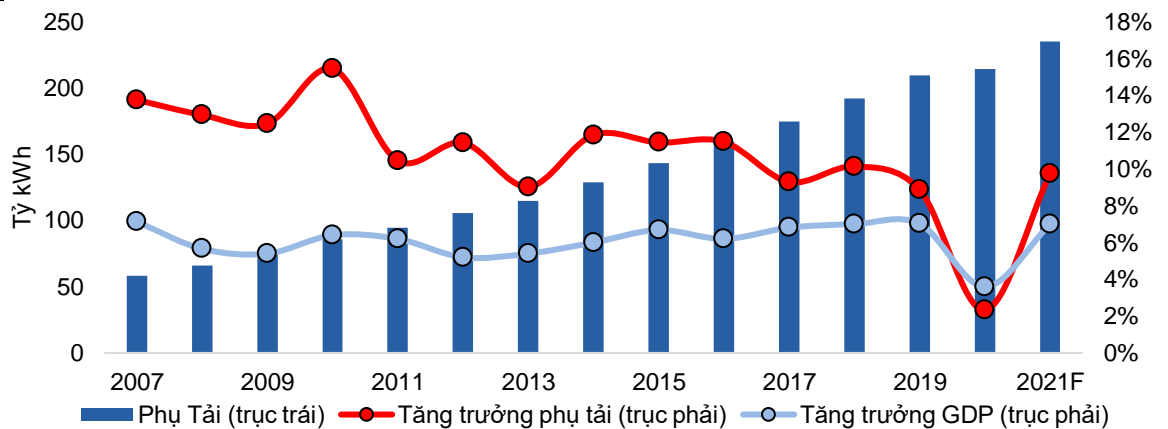
Nguồn: EVN, VCSC tổng hợp

Phụ tải dự kiến tăng trưởng ở mức 2 chữ số trong năm 2021 khi nền kinh tế Việt Nam phục hồi sau dịch COVID-19

Phụ tải dự kiến sẽ tăng ở mức hai chữ số trong năm 2021 nhờ kinh tế phục hồi. Dựa vào kết quả 7T 2020 và dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam chỉ đạt 3,6% trong năm 2020, chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm sẽ chỉ đạt 3% YoY trong năm 2020. Trong năm 2021, chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm sẽ phục hồi về mức 10% YoY (đạt 235 tỷ kWh) trong năm 2021. Điều này dựa trên dự báo tăng trưởng GDP đạt 7% trong năm 2021 của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) chủ yếu đến từ sự phục hồi mạnh mẽ của lĩnh vực sản xuất công nghiệp.

Ngày 27/08/2020, Cục Điều tiết Điện lực thuộc Bộ Công thương đưa ra dự báo sơ bộ về thị trường điện trong năm 2021. Điểm đặc biệt là trong cả hai kịch bản (cơ sở và tích cực) cho năm 2021, Bộ Công thương đều cho rằng Việt Nam sẽ không cần huy động nguồn điện chạy dầu có giá thành rất cao. Điểm này khác với dự báo trước đây của Bộ Công thương là Việt Nam sẽ thiếu hụt khoảng 7 tỷ kWh điện trong năm 2021. Nói cách khác, Bộ Công thương hiện đang kỳ vọng mức tăng trưởng công suất phát điện sẽ đủ để đáp ứng cho mức tăng mạnh mẽ của phụ tải trong năm 2021. Cụ thể, trong năm 2021, Bộ Công Thương đang dự báo (1) sản lượng từ thủy điện sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ lượng mưa cao hơn, (2) sản lượng từ các dự án điện gió và điện mặt trời sẽ tăng gấp đôi sau khi các vấn đề quá tải lưới điện cục bộ được giải quyết, (3) sản lượng từ các nhà máy nhiệt điện khí sẽ tăng nhờ huy động thêm khí từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyện mới được đưa vào khai thác.

Hình 7: Diễn biến và dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện của Việt Nam so với tăng trưởng GDP



Nguồn: EVN, VCSC dự báo, IMF dự báo

Chúng tôi giả định tăng trưởng GDP thực của Việt Nam sẽ phục hồi đạt 6%-7% mỗi năm trong giai đoạn 2021-2025 với tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức khoảng 9% mỗi năm trong cùng kỳ. Dịch COVID-19 duy trì tác động không rõ ràng đối với dự báo vĩ mô. Tuy nhiên, kịch bản cơ sở của chúng tôi giữ nguyên giả định cho rằng nền kinh tế toàn cầu – cùng với Việt Nam – sẽ tiếp tục phục hồi ấn tượng từ các gián đoạn của dịch COVID-19 từ 6 tháng cuối năm 2020 đến năm 2021. Đối với triển vọng của ngành Điện trong trung đến dài hạn, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ quay về mức trước khi bùng phát dịch COVID-19 là khoảng 6%-7% từ năm 2021 trở đi. Chúng tôi cũng dự báo quá trình công nghiệp hóa sẽ tiếp tục là yếu tố dẫn dắt cho đà phát triển của nền kinh tế Việt Nam. Do đó, chúng tôi cho rằng dự báo tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh hơn GDP (thực) trong giai đoạn 2021-2025. Dựa theo các giả định này, chúng tôi ước tính Việt Nam nhiều khả năng sẽ ghi nhận tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức 8%-9% mỗi năm trong giai đoạn 2021-2025 – phù hợp diễn biến tăng trưởng tiêu thụ điện thường cao hơn khoảng 2 điểm phần trăm so với tăng trưởng GDP.

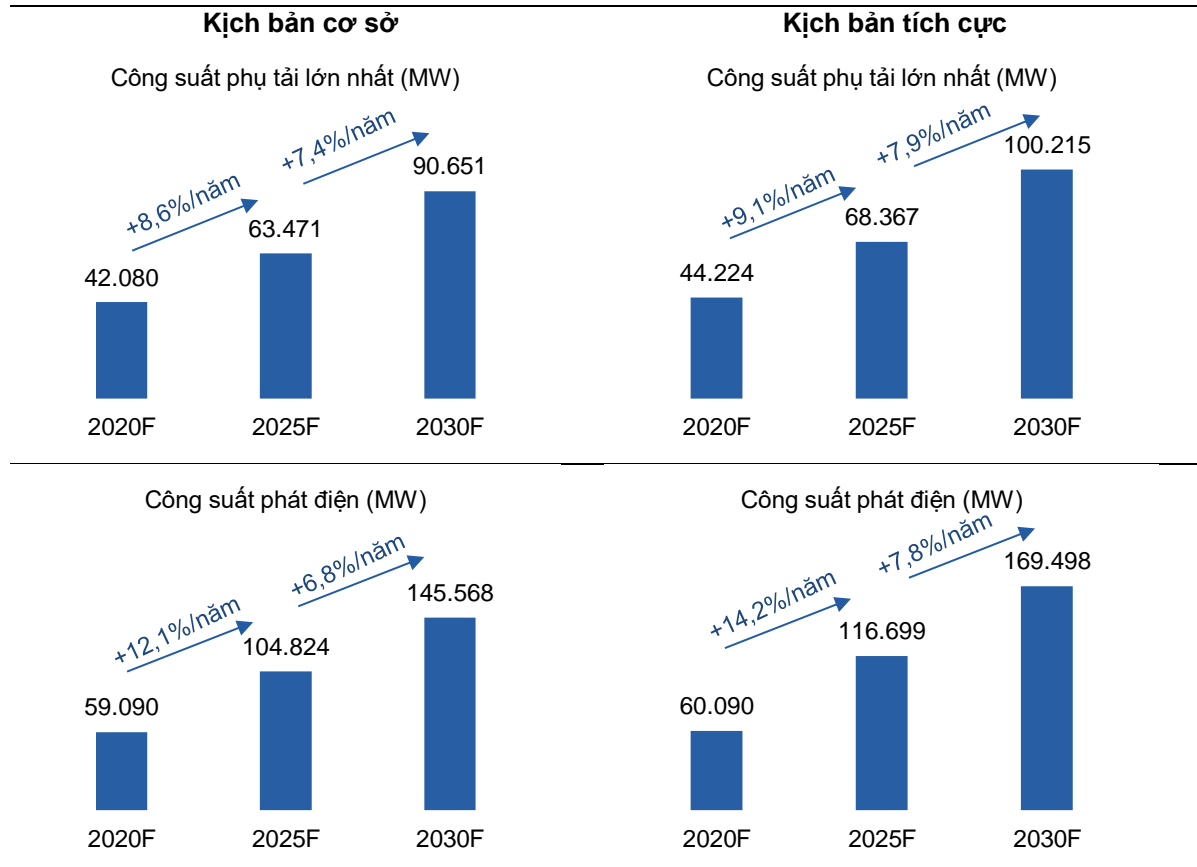
Cập nhật gần nhất về kế hoạch quy hoạch tổng thể ngành Điện của Việt Nam tiếp tục củng cố giả định của chúng tôi. Theo dự báo sơ bộ của MoIT cho tiêu thụ điện và cơ cấu sản lượng điện được đề cập trong văn bản 1931/BCT-ĐL công bố ngày 19/03/2020, MoIT dự báo nhu cầu tiêu thụ điện đỉnh điểm của Việt Nam trong giai đoạn 2020-2025 sẽ tăng 8,6% mỗi năm theo kịch bản cơ sở và 9,1% mỗi năm theo kịch bản tích cực.

Năng lượng tái tạo sẽ đóng vai trò quan trọng hơn trong hệ thống phát điện của Việt Nam. MoIT đề xuất Việt Nam sẽ gia tăng công suất phát điện tái tạo từ khoảng 8.000 MW trong năm 2020 lên khoảng 20.000 MW trong năm 2025 (6.000 MW công suất điện gió/14.000 MW công suất điện mặt trời) theo kịch bản cơ sở và khoảng 32.000 MW trong năm 2025 (12.000 MW công suất điện gió/20.000 MW công suất điện mặt trời) theo kịch bản tích cực. Chúng tôi cho rằng việc Việt Nam có cơ chế giá bán hấp dẫn đối với các nhà đầu tư tư nhân đóng vai trò quan trọng trong năng lực hiện thực hóa kế hoạch tham vọng này của Việt Nam. MoIT cũng lưu ý rằng mức tăng mạnh trong công suất năng lượng tái tạo phải đi đôi với các dự án nâng cấp lưới điện truyền tải trong nước để đảm bảo tất cả công suất sẽ được sử dụng hiệu quả.

Việt Nam sẽ tiếp tục gia tăng công suất điện than khi nguồn năng lượng này có giá thành thấp, ổn định và có khả năng mở rộng. Theo MoIT, Việt Nam sẽ gia tăng công suất phát điện thêm 12%-14% mỗi năm trong giai đoạn 2020-2025 để đáp ứng nhu cầu dự kiến mạnh mẽ. Trong cả kịch bản cơ sở và tích cực, MoIT đề xuất Việt Nam tiếp tục gia tăng công suất điện than từ 19.637 MW trong năm 2020 lên 38.842 MW trong năm 2025 (tương ứng tốc độ tăng trưởng trung bình là 14,6% mỗi năm). Đề xuất này là hợp lý khi Việt Nam cần nhiều thời gian hơn để nâng cấp cơ sở hạ tầng cho việc nhập khẩu LNG trước khi xây dựng các nhà máy điện khí LNG vốn thân thiện với môi trường hơn.

Các dự án mở rộng lớn cho công suất điện khí LNG sẽ được triển khai nhiều hơn sau năm 2025 khi hạ tầng khí LNG của Việt Nam phát triển hơn. MoIT kỳ vọng công suất điện khí LNG của Việt Nam sẽ đạt 3.400/3.700 MW trong năm 2025 và 17.000/23.000 MW trong năm 2030 theo kịch bản cơ sở/tích cực, tương ứng với kế hoạch nâng cấp hạ tầng nhập khẩu LNG của Việt Nam thông qua các trạm LNG Hải Linh, Thị Vải và Sơn Mỹ, vốn dự kiến bắt đầu hoạt động lần lượt trong năm 2021, 2023 và 2025.

Hình 8: Dự báo sơ bộ của MoIT cho tiêu thụ và sản lượng điện thương phẩm của Việt Nam



Nguồn: Văn bản số 1931/BCT-ĐL của MoIT, VCSC

Kế hoạch mở rộng công suất năm 2020 có khả năng không hoàn thành

Vào đầu năm 2020, Bộ Công Thương có kế hoạch bổ sung khoảng 4.300 MW công suất mới cho cả năm (so với tổng công suất lắp đặt của năm 2019 là 55.000 MW). Tuy nhiên, tiến độ xây dựng chậm của nhà máy nhiệt điện BOT Hải Dương 2 (600 MW) và nhà máy thủy điện Hồi Xuân (100 MW), tương ứng 700 MW công suất mới dự kiến này sẽ bắt đầu hoạt động trong năm 2021 thay vì năm 2020. Do đó, chúng tôi cho rằng tăng trưởng công suất phát điện của Việt Nam sẽ giảm tốc còn 6,5% YoY trong năm 2020 so với mức 13,0% YoY trong năm 2019.

Hình 11: Công suất phát điện mới cho năm 2020 (kế hoạch đặt ra vào đầu năm 2020)

Nhà máy	Công suất (MW)	Thời gian bắt đầu hoạt động
Thủy điện Long Tạo	44	01/2020
Thủy điện Sông Lô 6	48	06/2020
Thủy điện Hồi Xuân	102	07/2020
Thủy điện Thượng Kon Tum	220	08/2020
Nhiệt điện than BOT Hải Dương	1.200	06 & 12/2020
Thủy điện nhỏ (dưới 30 MW)	724	10/2020
Điện mặt trời	1.873	
Điện gió	118	
Tổng cộng	4.329	

Nguồn: MoIT, VCSC tổng hợp

Điện gió và điện mặt trời áp mái thu hút đầu tư nhờ mức giá hấp dẫn

Biểu giá điện hỗ trợ (FIT) hiện tại cho điện gió và điện mặt trời áp mái thu hút lượng vốn đầu tư lớn; tuy nhiên, lo ngại về mức giá điện FIT thấp hơn đáng kể hoặc cơ chế đấu giá khiến việc mở rộng trong tương lai gặp rủi ro. Các dự án điện gió trong đất liền và ngoài khơi có mức giá điện FIT lần lượt là 8,5 cent/kWh và 9,8 cent/kWh, sẽ chỉ được áp dụng (trong vòng 20 năm tiếp theo) đối với các dự án điện gió đóng điện trước ngày 31/10/2021. Bộ Công Thương đã đề xuất gia hạn các mức giá này đến cuối năm 2023 nhưng vẫn chưa nhận được phê duyệt từ Thủ tướng.

Giá điện FIT mới cho điện mặt trời trong năm 2020 khiến đầu tư vào điện mặt trời mặt đất giảm tốc. Trong tháng 4/2020, văn phòng Thủ tướng ban hành Quyết định 13/2020/QĐ-TTg, giới thiệu mức giá điện FIT mới cho điện mặt trời áp mái (8,4 cent/kWh), điện mặt trời nổi (7,7 cent/kWh) và điện mặt trời mặt đất (7,1 cent/kWh) so với mức giá điện FIT chung cho tất cả các dự án điện mặt trời trước đây là 9,3 cent/kWh. Để được áp dụng mức giá điện FIT mới này, các dự án điện mặt trời phải đóng điện trước ngày 31/12/2020. Các dự án bắt đầu hoạt động sau thời hạn này sẽ được bán theo cơ chế đấu giá cạnh tranh mới, vẫn chưa được Chính phủ thử nghiệm.

Điện mặt trời áp mái là lĩnh vực hấp dẫn nhất trong mảng điện mặt trời. Công suất điện mặt trời áp mái lắp đặt tăng trưởng theo cấp số nhân từ mức thấp trong tháng 12/2018 lên 765 MW trong tháng 6/2020. Theo quan điểm của chúng tôi, bên cạnh việc có mức giá điện FIT cao nhất trong các hình thức điện mặt trời, các dự án điện mặt trời áp mái thu hút do thường được xây dựng trên các cơ sở hạ tầng sẵn có và không ghi nhận các khoản chi phí cao liên quan đến giải phóng mặt bằng và lắp đặt đường truyền.

EVN và MoIT kỳ vọng công suất điện mặt trời và điện gió lắp đặt lần lượt đạt 7.000 MW và 1.000 MW vào cuối năm 2020. Tương ứng, công suất điện tái tạo chiếm 13% tổng công suất phát điện của Việt Nam vào cuối năm 2020 với khả năng đóng góp 28% cho lưới điện quốc gia trong năm 2025, theo kế hoạch của MoIT.

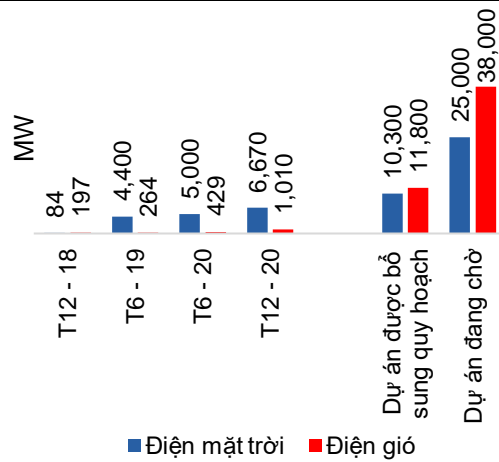
Các vấn đề quá tải lưới điện cục bộ liên quan đến công suất điện tái tạo hiện hữu đã được giải quyết. Theo EVN, tính đến tháng 8/2020, các vấn đề quá tải lưới điện cục bộ của điện tái tạo (đặc biệt là các dự án điện mặt trời mặt đất lớn trong năm 2019) phần lớn đã được giải quyết. Trong 7 tháng đầu năm 2020, EVN triển khai 81 dự án và hoàn thành 63 dự án trong mảng truyền tải và phân phối điện.

Hình 12: Giá điện FIT hiện tại cho năng lượng tái tạo

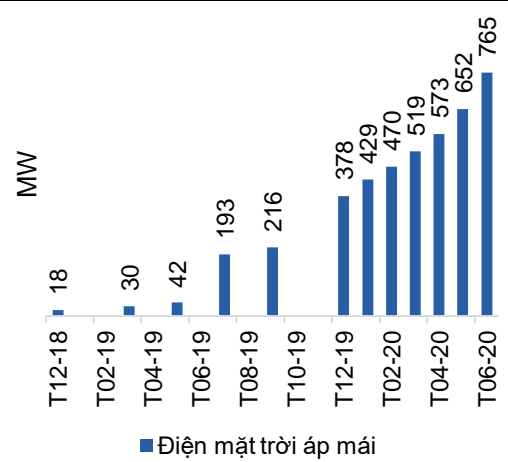
Các nguồn năng lượng	Giá điện FIT (cent/kWh)	Thời hạn hết hiệu lực
Điện gió ngoài khơi	9,8	31/10/2021
Điện gió trong đất liền	8,5	31/10/2021
Điện mặt trời áp mái	8,4	31/12/2020
Điện mặt trời nổi	7,7	31/12/2020
Điện mặt trời mặt đất	7,1	31/12/2020
Điện mặt trời tại Ninh Thuận	9,4	01/01/2021

Nguồn: VCSC tổng hợp, Quyết định 12/2020QĐ-TTg (điện mặt trời), Quyết định 39/2018QĐ-TTg (điện gió)

Hình 13: Công suất năng lượng tái tạo đã lắp đặt, kế hoạch tổng thể được phê duyệt và các dự án đang trì hoãn



Hình 14: Công suất điện mặt trời áp mái đã lắp đặt

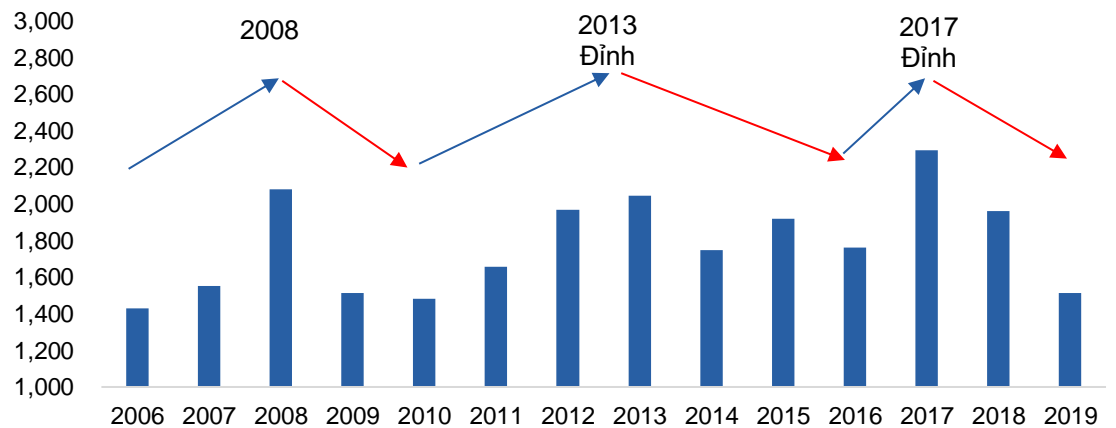


Nguồn: EVN, MolT, VCSC tổng hợp

Chúng tôi cho rằng lượng mưa đã chạm đáy trong chu kỳ 5 năm trong 6 tháng đầu năm 2020 và sẽ quay về đà tăng từ 6 tháng cuối năm 2020 đến năm 2022.

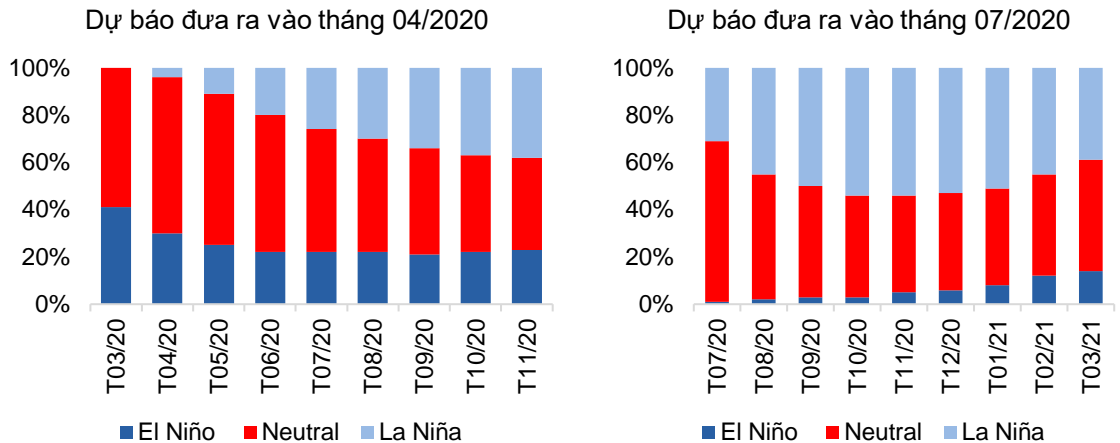
Phân tích của chúng tôi về lượng mưa của Việt Nam trong dài hạn cho thấy lượng mưa của Việt Nam có tính chu kỳ 5 năm; đỉnh của chu kỳ gần nhất diễn ra vào năm 2017. Khi năm 2019 là năm khô hạn nhất của Việt Nam trong vòng 10 năm qua, chúng tôi cho rằng lượng mưa của Việt Nam đã chạm đáy chu kỳ trong 6 tháng đầu năm 2020 và sẽ cải thiện đáng kể trong giai đoạn từ 6 tháng cuối năm 2020 đến năm 2022.

Hình 15: Lượng mưa trung bình tại miền Bắc (mm/năm)



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê (TCTK), VCSC tổng hợp

Hình 16: Khả năng xuất hiện hiện tượng La Niña (lượng mưa cao hơn) cải thiện trong dự báo tháng 7 so với tháng 4



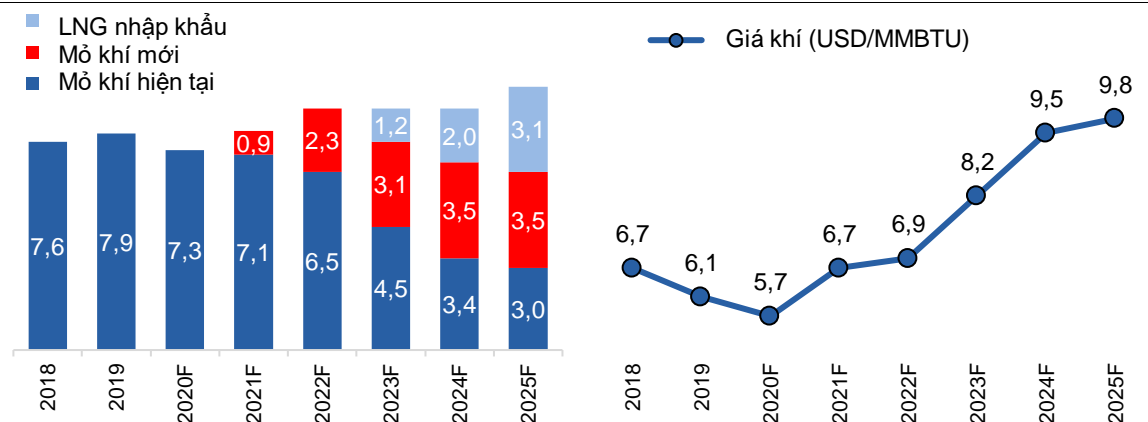
Nguồn: Viện Nghiên cứu quốc tế khí hậu và xã hội, VCSC

Triển vọng nguồn cung nguyên liệu khí và than

Chúng tôi duy trì quan điểm cho rằng rủi ro thiếu khí sẽ giảm từ năm 2021 nhờ đóng góp của các mỏ khí mới trong nước và LNG nhập khẩu. Chúng tôi kỳ vọng mỏ khí tự nhiên Sao Vàng - Đại Nguyệt (SV-ĐN) và trạm LNG Thị Vải sẽ lần lượt bắt đầu hoạt động trong 6 tháng đầu năm 2021 và năm 2023, hỗ trợ nguồn cung khí của Việt Nam khi các mỏ khí sẵn có trước đây có khả năng cạn kiệt trong ngắn hạn.

Chi phí khí trung bình cho các nhà máy điện khí tăng mạnh khi nguồn cung khí mới có giá cao hơn đáng kể so với các mỏ khí hiện hữu. Chúng tôi ước tính chi phí khí trung bình cho các nhà máy điện khí sẽ tăng từ 5,7 USD/triệu BTU trong năm 2020 lên 9,8 USD/triệu BTU trong năm 2025 (tương ứng CAGR 11% trong giai đoạn 2020-2025). Mức tăng mạnh trong chi phí khí này chủ yếu đến từ đóng góp cao hơn của mỏ khí SV-ĐN mới (với giá khí khoảng 10 USD/triệu BTU) và LNG nhập khẩu (khoảng 9-11 USD/triệu BTU).

Hình 17: Dự báo triển vọng nguồn cung khí tại khu vực Đông Nam của Việt Nam (tỷ m3) **Hình 18: Triển vọng giá khí tại khu vực Đông Nam của Việt Nam (USD/triệu BTU)**

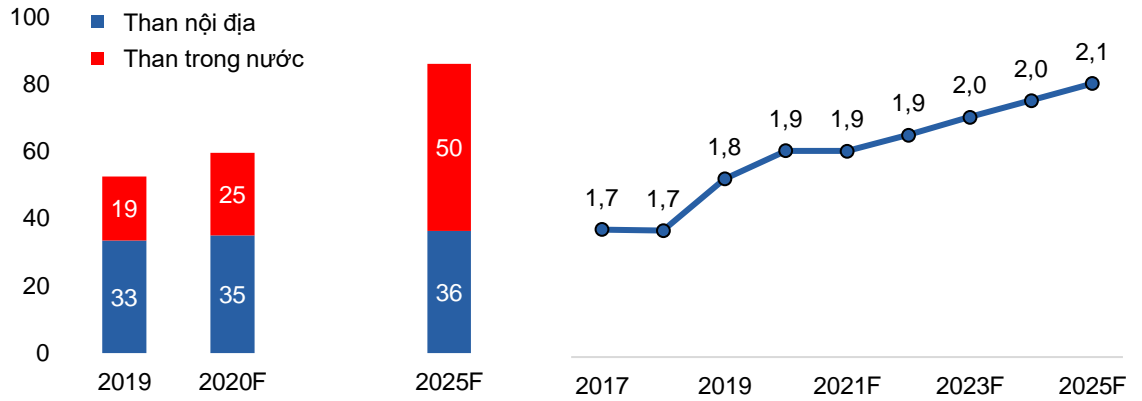


Nguồn: GAS, các công ty trong ngành, VCSC dự báo

Than nhập khẩu sẽ gia tăng để hỗ trợ các nhà máy điện than của Việt Nam trong thời gian tới. Theo CTCP Tư vấn Đầu tư mỏ và Công Nghiệp – Vinacomin (VIMCC), nhu cầu than từ các nhà máy điện than của Việt Nam dự kiến tăng với CAGR 8,6% trong giai đoạn 2019-2025; trong khi đó, nguồn cung than trong nước dự kiến chỉ ghi nhận CAGR ở mức 1,4% trong cùng kỳ. Chênh lệch này cho thấy phần lớn mức tăng trong nhu cầu than của ngành năng lượng trong giai đoạn này – đặc biệt nhu cầu từ các nhà máy mới – sẽ được đáp ứng bởi than nhập khẩu.

Chúng tôi dự báo chi phí than trung bình cho các nhà máy điện than của Việt Nam sẽ tăng khoảng 2% mỗi năm trong vòng 5 năm tiếp theo. Trong bối cảnh điều chỉnh giá gần đây, than Newcastle của Úc (bao gồm chi phí logistics) hiện được bán với mức chiết khấu thấp so với than sản xuất trong nước có cùng chất lượng. Do đó, dự báo chi phí than trung bình của chúng tôi (xem Hình 20) dựa trên giả định cho rằng chi phí sản xuất than trong nước sẽ tăng ở mức thấp hơn 5% mỗi năm cùng với dự báo chung của Bloomberg cho diễn biến đi ngang của giá than Newcastle trong giai đoạn dự báo.

Hình 19: Kế hoạch cung cấp than cho các nhà máy điện than tại Việt Nam (triệu tấn) Hình 20: Dự báo của VCSC cho chi phí than của PPC (triệu đồng/tấn)



Nguồn: VIMCC, PPC, VCSC

Danh mục cổ phiếu thuộc theo dõi của chúng tôi

MUA – CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE): Lợi nhuận tăng mạnh trong năm 2021 khi các khoản đầu tư hiện tại đem lại thành quả

REE duy trì là một trong những cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ mảng cho thuê văn phòng có diễn biến kinh doanh mạnh mẽ, vị thế dẫn đầu trong mảng cơ điện (M&E), danh mục đầu tư tiện ích tích cực (điện & nước) và triển vọng tươi sáng để mở rộng sang mảng năng lượng tái tạo (điện gió và điện mặt trời áp mái). Chúng tôi cũng đánh giá cao ban lãnh đạo trong việc tập trung vào tối đa hóa lợi nhuận cho nhà đầu tư và xây dựng văn hóa doanh nghiệp bền vững. Quan điểm của chúng tôi tiếp tục được củng cố bởi diễn biến bổ nhiệm Tổng giám đốc mới từ nhân sự nội bộ của công ty, người có thể hỗ trợ kế hoạch tái cơ cấu kinh doanh sắp tới với mô hình quản lý phân quyền. Chúng tôi cho rằng việc tái cơ cấu kinh doanh này sẽ tiếp tục cải thiện hiệu suất hoạt động và khả năng mở rộng công suất của REE.

REE có kế hoạch tăng gấp đôi công suất phát điện (chiếm 37% LNST dự phóng năm 2020) từ 515 MW trong năm 2019 lên 1.000 MW trong năm 2025. Theo REE, kế hoạch này chủ yếu sẽ được dẫn dắt bởi các dự án điện mặt trời mái nhà (với 100 MW công suất mới đi vào hoạt động trước năm 2023) và đầu tư thêm vào các trang trại điện gió.

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận từ mảng cho thuê văn phòng (31% LNST dự phóng năm 2020) sẽ tăng gấp đôi trong năm 2024 so với năm 2019. Dự báo của chúng tôi bao gồm đóng góp từ tòa nhà văn phòng E-town 6, dự kiến bắt đầu hoạt động vào giữa năm 2023 và tăng tổng diện tích sàn cho thuê (NFA) của REE thêm 50% lên khoảng 220.000 m2.

Định giá hấp dẫn với P/E năm 2020 đạt 7,6 lần và P/B đạt 1,0 lần so với CAGR LNST sau lợi ích CĐT giai đoạn 2020-2024 mạnh mẽ ở mức 16,7%, dựa theo dự báo của chúng tôi. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐT của REE sẽ tăng mạnh 29% YoY trong năm 2021 sau 3 năm ghi nhận lợi nhuận giảm, sẽ là yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ cho tiềm năng gia tăng giá trị P/E của REE nếu dự báo của chúng tôi được ghi nhận, theo quan điểm của chúng tôi.

Yếu tố hỗ trợ: lượng mưa cao hơn dự kiến; biên lợi nhuận mảng M&E phục hồi mạnh hơn; mở rộng công suất điện mạnh hơn lên 1.000 MW vào năm 2025 (so với dự báo hiện tại ~700 MW).

Rủi ro: giá hợp đồng mua bán điện (PPA) thấp hơn dự kiến cho dự án thủy điện Thượng Kon Tum.

MUA – CTCP Xây lắp Điện 1 (HSX: PC1): Thực hiện bước tiến lớn nhằm chuyển mình thành 1 công ty phát điện

Chúng tôi nhận thấy PC1 là một cổ phiếu hấp dẫn cho cơ hội đầu tư vào ngành năng lượng tái tạo của Việt Nam nhờ 3 dự án điện gió lớn của công ty dự kiến bắt đầu hoạt động vào cuối năm 2021.

Mảng phát điện (chiếm 37% LNST sau lợi ích CĐT dự phóng năm 2020) sẽ chiếm phần lớn LNST sau lợi ích CĐT dự phóng của PC1 từ năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng 3 trang trại điện gió của PC1 (tổng công suất 144 MW) bắt đầu hoạt động vào cuối năm 2021, giúp tăng gấp đôi công suất điện của PC1 lên 300 MW vào năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng các trang trại điện gió này, cùng với danh mục thủy điện của PC1, sẽ cải thiện đóng góp của mảng phát điện cho LNST sau lợi ích CĐT, đạt 76% trong năm 2024.

Chúng tôi cho rằng thâm nhập vào mảng đầu tư điện gió sẽ củng cố thể mạnh của công ty trong mảng xây dựng năng lượng tái tạo (26% LNST sau lợi ích CĐT dự phóng năm 2020). Việc PC1 đóng vai trò nhà thầu EPC cho 3 dự án điện gió của chính công ty giúp công ty tiếp tục củng cố trình độ chuyên môn về kỹ thuật và uy tín trên thị trường EPC năng lượng tái tạo.

Chúng tôi kỳ vọng mảng BĐS (chiếm 37% LNST sau lợi ích CĐT dự phóng năm 2020) sẽ là mảng kinh doanh cốt lõi từ năm 2020. Theo PC1, công ty có kế hoạch bàn giao (bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận) 1 dự án BĐS/năm trong giai đoạn 2020-2025. Theo PC1, bên cạnh dự án Vĩnh Hưng và Bắc Từ Liêm mà chúng tôi kỳ vọng PC1 sẽ bàn giao năm 2021 và 2022, công ty đang nhắm đến việc thầu thêm 2 dự án BĐS mới trong năm 2020

PC1 hiện đang giao dịch với P/E năm 2020 đạt 7,8 lần và P/B đạt 0,6 lần, dựa theo dự báo của chúng tôi, khá hấp dẫn so với dự báo CAGR EPS đạt 14% trong giai đoạn 2019-2024.

Rủi ro: rủi ro điều hành liên quan đến việc PC1 thâm nhập vào mảng điện gió.

MUA - CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HSX: PPC): Cổ phiếu phòng thủ hấp dẫn với tiềm năng gia tăng định giá

PPC và 2 khoản đầu tư lớn – HND và QTP – nằm ở các vị trí thuận lợi với tăng trưởng tiêu thụ điện cao nhất Việt Nam tại cụm công nghiệp miền Bắc. Khu vực này ghi nhận tăng trưởng tiêu thụ điện 2 chữ số với CAGR giai đoạn 2010-2018 đạt 12,2%, đảm bảo hiệu suất hoạt động cao cho các nhà máy điện của PPC, HND và QTP. Ngoài ra, 3 công ty phát điện này đều nằm gần các mỏ than lớn nhất của Việt Nam và có chi phí vận chuyển thuận lợi trong khi gần các khách hàng mua xỉ than.

Nhà máy Phả Lại 3 (600 MW) dự tính đi vào hoạt động trong năm 2026 cho thấy triển vọng tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi ước tính đóng góp từ nhà máy Phả Lại 3 sẽ tăng gấp đôi tiềm năng lợi nhuận của PPC vì Phả Lại 2 (600MW) hiện là yếu tố đóng góp lợi nhuận chính cho PPC (90-95% tổng lợi nhuận từ HĐKD), trong khi nhà máy Phả Lại 1 đã vận hành vượt vòng đời thiết kế (30 năm). Chúng tôi chưa đưa nhà máy Phả Lại 3 vào dự báo của chúng tôi.

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng gia tăng định giá từ cổ phần tại HND và QTP. Chúng tôi cho rằng thị trường đã đánh giá thấp giá trị đóng góp từ 27% cổ phần PPC nắm giữ tại HND và 16% cổ phần tại QTP. Chúng tôi kỳ vọng đóng góp cổ tức từ các công ty này cho LNST của PPC sẽ tăng đạt 30% trong năm 2024 so với mức 7% trong năm 2018 và 18% trong năm 2019. Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường càng khó có thể bỏ qua đóng góp của hai khoản đầu tư này. Trong khi đó, chúng tôi ước tính định giá theo mô hình tổng của từng phần cho PPC – sẽ ghi nhận giá trị đóng góp từ các công ty liên kết này một cách đầy đủ hơn – ở mức 40.700 đồng/CP so với giá mục tiêu của chúng tôi là 28.700 đồng/CP và giá thị trường là 23.500 đồng/CP.

PPC hiện đang giao dịch với định giá hấp dẫn trong khi có cổ tức ổn định 11%. P/E dự phóng năm 2020 của công ty mẹ và ước tính P/E hợp nhất năm 2020 của chúng tôi lần lượt là 8,8 lần và 8,0 lần – thấp hơn 38% và 43% các công ty cùng ngành.

Yếu tố hỗ trợ: thu nhập ngoài dự kiến; chi phí bảo trì thấp hơn dự kiến trong năm 2020; tiềm năng đóng góp từ nhà máy Phả Lại 3 (600 MW) trong năm 2026.

Rủi ro: giá CGM thấp hơn dự kiến; các sự cố kỹ thuật bất thường.

MUA – CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2): Triển vọng cổ tức gia tăng

NT2 là một trong các nhà máy điện khí có hiệu suất cao nhất Việt Nam với lượng tiêu thụ khí trên mỗi kWh điện thấp hơn khoảng 10% so với các đối thủ.

Vị trí thuận lợi giúp hưởng lợi từ triển vọng thiếu hụt điện trầm trọng. NT2 nằm ở trung tâm kinh tế tại miền Nam, vốn là khu vực thiếu hụt điện nhiều nhất tại Việt Nam.

Cổ tức tiền mặt gia tăng. Chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt ở mức 2.300 đồng/CP (lợi suất 10%) trong năm tài chính 2020 và kỳ vọng NT2 sẽ tăng cổ tức tiền mặt lên 2.500-3.000 đồng/CP (lợi suất 11%-13%) từ năm 2021 sau khi thanh toán dần các khoản nợ. Ngoài ra, NT2 có tiềm năng sử dụng lợi nhuận giữ lại từ các năm trước để hỗ trợ các đợt cổ tức tiền mặt trong tương lai.

NT2 hiện được giao dịch tại EV/EBITDA dự phóng năm 2020 là 4,6 lần, dựa theo dự báo của chúng tôi, so với trung vị trượt của các công ty cùng ngành trong khu vực là 9,4 lần đối với nhà máy điện riêng lẻ và 8,2 lần đối với công ty mẹ. Công ty cũng có mức lợi suất cổ tức hấp dẫn 10,6% so với trung vị các công ty cùng ngành trong khu vực là 2,3% đối với nhà máy điện riêng lẻ và 4,3% đối với công ty mẹ.

Rủi ro: giá PPA cố định giảm mạnh hơn dự kiến và giá khí cao hơn dự kiến từ năm 2021.

MUA – Tổng CT Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW): Quá trình đánh giá lại hợp đồng PPA chưa hoàn tất ảnh hưởng đến giá cổ phiếu

POW là nhà sản xuất điện không thuộc EVN lớn nhất Việt Nam với chất lượng tài sản cao sẽ hưởng lợi từ tăng trưởng nhu cầu điện mạnh mẽ. POW đang vận hành lượng công suất phát điện đa dạng đạt tổng cộng 4.200 MW, bao gồm Cà Mau 1 & 2 (điện khí; 2 x 750 MW), Nhơn Trạch 1 (điện khí; 450 MW), Nhơn Trạch 2 (điện khí; 750 MW), Vũng Áng 1 (điện than; 1.200 MW) và 2 nhà máy thủy điện — Hòa Na (180 MW) và Đắk Đrinh (125 MW).

POW có kế hoạch mở rộng lớn. Chúng tôi dự báo nhà máy điện LNG mới Nhơn Trạch 3 (750 MW) và 4 (750 MW) sẽ đi vào hoạt động trong các năm 2023 và 2024, nâng công suất của POW thêm 35%. Sau đó, POW có kế hoạch đưa các nhà máy điện khí Miền Trung 1 & 2 đi vào hoạt động (1.500 MW) trong năm 2025; nhà máy điện LNG Cà Mau 3 và Quảng Ninh có kế hoạch đi vào hoạt động trong giai đoạn 2026-2035.

Chúng tôi dự báo EPS giảm 27% YoY trong năm 2020 và EPS phục hồi 45% YoY trong năm 2021 dựa theo giả định rằng: (1) khoản lỗ đóng góp trong tổng LNTT từ nhà máy điện Cà Mau sẽ đạt 1,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2020, bao gồm 400 tỷ đồng dự phòng nợ xấu liên quan đến Công ty Phân phối Điện EVN và 700 tỷ đồng điều chỉnh doanh thu hồi tố; (2) Nhơn Trạch 1 sẽ ghi nhận lỗ trong năm 2020 do hiệu suất hoạt động thấp hơn đến từ thiếu hụt khí vào đầu năm 2020, sau đó hoạt động bình thường trong năm 2021; và (3) lợi nhuận từ thủy điện giảm 86% YoY trong năm 2020 do hạn hán trầm trọng, sau đó phục hồi 4,6 lần YoY trong năm 2021.

Mức giảm của giá cổ phiếu trong thời gian gần đây khiến định giá của POW trở nên hấp dẫn tính theo tài sản, nhưng chúng tôi giả định rằng giá cổ phiếu chỉ được hỗ trợ khi quá trình đánh giá lại PPA cho nhà máy Cà Mau được hoàn tất. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu POW giảm chủ yếu đến từ các bất ổn trong lợi nhuận liên quan đến nợ xấu và đánh giá lại PPA tại nhà máy Cà Mau. Tuy nhiên, sau khi giá cổ phiếu giảm 20% trong 12 tháng qua, POW hiện đang giao dịch dưới mức giá trị sổ sách (P/B quý gần nhất là 0,8 lần), được chúng tôi cho là hấp dẫn.

Yếu tố hỗ trợ: mức giá PPA chính thức thuận lợi cho các nhà máy Cà Mau.

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG - Tổng CTCP Thiết bị Điện Việt Nam (HSX: GEX): Hướng đến việc hợp nhất VGC trong quý 4/2020

Chúng tôi cho rằng GEX là cơ hội đầu tư tốt vào ngành hạ tầng còn kém phát triển của Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh triển vọng thiếu hụt điện và nguồn vốn FDI đầu tư dồi dào vào Việt Nam. Trong khi chúng tôi dự báo CAGR EPS báo cáo đạt 26% trong giai đoạn 2020-2024, định giá của GEX tỏ ra hợp lý với P/E cốt lõi dự phóng năm 2020 là 27 lần.

Chúng tôi cho rằng mảng thiết bị điện (khoảng 60% LNST của GEX) sẽ đối mặt với các khó khăn tạm thời trong năm 2020, sau đó phục hồi trong năm 2021. Ban lãnh đạo cho biết công ty đã thành công duy trì thị phần của mảng thiết bị điện trong bối cảnh dịch COVID-19. Ban lãnh đạo cho biết CAV có diễn biến tích cực tại miền Bắc và miền Trung nhờ chất lượng sản phẩm cao, tên tuổi thương hiệu mạnh mẽ và công suất mới tại các thị trường này.

Đầu tư lớn vào điện gió với đóng góp ban đầu là 140 MW tại tỉnh Quảng Trị (Hướng Phùng: 50 MW; Gelex 1, 2 & 3: tổng 90 MW – 30 MW cho từng nhà máy). GEX kỳ vọng các dự án này sẽ đi vào hoạt động trong tháng 10/2021. GEX hiện đang xin cấp phép cho dự án trang trại điện gió 1.100 MW và dự án điện mặt trời 600 MW.

Tiềm năng tích hợp đến từ cổ phần kiểm soát sở hữu tại VGC trong quý 4/2020. Trong khi công ty kỳ vọng nắm giữ cổ phần kiểm soát tại VGC trong quý 4/2020, chúng tôi hiện giả định rằng GEX sẽ chỉ gia tăng tỷ lệ sở hữu tại VGC lên 46% thông qua số tiền từ thoái vốn khỏi STG, huy động trái phiếu và cổ tức từ công ty con/liên kết. GEX cũng có thể tận dụng kinh nghiệm, khách hàng và uy tín thương hiệu của VGC trong việc tự phát triển KCN nhằm nắm bắt nhu cầu từ xu hướng chuyển đổi cơ cấu sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam trong bối cảnh căng thẳng thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc. Đánh chú ý, VGC có năng lực tài chính mạnh mẽ với tỷ lệ đòn bẩy

ròng thấp ở mức -0,1 lần tính đến tháng 6, có thể giảm tỷ lệ đòn bẩy ròng của GEX nếu GEX nâng tỷ lệ sở hữu lên 51%.

Rủi ro: hiệu suất hoạt động thấp hơn dự kiến tại các nhà máy sản xuất cấp điện mới và trang trại điện gió Hướng Phùng

Các cổ phiếu không đánh giá

CT Phát điện EVN Genco 2 (Genco 2): Phát hành lần đầu (IPO) vào tháng 12

GENCO 2 là công ty phát điện lớn thứ năm tại Việt Nam và chiếm 7% tổng sản lượng điện thương phẩm của Việt Nam trong năm 2019. Với tổng công suất phát điện đạt 4.500 MW (tương ứng 3.361 KW nếu điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu), công ty có cơ cấu phát điện cân bằng giữa điện khí (25% công suất điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu), điện than (40% công suất) và thủy điện (35% công suất).

Danh mục điện khí của GENCO 2 hiện chưa được huy động phù hợp với công suất khi các nhà máy này được thiết kế để sử dụng nguồn khí tự nhiên từ mỏ khí Lô B vốn dự kiến khai thác trong năm 2015 nhưng hiện vẫn đang bị trì hoãn. Chúng tôi cho rằng khi hạ tầng nhập khẩu LNG của Việt Nam phát triển hơn, các nhà máy điện khí của GENCO 2 có thể bắt đầu chuyển sang sử dụng LNG nhập khẩu và cải thiện hiệu suất hoạt động.

Các nhà máy thủy điện của GENCO2 phần lớn nằm tại miền Trung, nơi có lượng mua – và từ đó là hiệu suất hoạt động hàng năm – tương đối ổn định hơn các khu vực khác của Việt Nam.

Danh mục điện than của GENCO 2 bao gồm CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HSX: PPC) và CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (UPCoM: HND) đã được đề cập bên trên. Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy triển vọng tươi sáng cho danh mục điện than của GENCO 2 nhờ vị trí lý tưởng và hiệu suất hoạt động mạnh mẽ dựa trên lịch sử hoạt động lâu đời của công ty trong ngành phát điện.

Chính phủ thông qua kế hoạch để GENCO2 thực hiện cổ phần hóa vào tháng 12/2020 với định giá doanh nghiệp ở mức 46 nghìn tỷ đồng và định giá theo vốn chủ sở hữu là 27 nghìn tỷ đồng. Các mức định giá này tương ứng các hệ số khi thực hiện IPO là P/E năm 2019 đạt 14,3 lần, P/B năm 2019 đạt 1,8 lần và EV/EBITDA năm 2019 đạt 5,7 lần (giá định không có thêm vốn mới).

GENCO 2 đặt mục tiêu cho năm 2020, bao gồm doanh thu và LNTT hợp nhất lần lượt đạt 29,7 nghìn tỷ đồng (+8,3% YoY) và 2,4 nghìn tỷ đồng (-31,8% YoY).

Hình 21: Lượng tài sản chính của EVNGENCO 2



Nguồn: GENCO 2, VCSC tổng hợp

CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (UPCoM: HND)

HND vận hành 2 nhà máy điện than nằm tại Hải Phòng. Theo HND, nhờ đầu tư vào trang thiết bị Nhật Bản và bảo dưỡng thường xuyên, công ty đã trải qua giai đoạn vận hành ổn định và chi phí sản xuất cạnh tranh so với phần lớn các nhà máy điện than xây dựng trong 10 năm qua. Quá trình vận hành ổn định của HND cũng được hỗ trợ bởi địa điểm đặt nhà máy thuận lợi giúp công ty tận dụng nhu cầu điện gia tăng trong tam giác công nghệ Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận cốt lõi sẽ đạt đỉnh trong năm 2019 và 2020 do hiệu suất hoạt động cao kỷ lục đến từ diễn biến kém tích cực của các nhà máy thủy điện trong bối cảnh lượng mưa giảm đáng kể trong năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng hợp đồng PPA hiện tại của HND sẽ hết hạn vào năm 2021 và công ty sẽ thương lượng lại hợp đồng PPA mới với mức giá thấp hơn, dẫn đến EPS giảm 31% YoY trong năm 2021.

HND đã dần trở nên hấp dẫn để đầu tư so với 12 tháng trước. Chúng tôi tính toán rằng giá trị giao dịch trung bình trong 30 ngày của HND đã cải thiện từ khoảng 10.000 USD/ngày trong tháng 6/2019 lên khoảng 153.000 USD/ngày hiện tại. Chúng tôi ghi nhận 2 sự kiện có thể cải thiện tính hấp dẫn của HND: (1) khả năng SCIC thoái vốn 9% cổ phần tại HND, làm gia tăng tỷ lệ trả nể của cổ phiếu, giúp tăng tỷ lệ trả nể của cổ phiếu này; và (2) khả năng HND niêm yết trên sàn HOSE.

Chúng tôi cho rằng định giá của HND là khá hấp dẫn – kể cả sau khi dự phóng lợi nhuận sẽ giảm trong giai đoạn đánh giá lại PPA trong năm 2021. HND hiện đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng là 3,7 lần và 5,2 lần lần lượt trong năm 2020 và 2021, so với trung vị ngành là 9,9 lần

Tổng CT Phát điện EVN Genco 3 (UPCoM: PGV)

PGV là công ty sản xuất điện lớn thứ ba tại Việt Nam với tổng công suất phát điện đạt 6.195 MW và chiếm 16% tổng sản lượng điện thương phẩm của Việt Nam trong năm 2019. 80% công suất phát điện của PGV được đặt tại vị trí thuận lợi ở khu vực miền Nam vốn thiếu hụt điện.

Nhà máy điện khí (Phú Mỹ) và nhà máy thủy điện (Buôn Kuop) của PGV có chi phí sản xuất cạnh tranh so với các đối thủ nhờ chi phí bảo trì hiệu quả hơn và chi phí đầu tư thấp hơn.

Công ty hưởng lợi từ bối cảnh Việt Nam phát triển hạ tầng nhập khẩu LNG khi nguồn cung khí mới sẽ hỗ trợ nhà máy điện khí Phú Mỹ ghi nhận hiệu suất hoạt động và khả năng sinh lời cao hơn. Ban lãnh đạo cho biết lợi nhuận ròng của nhà máy Phú Mỹ sẽ tăng từ 100 đến 500 tỷ đồng nhờ sản lượng điện thương phẩm cao hơn từ nguồn LNG nhập khẩu mới.

PGV đi tiên phong trong nhập khẩu than. Trong khi đa số các nhà máy điện than khác vẫn mua than (sản xuất trong nước hoặc nhập khẩu) từ Vinacomin (tập đoàn độc quyền tại Việt Nam trong mảng khai thác, mua bán và nhập khẩu than), PGV là công ty duy nhất chúng tôi theo dõi được Chính phủ phê duyệt và có chuyên môn trong việc nhập khẩu than tính đến hiện tại. Tự nhập khẩu than sẽ giúp PGV giải quyết rủi ro thiếu hụt than cho các nhà máy điện của công ty.

Tiếp tục mở rộng công suất thông qua dự án Trung tâm Điện Long Sơn với công suất 1.200 MW – 1.500 MW (giai đoạn 1), đã được Thủ tướng phê duyệt vào tháng 04/2020. Công ty kỳ vọng dự án này sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025-2026.

Kế hoạch năm 2020 của ban lãnh đạo bao gồm doanh thu công ty mẹ đạt 40 nghìn tỷ đồng (-2,0% YoY) và LNTT công ty mẹ đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (+70% YoY). LNTT báo cáo trong 6 tháng đầu năm 2020 tương ứng với 53% kế hoạch cả năm. PGV đề xuất cổ tức ở mức 5% mệnh giá trong năm 2020 (chưa có thông tin chi tiết về việc công ty sẽ chia cổ tức tiền mặt hay phát hành cổ phiếu thưởng).

CTCP Điện Gia Lai (HSX: GEG): Kế hoạch mở rộng công suất tham vọng

GEG là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực “năng lượng xanh” với tổng công suất năm 2019 đạt 314 MW, trong đó có 199MW điện mặt trời và 115 MW thủy điện.

Những nhà máy điện mặt trời của GEG có vốn đầu tư thấp nhưng sử dụng tấm pin năng lượng chất lượng cao. GEG có lợi thế về chi phí đất khi đã sở hữu sẵn quỹ đất từ trước đó, dẫn đến vốn đầu tư khá thấp chỉ đạt khoảng 19 tỷ đồng mỗi MWp (Mega Watts peak – đơn vị đo công suất điện mặt trời). Theo các chuyên gia trong ngành, con số này thấp hơn khoảng 20% vốn đầu tư trung bình của các dự án khác. Chúng tôi lưu ý rằng GEG sử dụng tấm pin năng lượng mặt trời chất lượng cao từ Nhật Bản trong khi phần lớn các dự án điện mặt trời khác sử dụng tấm pin từ Trung Quốc. Do đó, các trang trại điện mặt trời của GEG có tỷ suất IRR đạt 15-17%, theo ước tính của chúng tôi, cao hơn so với mức IRR 14%-15% của các dự án điện mặt trời khác tại Việt Nam.

Ban lãnh đạo có kế hoạch phát hành quyền mua 4:1 (4 cổ phiếu hiện hữu nhận 1 quyền mua) với giá bán 10.000 đồng/CP. GEG kỳ vọng hoàn thành đợt phát hành quyền mua này trước quý 1/2021. Trong tổng số 510 tỷ đồng số tiền dự kiến nhận được từ phát hành quyền mua, GEG có kế hoạch đầu tư thêm 100 tỷ đồng cho 25 MW công suất điện mặt trời áp mái, đầu tư 250 tỷ đồng vào một dự án điện gió khác (công ty đã đầu tư 200 tỷ đồng) và sử dụng 150 tỷ đồng để tham gia vào đợt phát hành riêng lẻ của Nhà máy thủy điện Gia Lai (GEG sở hữu 58%).

Ban lãnh đạo đặt kế hoạch CAGR LNNT đạt 33% trong giai đoạn 2019-2025, đến từ kế hoạch tăng công suất 4 lần lên 1.650 MW trong năm 2025, bao gồm 950 MW công suất điện mặt trời và 600 MW công suất điện gió. LNNT sau lợi ích CĐTTS của GEG tăng mạnh 31% YoY trong quý 1/2020, chủ yếu do đóng góp từ các dự án điện mặt trời của GEG đã đi vào hoạt động vào giữa năm 2019.

GEG có định giá hợp lý với P/E trượt 12 tháng là 14,4 lần, so với trung vị ngành là 14,1 lần. Bất chấp thực tế rằng GEG hiện đang đặt kế hoạch tăng trưởng LNNT ở mức cao, chúng tôi cho rằng kế hoạch này sẽ tương ứng với mức tăng trưởng LNNT sau lợi ích CĐTTS thấp hơn do khả năng pha loãng ở mức độ công ty mẹ hoặc đầu tư thiếu số cho các nhà đầu tư chiến lược tại mức độ dự án.

Các cổ phiếu thủy điện có tiềm năng hưởng lợi từ lượng mưa phục hồi

Hình 22: Các cổ phiếu thủy điện niêm yết

Tên viết tắt	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu 12T (triệu USD)	YoY (%)	LNST 12T (triệu USD)	YoY (%)	D/E ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt (x)	P/B quý gần nhất (x)	EV/ EBITDA trượt (x)
VINACONEX POWER	216	21,2	-4,1	9,5	-6,0	53,8	13,2	26,8	4,1	12,6	3,2	15,5
VĨNH SƠN - SÔNG HINH	150	10,6	-38,4	6,8	-71,7	167,2	0,5	1,4	0,0	78,8	1,1	70,1
THỦY ĐIỆN THÁC MƠ	122	26,9	-14,9	16,1	-21,4	-48,1	21,0	24,8	7,4	8,3	2,0	5,1
THỦY ĐIỆN MIỀN TRUNG	119	28,7	14,5	9,3	-13,3	81,1	4,1	8,4	5,0	18,6	1,6	8,1
THỦY ĐIỆN HỦA NA	110	28,5	-24,4	2,9	-68,6	59,3	1,5	2,7	0,0	35,6	1,0	7,9
THỦY ĐIỆN MIỀN NAM	94	27,0	5,2	9,3	20,8	54,8	10,1	19,6	8,6	10,7	2,1	5,9
THỦY ĐIỆN A VƯƠNG	83	13,0	-53,8	1,3	-81,5	2,2	1,9	2,4	3,9	63,9	1,6	14,8
THỦY ĐIỆN THÁC BÀ	64	15,0	-9,1	5,5	-48,5	29,9	7,7	11,1	8,5	14,4	1,6	8,2
THỦY ĐIỆN SÊ SAN 4A	53	10,3	-15,2	4,9	-17,3	95,2	9,2	20,8	9,1	12,8	2,7	9,8
THỦY ĐIỆN BẮC HÀ	37	8,9	-31,1	(1,8)	N/A	192,3	-2,1	-6,5	1,2	N/A	1,4	11,1
SROK PHU MIẾNG IDICO	32	10,3	-12,8	3,9	-5,2	28,2	11,1	15,9	6,1	8,3	1,3	5,5
THỦY ĐIỆN BUỒN ĐÓN	31	13,7	15,1	5,1	32,2	134,7	6,5	17,4	2,6	5,4	1,0	6,7
THỦY ĐIỆN GIA LAI	30	10,5	56,5	4,1	-5,9	194,6	11,9	25,0	11,8	7,8	1,9	7,4
THỦY ĐIỆN NẬM MU	27	7,1	-7,6	2,1	12,8	15,4	12,6	18,5	2,4	11,9	2,2	5,7
NĂNG LƯỢNG TRƯỜNG THỊNH	18	5,9	-22,4	0,5	-91,5	186,3	-2,1	-7,0	4,1	N/A	1,5	9,9

Nguồn: Bloomberg, VCSC; số liệu tính đến ngày 31/08/2020

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Lê Trọng Nghĩa, Lê Phước Đức và Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TAM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên, ext 185

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.