

Tích Cực

Ngày cập nhật: 15/06/2020

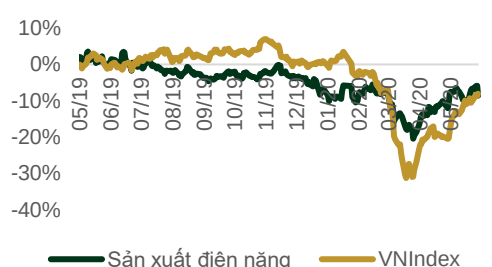
PHS

(+84-28) 5413 5479 – support@phs.vn

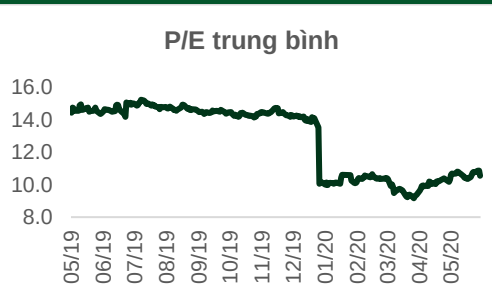
Danh sách các cổ phiếu nhiệt điện & năng lượng tái tạo

Mã	Sàn	Giá CP (12/06)	Vốn hóa (tỷ đồng)
POW	HSX	10,450	24,824
PPC	HSX	23,950	7,823
NT2	HSX	20,650	6,103
GEG	HSX	19,600	4,190

Biến động ngành so với Index



Lịch sử định giá ngành



Nguồn: PHFM

Thời tiết gây khó khăn cho thủy điện. Hướng đến thị trường bán lẻ cạnh tranh.

Cập nhật ngành sản xuất và phân phối điện năng:

Trong quý 1 năm 2020, sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu toàn quốc đạt 57.29 tỷ kWh, tăng 6.3%. Trong đó, thủy điện huy động giảm 30.4%, nhiệt điện tăng 18% và năng lượng tái tạo tăng gấp 28 lần so với cùng kỳ năm 2019. Thủy điện được huy động thấp do lưu lượng nước về các hồ thủy điện trên toàn quốc ở mức kém, đặc biệt là các hồ ở Hòa Bình, Sơn La và Lai Châu. Các loại hình điện năng khác được huy động ở mức cao để bù đắp cho thủy điện đáp ứng nhu cầu sử dụng điện.

Kết quả kinh doanh quý 1 cũng phản ánh phần nào các hiện trạng trên. Trong 36 doanh nghiệp niêm yết mà chúng tôi theo dõi, có 11 doanh nghiệp báo lỗ trong quý 1. Trừ PGV (Tổng Công ty Phát điện 3, Genco 3) lỗ do tỷ giá, còn lại là các nhà máy thủy điện báo lỗ vì doanh thu phát điện không thể bù đắp chi phí cố định. Ở chiều ngược lại, doanh thu của các nhà máy nhiệt điện tăng trưởng so với cùng kỳ; tuy nhiên, chỉ có 10 doanh nghiệp có tăng trưởng về LNST so với cùng kỳ. Nhóm nhiệt điện khí gặp khó khăn trong nguồn cung và phải chạy nguyên liệu thay thế. Điều này làm ảnh hưởng đến lợi nhuận gộp của công ty. Trong nhóm các doanh nghiệp sản xuất điện, ấn tượng nhất là GEG với doanh thu và LNST tăng trưởng tương ứng 75% và 37%. Việc chuẩn bị và tham gia sớm vào lĩnh vực năng lượng điện tái tạo đã tạo một số ưu thế nhất định cho GEG.

Điểm nhấn của ngành:

- Nhu cầu tiêu thụ điện vẫn tiếp tục tăng trưởng; trong khi đó nguồn cung vẫn đang bị thiếu hụt chưa thể đáp ứng đầy đủ.
- Hoạt động của các công ty trong ngành tiện ích là có mức tăng trưởng vừa phải và ít bị ảnh hưởng nặng nề bởi chu kỳ kinh tế.
- Thị trường bán lẻ điện cạnh tranh sẽ bắt đầu thí điểm từ năm 2021 và chính thức vận hành vào năm 2023, các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả sẽ có cơ hội tăng trưởng kết quả hoạt động kinh doanh của mình.
- Nhiều doanh nghiệp Nhà Nước sẽ thoái vốn để tiến tới thị trường cạnh tranh
- Nghị quyết số 55/NQ-TW của Bộ Chính Trị về định hướng phát triển năng lượng quốc gia của Việt Nam, đề cập đến sự gia tăng cơ cấu lắp đặt của các nguồn năng lượng tái tạo.
- Một số công ty đã trả hết nợ vay và các nhà máy khấu hao gần hết, cổ tức được kỳ vọng sẽ đều đặn qua các năm.

Định giá và khuyến nghị:

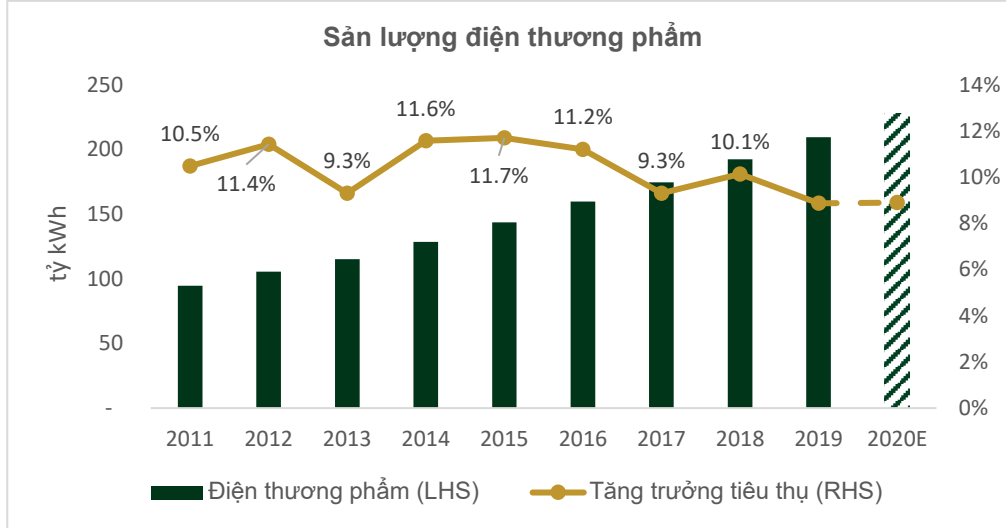
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị tích cực trong ngắn hạn khi thị trường đang trong giai đoạn ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, các cổ phiếu ở ngành tiện ích mang tính phòng thủ cao khi kết quả kinh doanh ít bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Trong khi đó ảnh hưởng bởi thị trường do dịch bệnh, các công ty sản xuất điện bị định giá thấp so tạo nên sự hấp dẫn của các cổ phiếu trong ngành.

Mã CK	Kết quả 2019				Dự báo 2020				Định giá				
	Doanh thu thuần		LNST		Doanh thu thuần		LNST		Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá tại ngày 12/06 (VND/CP)	P/E mục tiêu	P/B mục tiêu	Khuyến nghị
	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)					
POW	35,374	8%	2,855	25%	33,512	-5%	2,628	-8%	12,800	10,450	10.9	1.0	MUA
PPC	8,183	15%	1,261	12%	8,377	2%	1,192	-5%	28,300	23,950	8.4	1.6	MUA
NT2	7,654	0%	754	-4%	7,876	3%	754	0%	27,600	20,650	11.0	1.8	MUA
GEG	1,159	107%	291	55%	1,530	32%	321	11%	23,400	19,600	17.6	1.9	MUA

Tình hình sản xuất và tiêu thụ điện ở Việt Nam

Nhu cầu tiêu thụ điện tiếp tục tăng

Từ năm 2011 đến 2019, sản lượng điện tiêu thụ toàn quốc đạt mức tăng trưởng khá ấn tượng với CAGR đạt 9.4%, tăng từ 95 tỷ kWh trong năm 2011 đến 209 tỷ kWh trong năm 2019. Trong 4 tháng đầu năm 2020, sản lượng điện thương phẩm đạt 66.37 tỷ kWh, tăng 3.46% so với cùng kỳ năm 2019. Tuy nhiên, mức tăng này thấp hơn so với mức tăng chung của cả năm 2019 (+8.85% YoY). Nhìn vào biểu đồ bên dưới có thể thấy rằng, mức tăng trưởng của năm 2019 là thấp nhất kể từ năm 2011. Tăng trưởng đã bắt đầu có dấu hiệu chậm lại vào năm 2019; dự kiến mức tăng của năm 2020 cũng chỉ đạt 8.9%, gần bằng với năm trước.

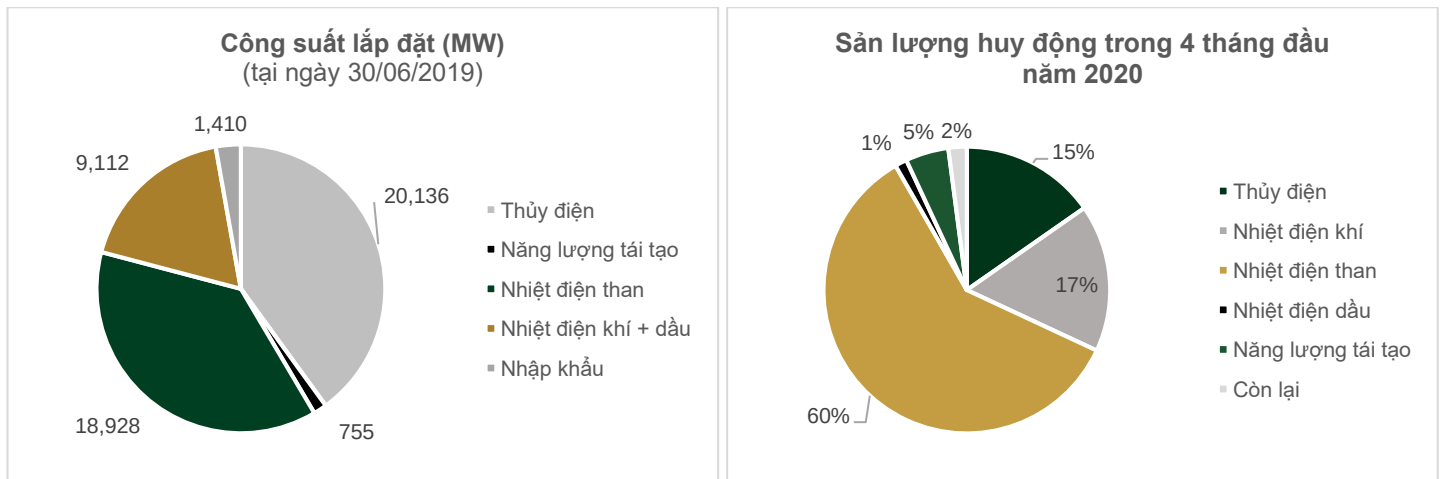


(Nguồn: EVN, PHFM tổng hợp)

Trong tổng cơ cấu tiêu thụ, sản xuất công nghiệp và xây dựng vẫn là ngành tiêu thụ điện lớn nhất với tỷ lệ hơn 50% qua các năm. Với định hướng kinh tế đón đầu dòng vốn từ việc dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ điện và cơ cấu tiêu thụ ở ngành sản xuất và xây dựng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong tương lai.

Nhiệt điện có vai trò quan trọng trong nguồn cung

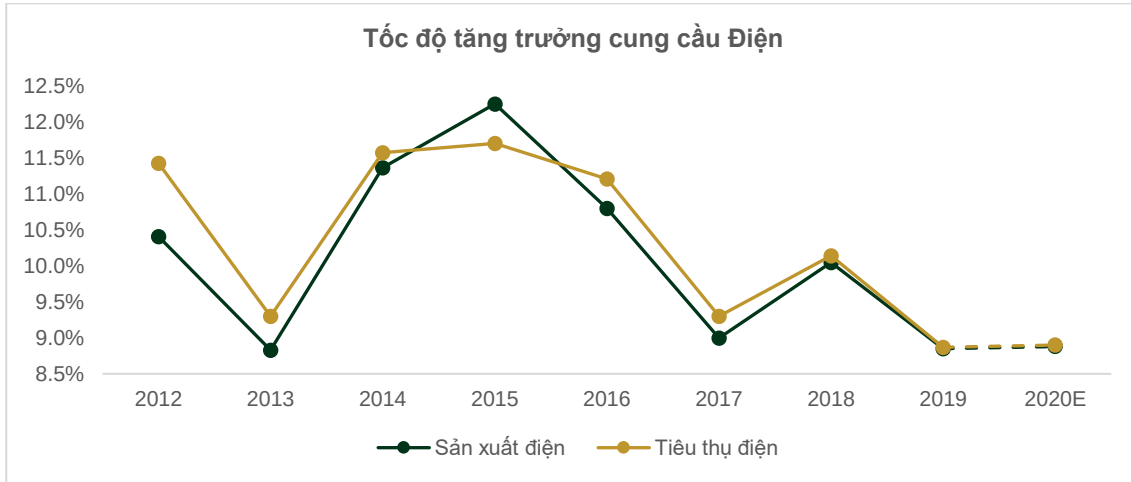
Theo số liệu cập nhật mới nhất, tại thời điểm giữa năm 2019, tổng công suất lắp đặt của cả nước đạt 50,340 MW. Trong đó, tỷ trọng lớn nhất (56% trong tổng cơ cấu) thuộc về các nhà máy nhiệt điện. Trong quý 1 năm 2020, sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu toàn quốc đạt 57.29 tỷ kWh, tăng 6.3% so với cùng kỳ. Chi tiết cho từng loại điện năng; thủy điện huy động giảm 30.4%, nhiệt điện khí giảm 15.9%. Ở chiều ngược lại, nhiệt điện than tăng 21.3% và năng lượng tái tạo tăng gấp 28 lần so với cùng kỳ năm 2019. Nguyên nhân là do tình hình thủy văn không thuận lợi, mực nước về hồ thấp, thủy điện đã không thể đáp ứng được huy động theo kế hoạch. Thêm vào đó, do bắt đầu gặp khó khăn về nguồn cung khí trong năm 2020, nhiệt điện khí cũng đã không thể vận hành hết công suất. Nhiệt điện than và năng lượng tái tạo đã được huy động ở mức cao để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của toàn quốc.



(Nguồn: GIZ, EVN, PHFM tổng hợp)

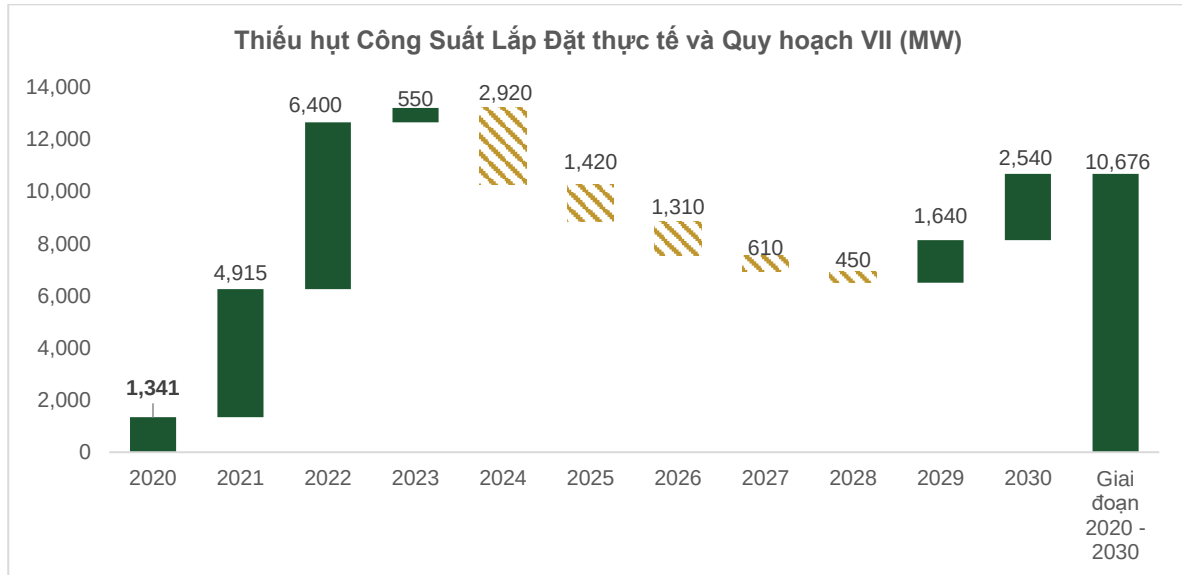
Tình trạng thiếu hụt nguồn cung vẫn tiếp diễn

Dù sản xuất điện tăng trưởng đều qua các năm nhưng vẫn thấp hơn tốc độ tăng của tiêu thụ điện. Tốc độ tăng của nguồn cung chỉ vượt được tốc độ tăng của cầu tiêu thụ một lần duy nhất vào năm 2015; còn lại đều thấp hơn qua các năm. Điều tích cực là từ năm 2018, tốc độ tăng trưởng ở nhu cầu tiêu thụ giảm chậm lại giúp cho tốc độ tăng ở nguồn cung dần bắt kịp.



(Nguồn: EVN, PHFM tổng hợp)

Năm 2011, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt “**Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011 – 2020 có xét đến năm 2030**” (gọi tắt là **Quy hoạch điện VII**). Đến năm 2016, Thủ tướng Chính phủ chính thức tiếp tục phê duyệt điều chỉnh Quy hoạch điện VII với mục tiêu đến năm 2020 tổng công suất lắp đặt từ các nhà máy điện đạt 60,000 MW. Tuy nhiên, vào năm 2019, Bộ Công Thương đã đưa ra báo cáo tình hình thực hiện các dự án điện trong Quy hoạch điện VII điều chỉnh và cho thấy đến năm 2020, nguồn công suất lắp đặt sẽ bị thiếu hụt 1,341 MW so với kế hoạch đề ra. Đồng thời, trong báo cáo cũng chỉ ra rằng, tổng công suất dự kiến vận hành trong giai đoạn 2021 – 2030 sẽ thấp hơn 10,676 MW so với Quy hoạch. Nguyên nhân chính là do có 47 nhà máy chậm tiến độ hoặc chưa thể xác định được tiến độ theo Quy hoạch.

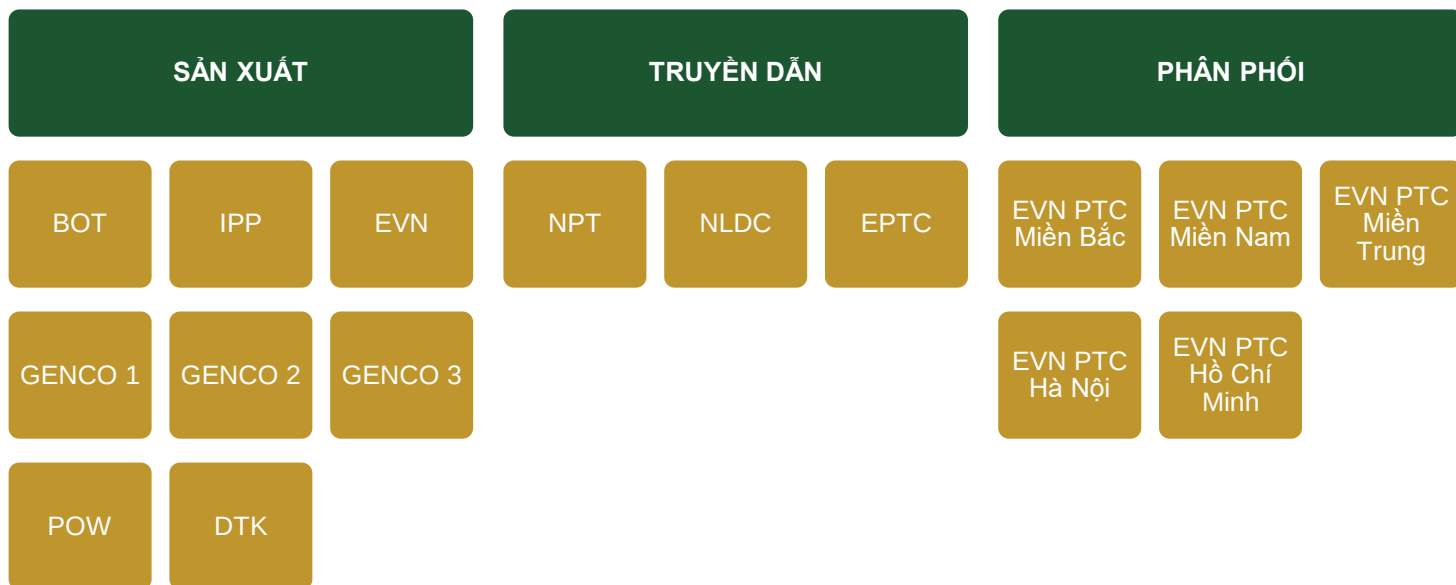


(Nguồn: MOIT, PHFM tổng hợp)

Triển vọng ngành

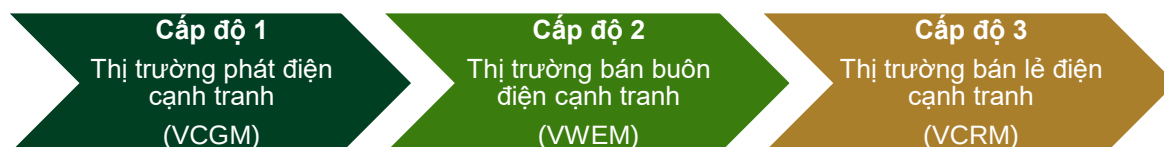
Chuỗi giá trị ngành

Chuỗi giá trị ngành điện bao gồm 3 phần: (1) Sản xuất và phát điện; (2) Điều độ và truyền tải; (3) Phân phối. Toàn ngành được quản lý chặt chẽ bởi Chính Phủ với sự tham gia của 3 Bộ - Bộ Kế Hoạch và Đầu Tư, Bộ Công Thương và Bộ Tài Chính. Các cơ quan trực thuộc quản lý trực tiếp toàn ngành là Tập Đoàn Điện Lực Việt Nam (EVN), Cục Điều Tiết Điện Lực (ERAV) và Viện Năng Lượng (IE).

CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH ĐIỆN


(Nguồn: PHFM tổng hợp)

- **Sản xuất và Phát điện:** Có 3 tập đoàn lớn của Việt Nam tham gia khâu sản xuất điện là EVN, PVN (PV Power) và Vinacomin (Điện lực TKV); bên cạnh đó còn có nhà máy được xây dựng dưới hình thức BOT (Build Operate Transfer – Xây Dựng Kinh Doanh Chuyển Giao) và IPP (Independent Power Producers – Dự án điện độc lập). EVN nắm giữ 100% vốn điều lệ tại Genco 1 và Genco 2; đồng thời nắm 99.2% tại Genco 3. Nhóm tập đoàn lớn là những đơn vị sản xuất chính tại Việt Nam. Trong 4 tháng đầu năm 2020, sản lượng của EVN, Genco 3 và POW chiếm hơn 50% sản lượng sản xuất điện toàn thị trường.
- **Điều độ và truyền tải:** Chỉ có 3 công ty ở khâu này, tất cả đơn vị truyền dẫn đều thuộc EVN. Công ty Mua Bán Điện (EPTC) và Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc Gia (NLDC) là đơn vị trực thuộc EVN; còn Tổng Công ty Truyền tải điện Quốc Gia (NPT) là công ty con của EVN. EPTC có chức năng mua điện từ tất cả các đơn vị phát điện và bán buôn cho các công ty phân phối điện. NLDC có nhiệm vụ lên kế hoạch, lập phương thức hoạt động vận hành hệ thống điện toàn quốc. Trong khi đó, NPT có nhiệm vụ chính bảo quản vận hành hệ thống truyền dẫn.
- **Phân phối:** 5 công ty thuộc khâu phân phối đều do EVN nắm 100% vốn có nhiệm vụ quản lý khu vực bán lẻ cho khách hàng theo khung giá Nhà Nước ban hành và cũng tham gia mua điện trên thị trường bán buôn.

Các cấp độ thị trường điện Việt Nam


Hiện tại, thị trường điện vẫn đang vận hành ở cấp độ 2 cho đến cuối năm 2020. Ở thị trường điện cấp độ 1, chỉ có 1 đơn vị duy nhất là EPTC mua điện từ các nhà máy sản xuất. Tại thị trường cấp độ 2, ngoài EPTC có thêm 5 công ty ở khâu phân phối tham gia mua điện cùng với EPTC.

Không phải tất cả các nhà máy đều tham gia được thị trường điện. Chỉ có những nhà máy có công suất lắp đặt lớn hơn 30MW mới có thể tham gia thị trường. Tuy nhiên, có các loại nhà máy không trực tiếp tham gia vào thị trường điện dù có công suất lắp đặt lớn hơn 30MW. Đó chính là: (1) Nhà máy BOT, (2) Nhà máy điện năng lượng tái tạo không phải thủy điện, (3) Nhà máy điện tuabin khí có ràng buộc phải sử dụng tối đa nguồn nguyên liệu khí, (4) Nhà máy điện thuộc khu công nghiệp chỉ bán một phần sản lượng, (5) Nhà máy thủy điện chiến lược đa mục tiêu và (6) Điện nhập khẩu. Tính đến hết tháng 03/2020, đã có 99 nhà máy với tổng công suất đặt khoảng 26,989 MW tham gia giao dịch trên thị trường điện.

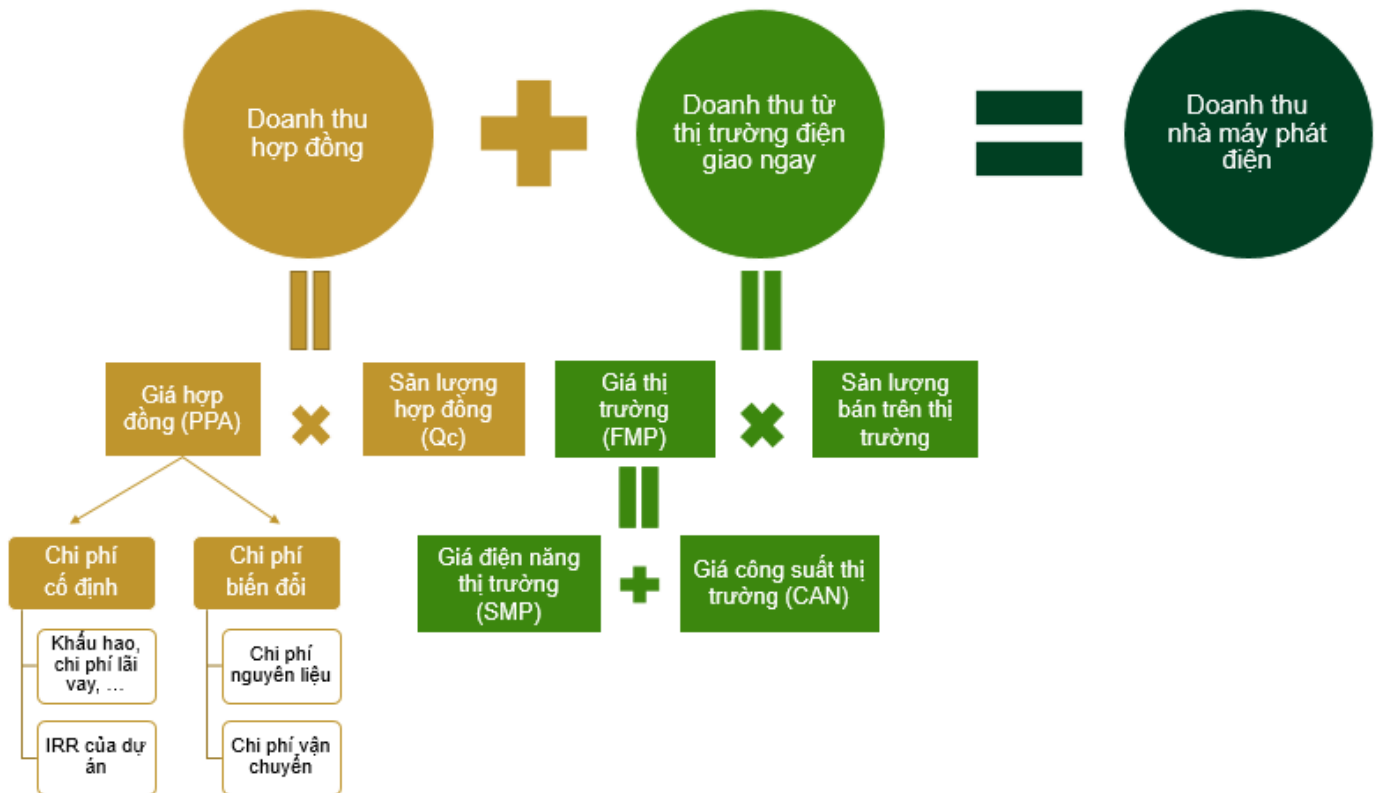
Theo lộ trình thị trường điện do Chính Phủ phê duyệt năm 2013, thị trường cấp độ 3 sẽ bắt đầu thí điểm vào năm 2021. Thị trường bán lẻ cạnh tranh cho phép đơn vị bán lẻ điện mua điện trực tiếp từ đơn vị phát điện, đơn vị bán buôn điện qua hợp

đồng song phương và từ thị trường giao ngay để bán điện cho khách hàng sử dụng. Khi vận hành thị trường ở cấp độ 3, lĩnh vực quản lý lưới điện phân phối do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ và lĩnh vực kinh doanh bán lẻ điện sẽ được cổ phần hóa phù hợp.

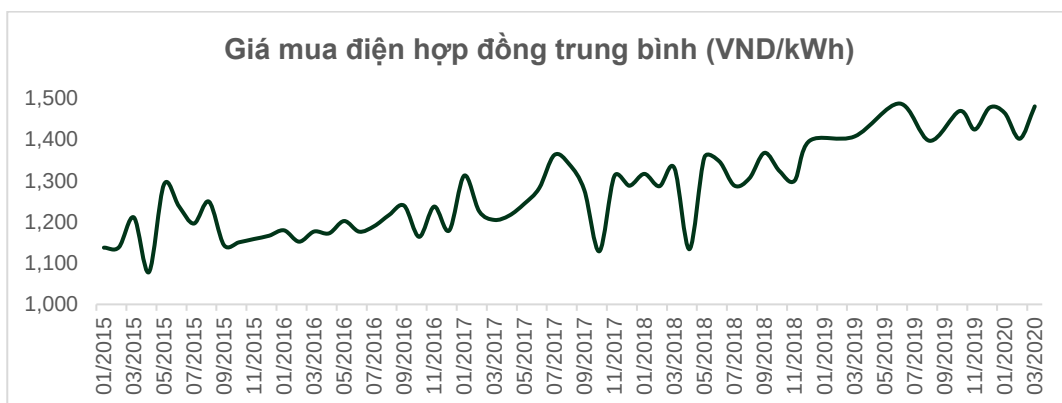
Giá điện

Sự khác biệt chính giữa các cấp độ thị trường là sự tham gia của số lượng người mua điện từ các nhà máy phát điện. Giá điện sẽ dần được quyết định bởi cung cầu của hệ thống. Việc tiến dần đến thị trường bán lẻ điện cạnh tranh mở ra cơ hội gia tăng kết quả hoạt động kinh doanh cho các nhà máy sản xuất điện hiệu quả.

Cơ cấu doanh thu của thị trường điện gồm 2 thành phần chính: doanh thu từ thị trường hợp đồng và doanh thu từ thị trường điện giao ngay. Trong thị trường hợp đồng, các đơn vị phát điện ký hợp đồng với đơn vị mua buôn duy nhất theo cơ chế hợp đồng. Đối với thị trường điện giao ngay, Việt Nam áp dụng mô hình thị trường điều độ tập trung chào giá theo chi phí (Mandatory Cost-based Gross Pool).



Sản lượng hợp đồng (Qc) hàng năm được xác định trước khi bắt đầu năm vận hành theo kết quả tính toán tối ưu hệ thống điện của năm tiếp theo. Qc là một cách để bảo vệ nhà máy sản xuất lẫn người mua. Đối với người bán, việc vượt sản lượng Qc sẽ giúp làm doanh thu tăng vượt trội. Các nhà máy thủy điện khi vào năm có mưa nhiều sẽ được hưởng lợi lớn từ việc này. Đồng thời đối với người mua, Qc bảo vệ đơn vị mua bằng cách giữ giá ổn định nhờ vào hợp đồng khi giá điện ở thị trường giao ngay biến động mạnh.



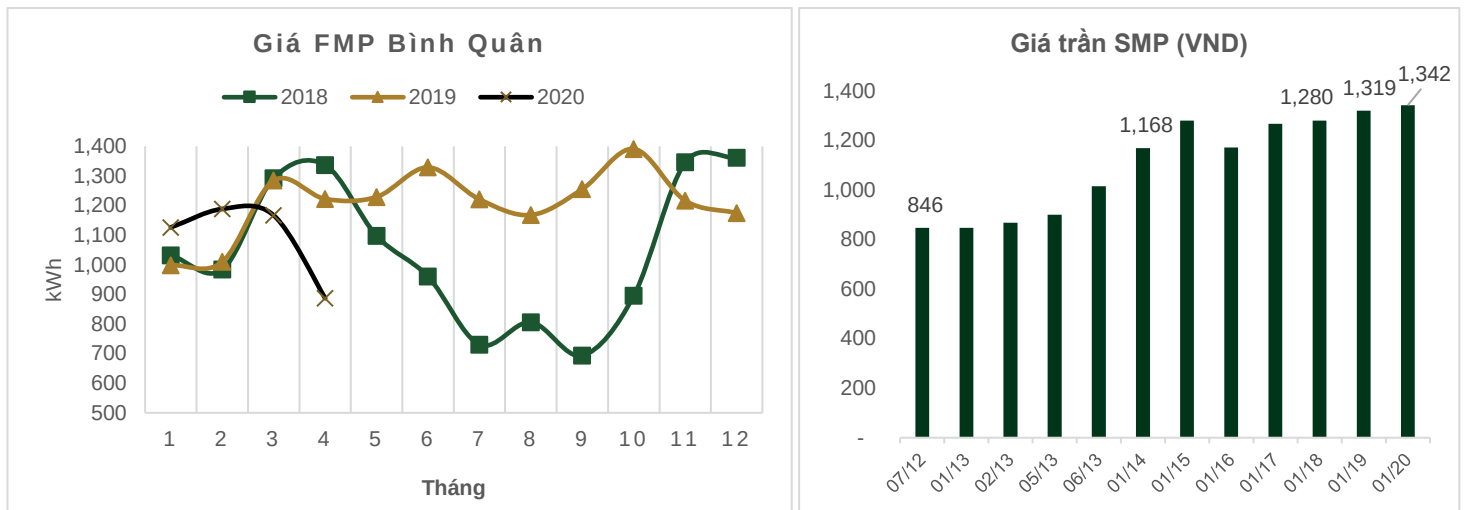
(Nguồn: MOIT, PHFM tổng hợp)

Giá điện EVN mua từ các nhà máy phát điện tăng trung bình vào khoảng 4% mỗi năm từ năm 2015. Hiện tại, giá mua từ nhà máy thủy điện thấp hơn so với các loại năng lượng khác do cơ chế chính sách theo khung giá phát điện ban hành. Trong năm 2020, mức trần phát điện trong khung hợp đồng của nhà máy nhiệt điện than là 1,409.55 VND/kWh và thủy điện là 1,110 VND/kWh.

Trong thị trường giao ngay, giá thị trường điện toàn phần (FMP) sẽ bằng tổng của giá điện năng thị trường (SMP) và giá công suất thị trường (CAN) của mỗi chu kỳ giao dịch. Giá SMP được đơn vị vận hành hệ thống điện và thị trường điện xác định cho từng chu kỳ giao dịch theo nguyên tắc giá biên hệ thống điện căn cứ trên phụ tải thực tế của hệ thống. Giá CAN được xác định hàng năm đảm bảo cho nhà máy điện mới tốt nhất (là nhà máy nhiệt điện chạy nền, có tổng chi phí phát điện thấp nhất trong các nhà máy mới được đưa vào vận hành trong năm) thu hồi đủ tổng chi phí phát điện trong năm. Hàng năm, ERAV sẽ quyết định mức giá trần cho thị trường giao ngay và chi tiết giá CAN cho từng khung giờ. Thường vào giờ huy động thấp, giá CAN sẽ bằng không (0).

Thông tư 24/2019/TT-BCT ngày 14 tháng 11 năm 2019 đã điều chỉnh sản lượng điện năng thanh toán thỏa thuận theo hợp đồng giữa đơn vị phát điện và EVN sẽ dao động từ 60% đến 100%. Tùy theo khả năng cạnh tranh của mình, các nhà máy phát điện mà có thể thỏa thuận tỷ lệ Qc phù hợp. Nhà máy nhiệt điện với chi phí giá vốn cao có thể thường thỏa thuận tỷ lệ Qc ở mức 80% - 85% còn các nhà máy thủy điện có thể thỏa thuận tỷ lệ thấp nhất là 60%.

Các nhà máy điện sẽ gửi bản chào giá phát điện cho 24h của ngày tới lên NLDC. NLDC sẽ dựa vào bản chào giá và huy động sản lượng từ các nhà máy có giá thấp nhất cho đến khi cân bằng với nhu cầu sử dụng trên hệ thống.



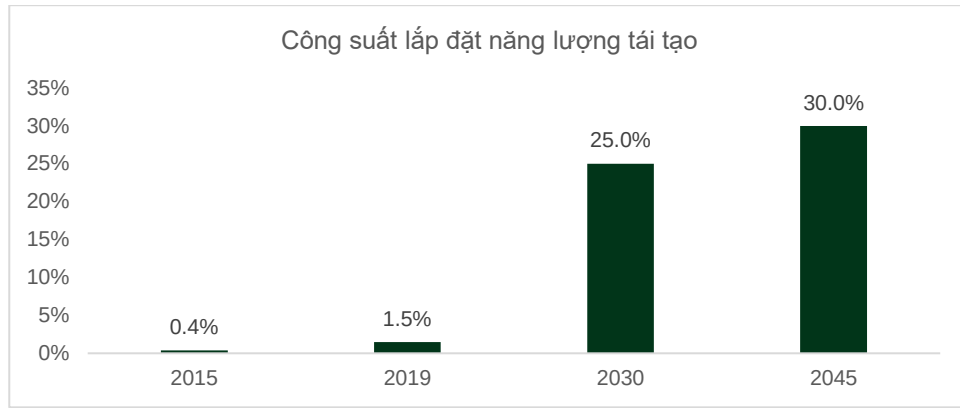
(Nguồn: NLDC, Genco 3, EVN, PHFM tổng hợp)

Giá thị trường điện bình quân vào tháng 4 năm 2020 giảm sâu về mức giá 887.25 VND/kWh (-27.41% YoY) do ảnh hưởng của giãn cách xã hội do dịch Covid-19. Nhu cầu tiêu thụ điện trong tháng 4 cũng giảm 3.84% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, với quan điểm tích cực, chúng tôi kỳ vọng giá điện thị trường sẽ hồi phục vào cuối năm, đặc biệt là nhờ sự hồi phục từ khu vực sản xuất.

Có thể thấy, giá điện trung bình trên thị trường (FMP) giao ngay luôn thấp hơn giá hợp đồng ký kết với EVN (FMP < PPA). Cụ thể hơn, giá FMP thấp hơn giá PPA của các nhà máy nhiệt điện và cao hơn giá PPA của các nhà máy thủy điện do giá hợp đồng được tính toán dựa trên các chi phí vận hành của nhà máy. Điều này giải thích vì sao giá thị trường có xu hướng giảm vào các tháng 7, 8, 9 vì khi đó các nhà máy thủy điện hoạt động được với công suất lớn do mực nước về hồ thường nhiều trong khoảng thời gian đó. Khi thị trường vận động ở cấp độ 3, các nhà máy thủy điện có ưu thế hơn các nhà máy phát điện khác nhờ chi phí giá vốn thấp.

Năng lượng tái tạo, xu hướng của tương lai

Vào ngày 11 tháng 2 năm 2020, Ban Chấp Hành Trung Ương ra Nghị quyết số 55/NQ-TW của Bộ Chính Trị về định hướng phát triển năng lượng quốc gia của Việt Nam. Nghị quyết đề cập đến gia tăng cơ cấu công suất lắp đặt của các nguồn năng lượng tái tạo (mặt trời, gió và sinh khối) trong các năm sắp tới. Cụ thể, công suất lắp đặt của nguồn năng lượng tái tạo đến năm 2030 sẽ đạt 15-20% trong tổng công suất và đạt 25-30% vào năm 2045. Trong năm 2019, công suất lắp đặt của năng lượng tái tạo chỉ đạt 1.5%. Vậy nên, tốc độ tăng trưởng CAGR dự kiến sẽ đạt 12%/năm mới có thể đạt được kế hoạch đề ra.



(Nguồn: EVN, Nghị quyết 55, PHFM tổng hợp)

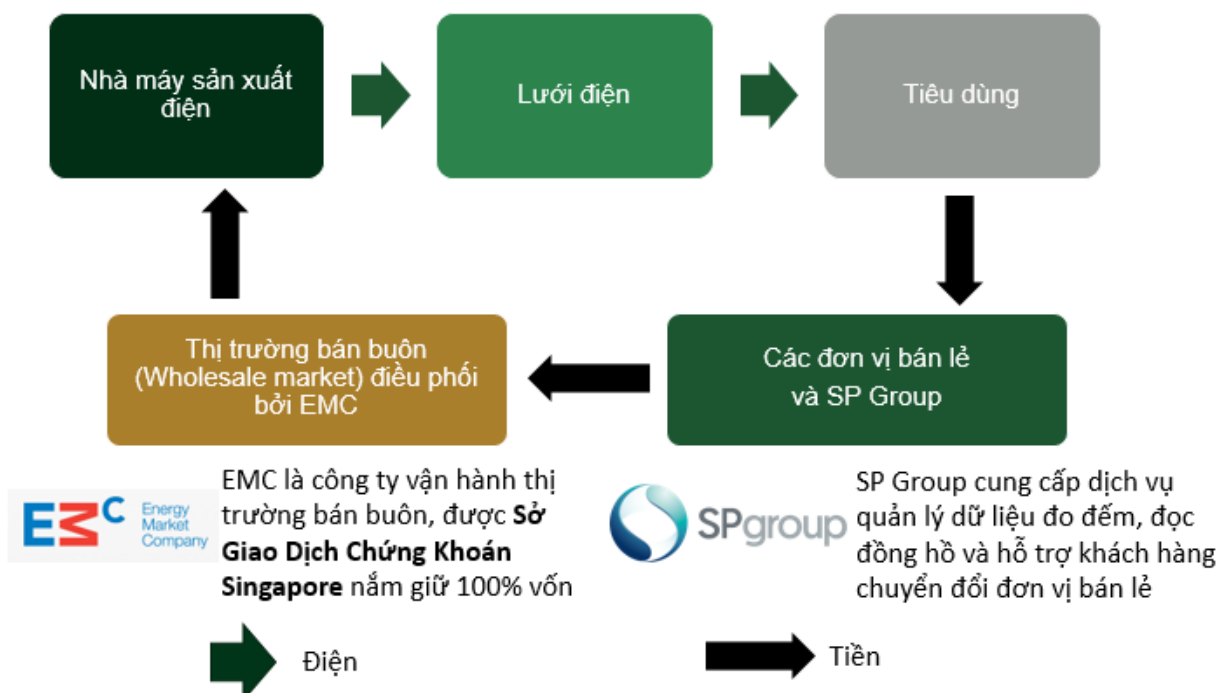
Để tạo điều kiện cho việc phát triển năng lượng tái tạo, cơ chế chính sách giá FiT (feed-in-tariff) đã được giới thiệu để nhằm tăng sức cạnh tranh so với nguồn năng lượng khác. Tại Việt Nam, tất cả nhà máy điện mặt trời vận hành trước thời điểm 30/06/2019 sẽ được hưởng giá FiT ưu đãi là 9.35 cents/kWh. Sau 30/06/2019, các nhà máy điện mặt trời (trừ ở Ninh Thuận) sẽ được hưởng mức giá 7.09 cents/kWh và điện mặt trời mái nhà là 8.38 cents/kWh. Giá sẽ được chuyển đổi theo tỷ giá USD/VND tại thời điểm thanh toán. Việc giá giảm từ 12% - 32% so với mức giá ưu đãi ban đầu sau 30/06/2019 tạo ra những thách thức cho các nhà máy sau này vì phải kiểm soát tốt chi phí để có thể đạt được IRR dự tính.

Điện gió cũng có mức giá ưu đãi nếu các nhà máy vận hành thương mại trước ngày 1 tháng 11 năm 2021. Giá mua điện tại điểm phát cho các dự án trên biển sẽ là 9.8 cents/kWh và cho các dự án trên bờ sẽ là 8.5 cents/kWh. Còn đối với điện sinh khối, các dự án đồng phát nhiệt – điện được hưởng mức giá 7.03 cents/kWh và các nhà máy không phải là đồng phát nhiệt – điện sẽ được hưởng mức giá 8.47 cents/kWh.

Các thị trường điện ở Châu Á

Vì ngành điện là ngành phụ thuộc vào vị trí địa lý cũng như mang tính xương sống cho nền kinh tế nên ngành điện của các nước sẽ có những đặc điểm riêng biệt. Tuy nhiên, thông qua việc sơ lược về đặc điểm của các thị trường trong khu vực Châu Á, chúng ta sẽ có cái nhìn toàn diện về xu hướng cũng như triển vọng về thị trường điện Việt Nam. Chúng tôi sẽ sơ lược qua 3 thị trường điện ở Châu Á với những đặc điểm nổi bật khác nhau. Đầu tiên là Singapore với thị trường mở hoàn chỉnh (OEM) nhưng Nhà Nước vẫn độc quyền ở khâu truyền tải. Tiếp theo sẽ là thị trường Hàn Quốc với mô hình gần như độc quyền hết ở các khâu được quản lý bởi Tập Đoàn Điện lực Hàn Quốc. Và cuối cùng sẽ là Nhật Bản với thị trường cạnh tranh hoàn chỉnh, tất cả các khâu trong thị trường đều có những công ty thuộc Nhà Nước và tư nhân tham gia.

Singapore



Thị trường điện cạnh tranh ở Singapore được hình thành trong 10 năm, từ năm 1998 đến năm 2008. Thời kỳ đầu, tất cả mọi khâu trong thị trường từ phát điện, truyền tải, phân phối đều do Temasek nắm giữ (Chính phủ độc quyền). Bắt đầu từ năm 1998, Chính phủ tách dần các khâu ra khỏi Temasek và giảm dần tỷ lệ nắm giữ vốn tại các tổng công ty. Tính đến thời điểm 2019Q1, công suất lắp đặt nguồn điện ở Singapore đạt 13.7GW trong đó các nhà máy chạy bằng tuabin khí, đồng phát, nhiệt điện kết hợp chiếm 76.8% trong tổng công suất lắp đặt.

Toàn bộ thị trường điện Singapore hiện tại do Cơ quan điều tiết quản lý thị trường năng lượng EMA (Energy Market Authority) là đơn vị thuộc Bộ Công Thương Singapore trực tiếp giám sát và quản lý. Các khâu: Phát điện, Truyền tải, Vận hành thị trường, Phân phối được tách bạch và thực hiện bởi các đơn vị khác nhau. Tuy nhiên, ở khâu truyền tải, Chính phủ nắm giữ độc quyền về lưới truyền tải và phân phối thông qua Tổng công ty Lưới điện Quốc Gia (SP Group), thu một mức phí cố định với: Phí truyền tải và phí phân phối.

Cấu trúc thị trường điện Singapore bao gồm: Thị trường bán buôn (Wholesale Market) và Thị trường bán lẻ (Retail Market). Thị trường bán buôn hoạt động dựa trên quy luật cung cầu. Cứ mỗi nửa tiếng (30 phút), các nhà máy phát điện sẽ phải chào giá trên thị trường và các nhà bán lẻ sẽ mua điện từ các nhà máy bán phát điện rồi bán cho khách hàng lẻ.

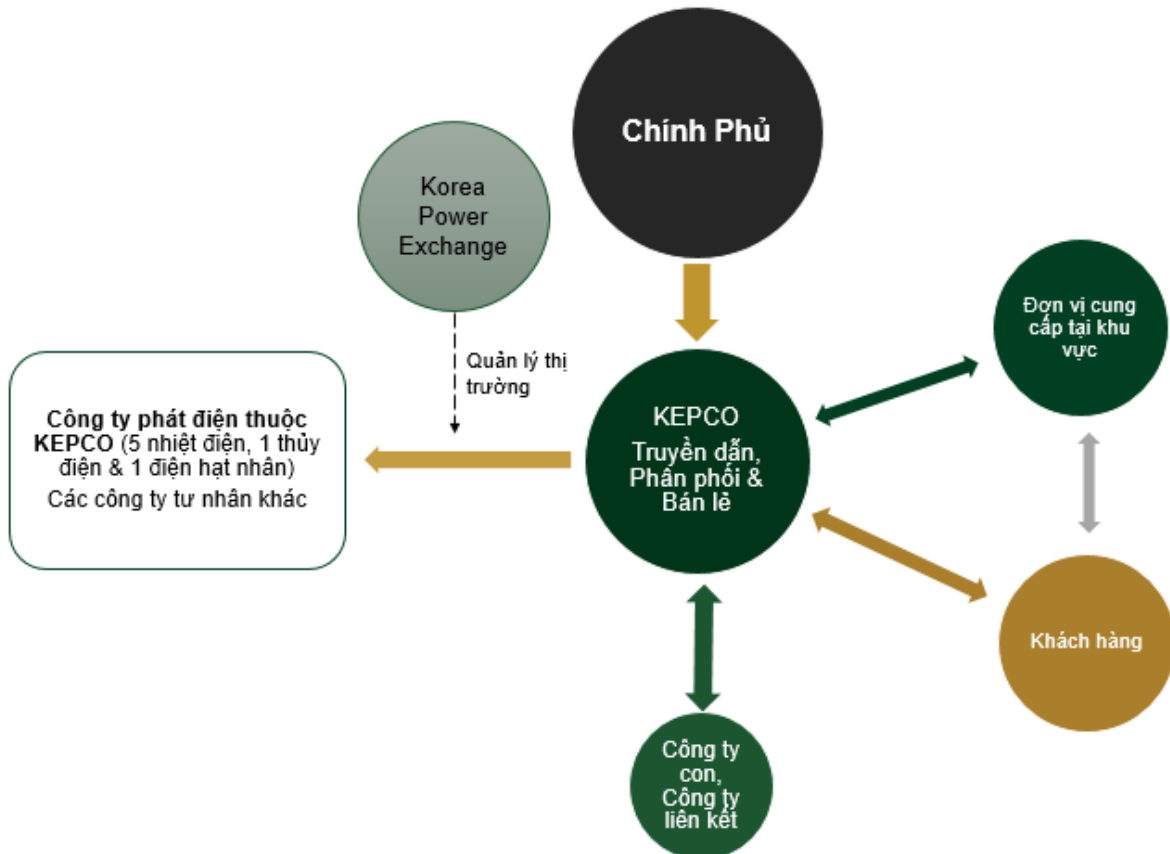
Trên thị trường bán lẻ, khách hàng (các hộ gia đình) có nhiều lựa chọn từ các nhà phân phối khác nhau, có thể theo biểu giá cố định hàng quý hoặc mức giá do đơn vị bán lẻ điện đưa ra. Khách hàng cũng có thể chọn lựa không tham gia thị trường điện, khi đó Công ty MSSL là đơn vị bán lẻ mặc định sẽ cung cấp cho những khách hàng không tham gia. Công ty MSSL không tham gia cạnh tranh với các đơn vị khác trên thị trường.

Điểm đặc biệt ở thị trường Singapore là không đưa các thành phần trợ giá, bù giá vào trong giá điện, nhằm mục đích định giá chính xác, đầy đủ và khuyến khích sử dụng hiệu quả và tránh lãng phí.

Hàn Quốc

Vì quy mô của nền kinh tế lớn và 97% nguồn năng lượng (dầu, khí đốt...) phải nhập khẩu, Hàn Quốc rất chú trọng đến quản lý nhu cầu và sử dụng điện hiệu quả. Cơ cấu lắp đặt của Hàn Quốc tại cuối năm 2018 đạt 119,092 MW với nhiệt điện chiếm 67% trong tổng cơ cấu, thứ hai là điện hạt nhân với 18%.

Về mặt cơ cấu có thể nói rằng ngành điện Hàn quốc vẫn được tổ chức theo mô hình liên kết dọc độc quyền. Tập đoàn Điện lực Hàn Quốc (KEPCO - Korea Electric Power Corporation), với 51,1% thuộc sở hữu nhà nước, là đơn vị đóng vai trò chủ chốt trong ngành điện Hàn Quốc. KEPCO sở hữu phần lớn công suất hệ thống, độc quyền trong các khâu truyền tải - phân phối và bán lẻ điện.



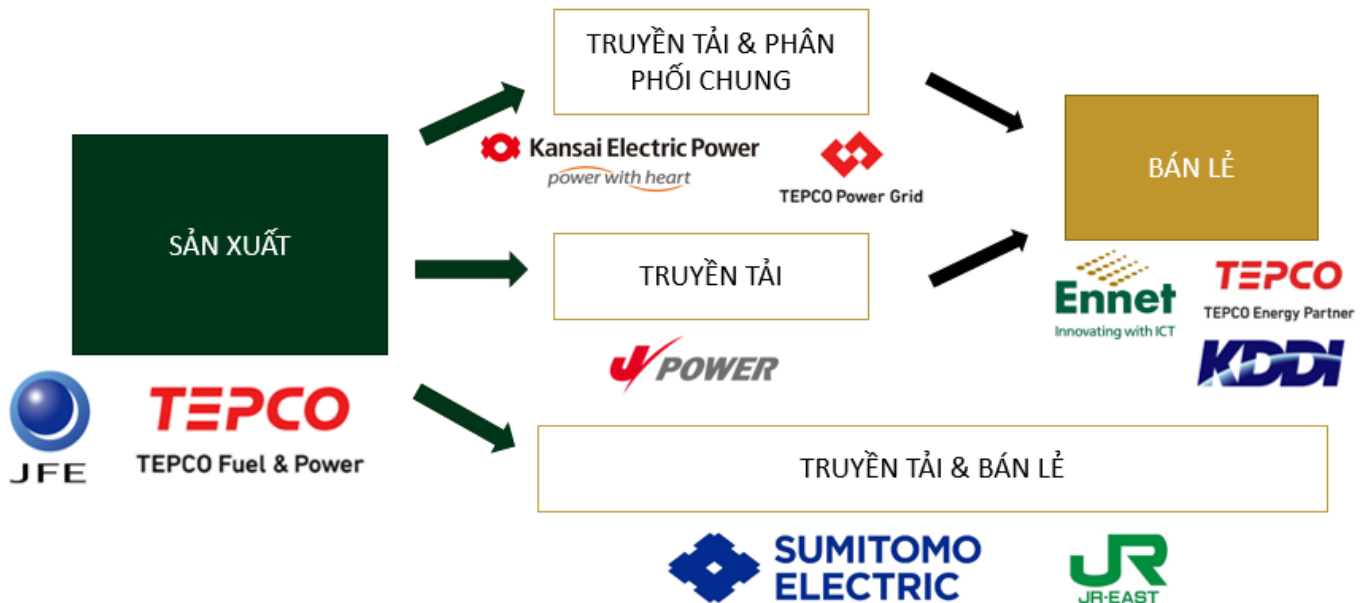
KPX (Korea Power Exchange) là công ty Nhà Nước độc lập với KEPCO đảm nhận chức năng vận hành hệ thống điện và trên thị trường điện. KPX sẽ có nhiệm vụ tính toán giá SMP cho từng ngày.

Thị trường điện Hàn Quốc không áp dụng cơ chế mua bán điện qua hợp đồng PPA, tất cả giá đều được xác định trên thị trường giao ngay được chào giá theo chi phí biến đổi (cost based pool). Việc không áp dụng cơ chế PPA sẽ ảnh hưởng đến khả năng thu hút vốn đầu tư và hạn chế này không thể hiện rõ ở Hàn Quốc do nước này đủ tiềm lực tài chính để đầu tư và phát triển nguồn điện.

Việc KEPCO là đơn vị mua điện duy nhất nên chính phủ có cơ chế điều tiết doanh thu giúp cân bằng tài chính cho công ty. Cơ chế này phần nào làm thể hiện sự ưu đãi riêng của các công ty thuộc nhà nước và các IPP tư nhân.

Nhật Bản

Tính đến cuối năm 2018, tổng công suất lắp đặt của Nhật Bản đạt 306 GW; trong đó nhiệt điện chiếm 53% và thủy điện chiếm 16% trong tổng cơ cấu. Sau sự cố nhà máy điện hạt nhân ở Fukushima Daiichi năm 2011, Nhật Bản tạm dừng sử dụng các nhà máy điện hạt nhân và phải nhập khẩu dầu thô, khí đốt khiến chi phí điện tăng vọt. Điều này đã thúc đẩy Chính Phủ Nhật Bản cải cách ngành điện. Trước đó, ngành điện do Nhà Nước quản lý độc quyền và kiểm soát để giữ giá điện ổn định. Bắt đầu từ năm 2013, Nhật Bản bắt đầu thực hiện tự do hóa ngành điện. Năm 2016, Nhật Bản đã hoàn thiện cơ chế chính sách để tự do hóa thị trường bán lẻ, cho phép người sử dụng điện có thể thoải mái chọn lựa nhà cung cấp.



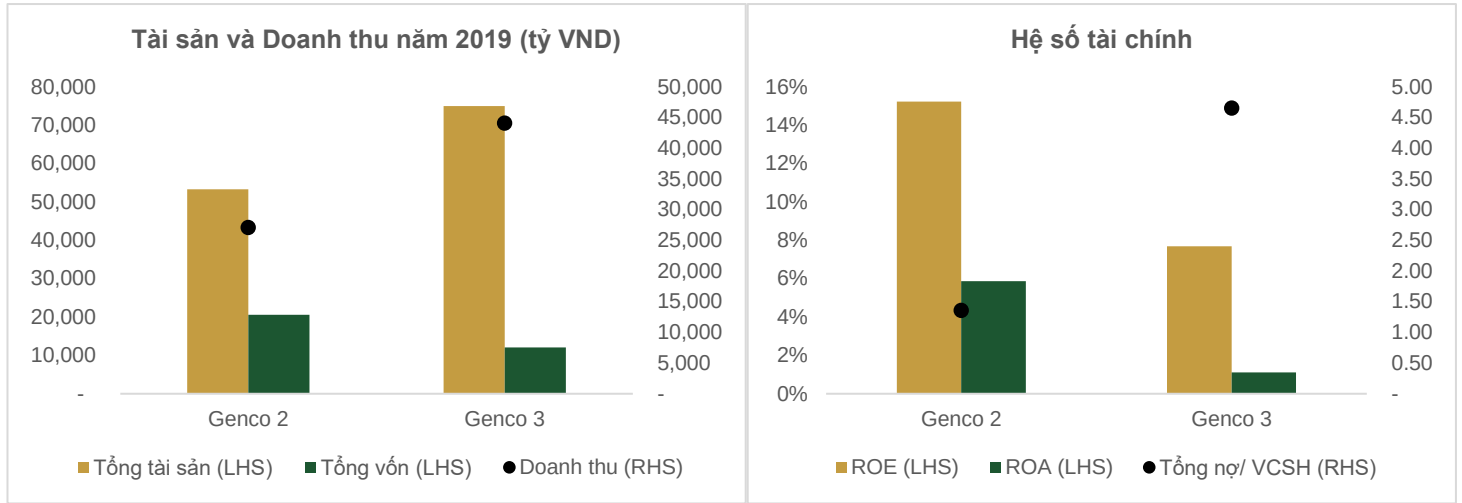
Thị trường bán buôn điện của Nhật Bản bắt đầu từ năm 2003 được quản lý bởi JEPX (Japan Electricity Power Exchange). Vai trò của JEPX cũng tương tự như các công ty quản lý thị trường bán buôn ở các nước khác. Có thể thấy điểm khác biệt lớn của thị trường Nhật Bản là ở tất cả các khâu đều có nhiều công ty tư nhân tham gia bên cạnh TEPCO (Công ty Điện lực Tokyo). Việc có nhiều doanh nghiệp tham gia trong tất cả các khâu từ sản xuất, truyền tải, phân phối và bán lẻ giúp cho thị trường điện hoạt động cạnh tranh hiệu quả. Hành lang pháp lý cũng tạo điều kiện cho những công ty mới có thể gia nhập vào thị trường. Các công ty mới về năng lượng, cũng như công nghệ cao cũng tích cực tham gia thị trường. Điều này giúp ích cho khách hàng có thể dễ dàng chọn lựa cho mình nhà cung cấp phù hợp.

Xu hướng chuyển dịch nguồn cung lắp đặt cũng thể hiện rõ ràng ở Nhật, với sự tăng trưởng của các nguồn cung từ năng lượng tái tạo đặc biệt là điện mặt trời. Nguồn cung lắp đặt năng lượng tái tạo tăng trưởng trung bình 26% từ năm 2012 sau sự cố hạt nhân. Đến cuối năm 2018, năng lượng tái tạo đã chiếm được 19% trong tổng công suất lắp đặt.

Kế hoạch thoái vốn Nhà Nước trong năm 2020

Để thúc đẩy thị trường điện cạnh tranh bằng cách tăng số lượng người tham gia ở khâu sản xuất phát điện, năm 2013, EVN đã thành lập 3 công ty phát điện – Genco 1, 2, 3 (Generation Company). Theo Quyết định 852/QĐ-TTg của Thủ Tướng Chính Phủ ngày 14 tháng 6 năm 2017, EVN sẽ cổ phần hóa các Genco đến hết năm 2020. Và Genco 3, có tài sản lớn nhất trong 3 Genco, đã IPO vào đầu năm 2018 với giá khởi điểm là 24,600 VND/cp.

Vào cuối năm 2020, Genco 2 dự kiến sẽ được IPO. Xét về tổng tài sản, Genco 2 nhỏ hơn Genco 3 nhưng về vốn chủ sở hữu thì Genco 2 lớn hơn Genco 3. Hiệu quả hoạt động của Genco 2 cũng tốt hơn Genco 3 vì không có chi phí lãi vay lớn như Genco 3.



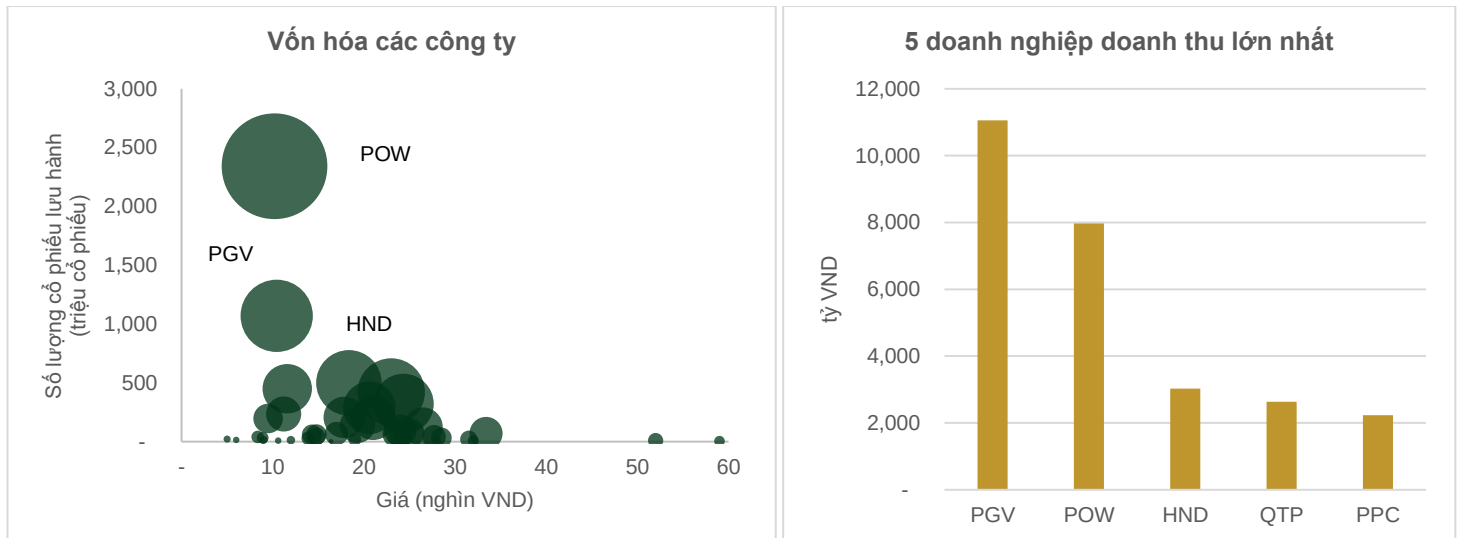
(Nguồn: Genco 2, Genco 3, PHFM tổng hợp)

Tuy nhiên, quy mô hoạt động của Genco 2 nhỏ hơn so với Genco 3. Doanh thu năm 2019 của Genco 2 đạt 27,101 tỷ VND, nhỏ hơn nhiều so với 44,117 tỷ VND doanh thu của Genco 3. Nhưng ngược lại LNST của Genco 2 đạt 3,131 tỷ VND cao hơn rất nhiều so với 905 tỷ VND của Genco 3. Genco 3 có hơn 50 nghìn tỷ vay dài hạn và chủ yếu là ngoại tệ nên chi phí tài chính phát sinh trong năm rất cao. Với tình hình tài chính tốt và lành mạnh hơn Genco 3, Genco 2 được kỳ vọng sẽ thoái vốn thành công hơn so với Genco 3.

Các công ty niêm yết

Vốn hóa của các công ty niêm yết trên sàn

Đến hết 2020Q1, POW là cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất, đứng sau là PGV. Nhưng xét về tài sản, PGV là doanh nghiệp có tổng tài sản lớn nhất, POW đứng thứ 2



(Nguồn: PHFM tổng hợp)

Doanh thu của PGV và POW cũng đứng đầu trong quý 1 năm 2020. Tuy nhiên vì POW và PGV là những công ty lớn nắm giữ nhiều nhà máy sản xuất điện nên tổng tài sản lớn và hiệu quả hoạt động không cao do có sự bù trừ giữa các nhà máy hoạt động hiệu quả và không hiệu quả với nhau. Các nhà máy có hiệu quả hoạt động cao xét theo ROE và ROA là các nhà máy thủy điện và các nhà máy nhiệt điện hết khấu hao. 5 nhà máy có khấu hao gần hết tính đến thời điểm quý 1 năm 2020 là PPC, BTP, TMP, VSH và NBP. Đồng thời tỷ lệ nợ vay của các nhà máy này cũng khá thấp.

Bảng: Tổng hợp một số chỉ tiêu tài chính quan trọng của các doanh nghiệp sản xuất điện niêm yết

Mã CK	Loại hình	Doanh thu 1Q20	LNST 1Q20	Biên lợi nhuận gộp	TTM ROE	TTM ROA	TTM EV/EBITDA	Tổng Nợ/ VCSH	Khấu hao lũy kế/ Giá trị TSCĐ
POW	Nhiệt điện & Thủy điện	7,975	505	13%	7%	4%	5.7	0.6	47%
BTP	Nhiệt điện	416	28	7%	20%	12%	4.6	0.3	89%
CHP	Thủy điện	110	(5)	30%	9%	4%	20.8	0.9	30%
DNC	Thủy điện	80	3	9%	38%	26%	10.5	0.2	62%
DRL	Thủy điện	19	12	74%	40%	37%	8.5	0.0	74%
EBA	Thủy điện	12	(1)	44%	3%	1%	9.1	1.8	12%
GEG	Năng lượng tái tạo & thủy điện	304	76	60%	11%	4%	8.9	1.4	16%
HJS	Thủy điện	35	11	51%	18%	13%	5.2	0.2	51%
KHP	Thủy điện	1,116	(11)	2%	10%	3%	3.7	1.3	60%
NBP	Nhiệt điện	309	1	2%	4%	2%	7.2	0.3	82%
NT2	Nhiệt điện	1,723	179	14%	18%	10%	4.7	0.4	59%
PIC	Thủy điện	19	2	46%	3%	2%	8.9	0.5	25%
PPC	Nhiệt điện	2,233	135	8%	19%	16%	6.9	0.0	98%
S4A	Thủy điện	44	2	47%	19%	9%	11.3	1.2	30%
SBA	Thủy điện	34	6	58%	10%	6%	8.2	0.6	29%
SEB	Thủy điện	67	34	67%	21%	13%	6.9	0.5	43%
SHP	Thủy điện	82	(6)	17%	19%	11%	5.8	0.6	41%
SJD	Thủy điện	60	13	45%	16%	11%	5.0	0.3	68%
TBC	Thủy điện	87	20	53%	10%	8%	10.2	0.4	56%
TMP	Thủy điện	89	34	55%	24%	20%	5.8	0.1	84%
TTE	Thủy điện	36	(2)	48%	0%	0%	7.9	2.1	21%
VSH	Thủy điện	36	(1)	7%	3%	1%	53.7	1.7	82%
AVC	Thủy điện	10	(31)	-261%	0%	0%	20.2	0.1	67%
DNH	Thủy điện	340	85	45%	14%	9%	8.6	0.4	62%
GHC	Thủy điện	64	23	64%	28%	10%	5.9	1.8	22%
HNA	Thủy điện	57	(79)	-68%	-1%	-1%	10.3	0.6	32%
HND	Nhiệt điện	3,024	200	13%	21%	10%	3.7	0.8	63%
ISH	Thủy điện	35	6	38%	16%	11%	5.0	0.3	52%
NCP	Nhiệt điện	1,174	1	9%	0%	0%	6.3	4.3	53%
ND2	Thủy điện	33	(29)	13%	12%	4%	8.7	2.1	20%
PGV	Nhiệt điện & Thủy điện	11,059	(373)	10%	2%	0%	6.6	4.7	55%
QPH	Thủy điện	23	11	52%	15%	10%	5.4	0.1	54%
QTP	Nhiệt điện	2,636	(6)	6%	11%	4%	3.3	1.0	67%
SBH	Thủy điện	77	10	24%	15%	13%	6.9	0.1	66%
SVH	Thủy điện	15	5	55%	13%	4%	4.1	1.2	46%

Nguồn: PHFM tổng hợp

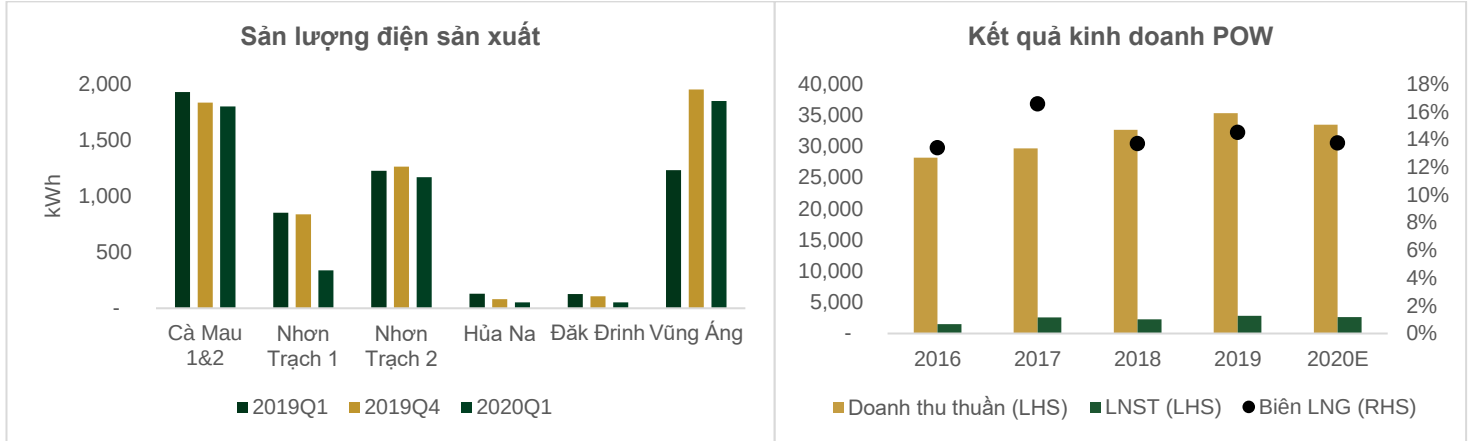
Cổ phiếu tiêu biểu

POW – Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HOSE)

Kết quả kinh doanh quý 1 năm 2020:

Trong quý 1 năm 2020, doanh thu POW giảm 5% YoY do sản lượng thấp từ 2 nhà máy thủy điện – Hòa Na và Đắk Đrinh, với mức giảm tương ứng là 61% và 58% YoY. Tuy nhiên, tổng sản lượng chỉ giảm 4% nhờ đóng góp lớn từ nhà máy nhiệt điện Vũng Áng.

Biên lợi nhuận của tập đoàn đạt 12.8%, khá thấp so với mức 14.5% của cả năm 2019. Điều này làm lợi nhuận gộp giảm 22% YoY. Nguồn cung khí thiếu hụt buộc các nhà máy phải dùng dầu để chạy máy phát điện làm tăng chi phí nguyên vật liệu. LNST của công ty giảm 45% YoY vì biên lợi nhuận thấp và khoản lỗ 136 tỷ VND chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện.



(Nguồn: POW, PHFM tổng hợp và dự phóng)

Triển vọng doanh nghiệp:

Nhà máy Vũng Áng đã hoạt động bình thường và sẵn sàng tăng trưởng sản lượng trong năm 2020. Năm 2018 và 2019, Vũng Áng gặp những sự cố vận hành khiến không thể hoạt động hết công suất, làm ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh chung của POW. Nhà máy dần vận hành ổn định vào cuối năm 2019 và đến quý 1 năm 2020, Vũng Áng đã đóng góp được 34% doanh thu cho cả công ty, mức sản lượng tăng 50% so với cùng kỳ năm ngoái. Vì tình hình diễn biến thời tiết không thuận lợi trong năm 2020, nhiệt điện đã được huy động ở mức cao để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ.

Vào tháng 12 năm 2019, Thủ tướng đã ban hành Chỉ thị số 29/CT-TTg về tiếp tục tăng cường công tác quản lý Nhà nước đối với hoạt động sản xuất điện, theo đó đã tạo chủ động cho các đơn vị sản xuất điện trong việc cung cấp than để vận hành nhà máy, tạo tiền đề cho việc khắc phục tình trạng thiếu than của nhà máy điện than như Vũng Áng do chỉ được sử dụng than trong nước như trước đây. Nhờ đó, nguyên liệu than đầu vào của nhà máy Vũng Áng sẽ được duy trì ổn định trong năm 2020.

Định giá và khuyến nghị:

Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	23,230	28,212	29,710	32,663	35,374	33,512
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	2,169	1,075	2,233	1,676	2,855	2,628
EPS (VND)	996	494	1,026	820	1,028	960
Tăng trưởng EPS (%)	-40%	-50%	108%	-30%	27%	-7%
Giá trị sổ sách (VND)	12,063	12,275	12,702	11,423	12,571	12,601
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	0%	0%	0%

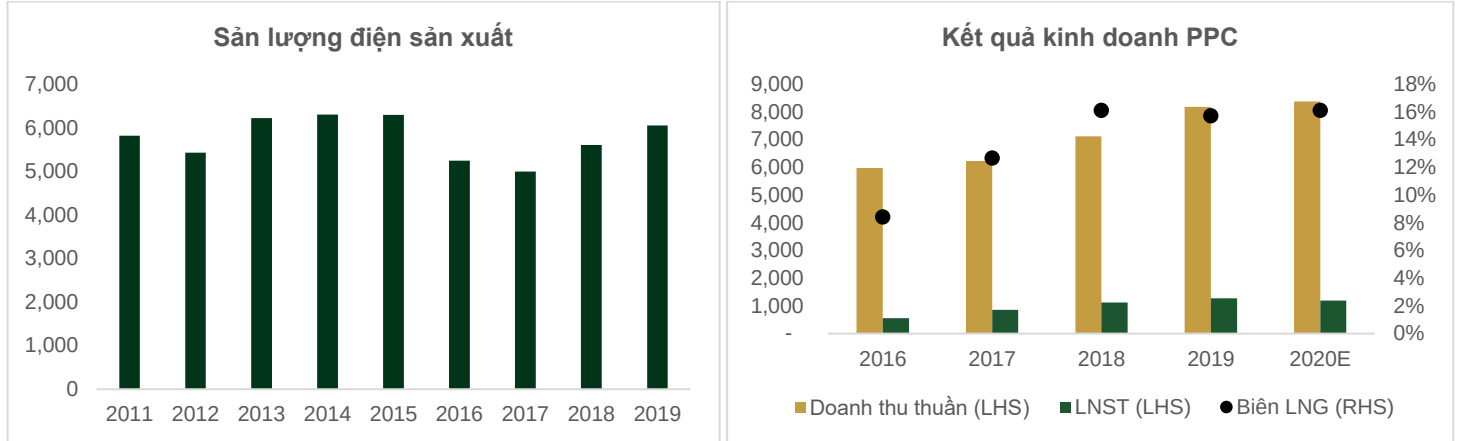
Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2020 sẽ đạt 33,512 tỷ VND (-5% YoY) và LNST đạt 2,628 tỷ VND (-8% YoY) cho cả năm 2020.

Sử dụng phương pháp định giá DCF, EV/EBITDA với mục tiêu là 6.6x và P/E với mục tiêu là 10.9x; chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu POW là 12,800 VND/CP, khuyến nghị: MUA đối với cổ phiếu POW.

PPC – Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại (HOSE)

Kết quả kinh doanh quý 1 năm 2020:

Kết thúc quý 1 năm 2020, sản lượng điện thương phẩm của PPC đạt 1,588 triệu kWh (+42% YoY), doanh thu đạt 2,233 tỷ VND (+30.7% YoY). Tuy vậy, biên lợi nhuận gộp giảm xuống còn 8% so với mức 16% của năm 2019. Thêm vào đó, các khoản thu nhập từ cổ tức từ HND không có trong quý 1 năm 2020 làm doanh thu tài chính giảm 80% so với cùng kỳ. Những điều này làm LNST của PPC trong quý 1 chỉ đạt 135 tỷ VND (-44% YoY). Nguyên nhân khiến biên lợi nhuận sụt giảm là do chi phí sửa chữa lớn vào cuối năm 2019 chưa thực hiện xong và phải chuyển sang năm 2020 khiến giá vốn tăng cao.



(Nguồn: PPC, PHFM tổng hợp và dự phóng)

Triển vọng doanh nghiệp:

PPC đã thanh toán hết khoản nợ dài hạn trên bảng cân đối kế toán trong năm 2019, chúng tôi kỳ vọng về tỷ suất cổ tức đều đặn được hỗ trợ từ hoạt động kinh doanh của ngành tiện ích. Hơn nữa, là nhà máy nhiệt điện vận hành lâu đời ổn định và ở vị trí thuận lợi, PPC luôn được ưu tiên huy động cao để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ nên kết quả kinh doanh trong năm 2020 sẽ khả quan.

Việc nắm giữ 26% cổ phần của HND giúp cho PPC có thu nhập cổ tức đều đặn qua các năm từ năm 2016. HND cũng có kế hoạch trả cổ tức với tỷ lệ 16% trong năm 2020.

Định giá và khuyến nghị:

Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	7,665	5,977	6,236	7,117	8,183	8,377
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	566	554	854	1,122	1,268	1,192
EPS (VND)	1,778	1,724	2,680	3,501	3,933	3,653
Tăng trưởng EPS (%)	-46%	-3%	55%	31%	12%	-7%
Giá trị sổ sách (VND)	17,591	15,920	16,788	17,319	18,304	19,726
Cổ tức tiền mặt (VND)	12%	33%	24%	28%	27%	20%

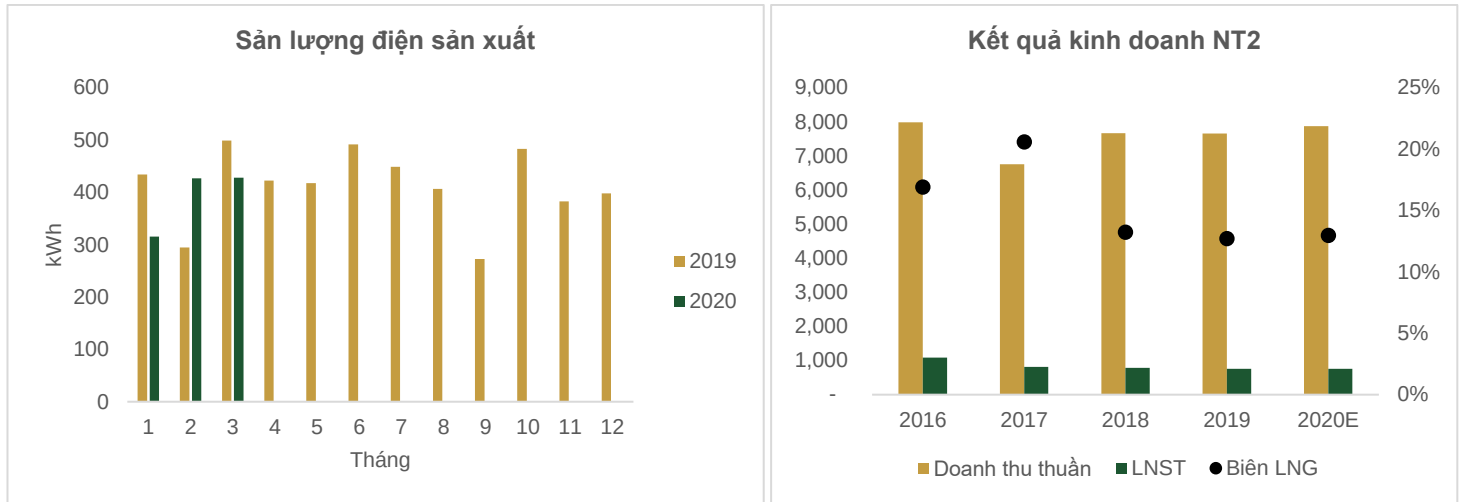
Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện PPC sản xuất đạt 6,200 kWh (+2.4% YoY) do nhu cầu điện tiêu thụ từ nhà máy nhiệt điện trong năm 2020. Doanh thu tương ứng đạt 8,377 tỷ VND (+2.4% YoY) và LNST đạt 1,192 tỷ VND (-6.0% YoY) do không có các khoản đóng góp lớn từ doanh thu tài chính bất thường (hoàn nhập dự phòng khoản đầu tư). EPS forward năm 2020 ước đạt 3,653 VND/CP.

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCF cùng với EV/EBITDA và P/E mục tiêu lần lượt là 6.6x và 7.5x, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu PPC là 28,300 VNĐ/CP, khuyến nghị : MUA đối với cổ phiếu PPC.

NT2 – Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HOSE)

Kết quả kinh doanh 2020Q1:

Kết thúc quý 1 năm 2020, sản lượng điện sản xuất của NT2 đạt 1,170 triệu kWh (-5% YoY), doanh thu đạt 1,723 tỷ VND (-5% YoY). Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp được cải thiện đạt 14% so với mức 12.7% của cả năm 2019. Điều này giúp cho LNST của NT2 dường như đi ngang, tăng 0.4% so với cùng kỳ năm ngoái dù doanh thu sụt giảm.



(Nguồn: NT2, PHFM tổng hợp và dự phóng)

Triển vọng doanh nghiệp:

Khoản nợ dài hạn từ các ngân hàng sẽ được trả hết vào năm 2021. Vì thế, với nguồn tiền dồi dào từ hoạt động kinh doanh, kỳ vọng NT2 tiếp tục duy trì được chính sách chi trả cổ tức đều đặn qua các năm.

Do sự suy giảm sản lượng khí từ Lô 06.1 & 11.2 cung cấp cho nhà máy, mỏ khí Sao Vàng – Đại Nguyệt được kỳ vọng đưa vào vận hành từ tháng 10 năm 2020, điều này sẽ giúp hoạt động của NT2 trở nên ổn định vào các năm tiếp theo.

NT2 là nhà máy có chu trình hỗn hợp khí hiệu quả hơn so với các nhà máy nhiệt điện khí khác. Chính vì vậy, NT2 luôn được ưu tiên huy động so với Nhơn Trạch 1, Phú Mỹ hay Bà Rịa.

Định giá và khuyến nghị:

Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	6,729	7,983	6,761	7,670	7,654	7,876
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1,142	1,086	810	782	754	754
EPS (VND)	4,095	3,740	2,768	2,618	2,540	2,542
Tăng trưởng EPS (%)	-29%	-9%	-26%	-5%	-3%	0%
Giá trị sổ sách (VND)	17,408	17,230	17,317	12,795	14,336	15,894
Cổ tức tiền mặt (VND)	22%	33%	26%	72%	10%	10%

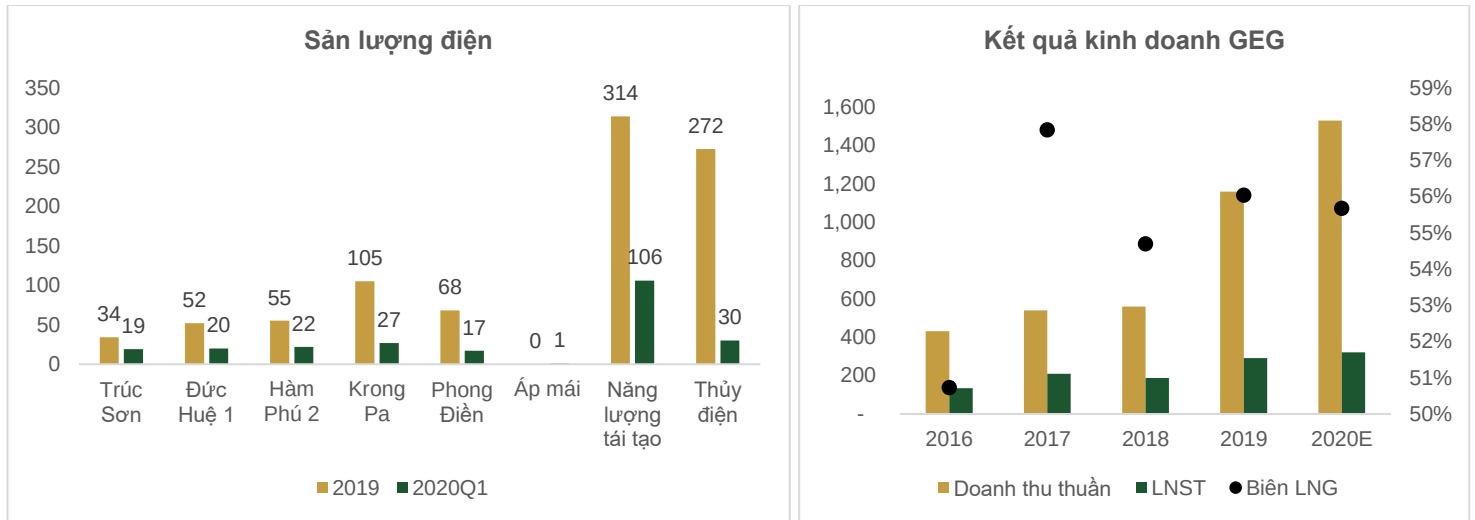
Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện NT2 sản xuất đạt 5,196 kWh (4.9% YoY) do nhu cầu điện tiêu thụ từ nhà máy nhiệt điện trong năm 2020. Doanh thu tương ứng đạt 7,876 tỷ VND và LNST đạt 754 tỷ (+0.0%) do không có các khoản thu nhập bất thường. EPS forward năm 2020 ước đạt 2,542 VND/CP.

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCF và P/E mục tiêu là 8.8x, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu NT2 là 27,900 VNĐ/CP, khuyến nghị: MUA đối với cổ phiếu NT2.

GEG – Công ty cổ phần Điện Gia Lai (HOSE)

Kết quả kinh doanh quý 1 năm 2020:

Trong quý 1 năm 2020, doanh thu GEG đạt 304 tỷ VND (+75% YoY) và LNST đạt 76 tỷ VND (+37% YoY). Sự tăng trưởng trong doanh thu bán điện từ các nhà máy điện mặt trời đã góp phần cho kết quả ấn tượng của GEG. Sản lượng điện quý 1 đạt 136 triệu kWh (+180% YoY), trong đó sản lượng điện từ điện mặt trời đạt 106 triệu kWh (+159% YoY) chiếm 78% trong tổng số. Sự tăng trưởng mạnh trong sản lượng điện nhờ vào 3 nhà máy mới bắt đầu hoạt động sản xuất vào quý 2 năm 2019. Doanh thu thủy điện, ngược lại, giảm 21% YoY với sản lượng chỉ đạt 30 kWh. Mảng thủy điện gặp nhiều khó khăn trong hoạt động kinh doanh vì thời tiết khô hạn. Điều lưu ý trong báo cáo mới nhất là chi phí lãi vay tăng 171% YoY với 90 tỷ VND, chính vì điều này làm cho LNST không tăng cùng với doanh thu.



(Nguồn: GEG, PHFM tổng hợp và dự phóng)

Triển vọng doanh nghiệp:

Với tham vọng trong lĩnh vực năng lượng tái tạo, GEG đã có kế hoạch xây dựng và đưa vào hoạt động các nhà máy mới liên tục từ năm 2020 đến 2025. Cụ thể, sẽ có thêm 151 MWp công suất lắp đặt mới được đưa vào hoạt động trong năm 2020.

Cơ chế chính sách hiện tại tạo điều kiện kinh doanh trong lĩnh vực năng lượng tái tạo với giá bán cạnh tranh và khả năng tiếp cận nguồn vốn.

Việc thiếu nước ở các hồ thủy điện gây khó khăn trong sản xuất theo kế hoạch đề ra cho năm 2020, sản lượng điện từ năng lượng tái tạo đóng vai trò quan trọng trong việc bù đắp phần thiếu hụt.

Định giá và khuyến nghị:

Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	354	431	539	559	1,159	1,530
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	132	134	209	187	291	321
EPS (VND)	1,210	1,174	1,726	1,078	1,146	1,184
Tăng trưởng EPS (%)	-4%	-3%	47%	-38%	6%	3%
Giá trị sổ sách (VND)	12,729	15,599	15,447	13,575	12,400	12,652
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	10%	7%	-

Chúng tôi dự phóng doanh thu của GEG sẽ đạt 1,530 tỷ VND (+32% YoY) với sản lượng điện đạt 612 triệu kWh. 3 nhà máy mới sẽ đóng góp vào tăng trưởng trong năm 2020.

Sử dụng phương pháp EV/EBITDA và P/E mục tiêu lần lượt là 17.6x và 12.5x, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu GEG là 23,400 VND/CP, khuyến nghị : MUA đối với cổ phiếu GEG.

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Hoàn Niên, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-225) 384 1810

Fax: (+84-225) 384 1801