

NGÀNH: ĐIỆN
Ngày 18 tháng 12 năm 2020
CTCP THỦY ĐIỆN GIA LAI (UPCOM: GHC)
Đậu Đức Nam

Chuyên viên phân tích

Email: namdd@fpts.com.vn

Tel: (8424) – 3773 7070 - Ext : 4304

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu GHC và VNIndex

Thông tin giao dịch (18/12/2020)

Giá hiện tại (đồng/cp)	32.000
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	33.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	24.800
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	31,8
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	31,8
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	15.547
% sở hữu nước ngoài	0%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	1.010
P/E trailing 12 tháng (lần)	7,13x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	4.488

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Thủy điện Gia Lai
Địa chỉ	Số 114 Trường Chinh, P.Phù Đồng, Tp.Pleiku, Gia Lai
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh điện
Chi phí chính	Chi phí khấu hao tài sản cố định
Rủi ro chính	Rủi ro thời tiết, rủi ro biến động lãi suất

Giá hiện tại: **32.000**
 Giá mục tiêu: **37.600**
 Tăng/giảm: **+17,5%**

KHUYẾN NGHỊ
MUA

TÌNH HÌNH THỦY VĂN CẢI THIẾN VÀ TRIỂN VỌNG TỪ CÁC DỰ ÁN ĐIỆN MẶT TRỜI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu GHC – CTCP Thủy điện Gia Lai, đăng ký giao dịch trên sàn UPCoM. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu GHC là **37.600 đồng/cp**, cao hơn 17,5% so với mức giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GHC cho mục tiêu trung và dài hạn.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

► **Các nhà máy của GHC sở hữu vị trí địa lý thuận lợi và chi phí đầu tư thấp.** Các nhà máy của GHC đều được xây dựng ở những vị trí có nguồn thủy năng hoặc nguồn bức xạ dồi dào, đồng thời có suất đầu tư thấp hơn so với mức trung bình của từng loại hình phát điện, trong khi sản lượng sản xuất vẫn được đảm bảo. Nhờ đó các nhà máy đem lại hiệu quả kinh tế cao cho doanh nghiệp. ([chi tiết](#))

► **Triển vọng tăng trưởng trong ngắn hạn nhờ các dự án điện mặt trời.** Nhà máy Điện mặt trời Hàm Phú 2 với sản lượng ổn định và giá bán điện cao đã giúp GHC đạt được mức tăng trưởng sản lượng, doanh thu cao trong năm 2019. GHC vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong các năm tới khi nhà máy Hàm Phú 2 vận hành đầy đủ cả năm và các dự án điện mặt trời kết hợp nông nghiệp bắt đầu đi vào hoạt động. ([chi tiết](#))

► **GHC đạt được mức tỷ suất sinh lời cao vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành.** Nhờ những lợi thế về vị trí địa lý, suất đầu tư thấp cùng với giá bán điện cao của các nhà máy, GHC đạt được tỷ suất sinh lời cao mức các chỉ số biên lợi nhuận và ROE cao vượt trội so với các doanh nghiệp thủy điện khác. ([chi tiết](#))

► **GHC có lịch sử chi trả cổ tức đều đặn và mức tỷ lệ cổ tức hấp dẫn.** GHC thường chia cổ tức trên 70% lợi nhuận sau thuế hàng năm, đem lại mức tỷ lệ cổ tức trên thị giá hàng năm từ 11%-13%. ([chi tiết](#))

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI:

► **Tình hình thủy văn.** La Nina quay trở lại sẽ giúp cho hai nhà máy thủy điện tăng trưởng sản lượng trong Q4/2020 và trong năm 2021. Mức độ tăng trưởng sẽ phụ thuộc vào độ mạnh yếu cũng như thời gian kéo dài của chu kỳ La Nina sắp tới. ([chi tiết](#))

► **Tiến độ thực hiện dự án và cơ chế mới đối với giá điện mặt trời áp mái.**

► **Quy hoạch điện VIII:** Quy hoạch điện mới đang được Bộ Công Thương xây dựng trong đó định hướng đẩy mạnh phát triển năng lượng tái tạo. Đây có thể là cơ hội để GHC có thể mở rộng đầu tư và lĩnh vực này và tiếp tục tăng trưởng trong tương lai.

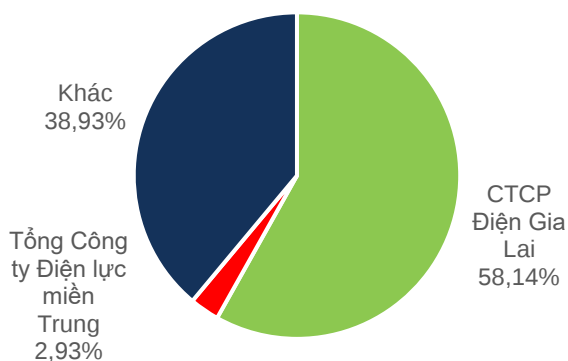
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Lịch sử hình thành và phát triển

2002	• Tiền thân là Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Điện Gia Lai được thành lập bởi Công ty Điện lực 3 (nay là Tổng Công ty Điện lực miền Trung) và Công ty Điện Gia Lai (nay là Công ty Cổ phần Điện Gia Lai).
2006	• Nhà máy thủy điện H'Chan công suất 12 MW được hoàn thành và đi vào vận hành.
2008	• Công ty chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần và đổi tên thành Công ty Cổ phần Thủy điện Gia Lai.
2010	• Nhà máy thủy điện H'Mun công suất 16,2 MW được hoàn thành và đi vào vận hành.
2011	• Cổ phiếu của công ty chính thức giao dịch trên sàn chứng khoán UPCoM với mã cổ phiếu GHC.
2019	• Công ty hoàn thành và đưa Nhà máy điện Mặt trời TTC Hàm Phú 2 vào vận hành, công suất 49 MWp.

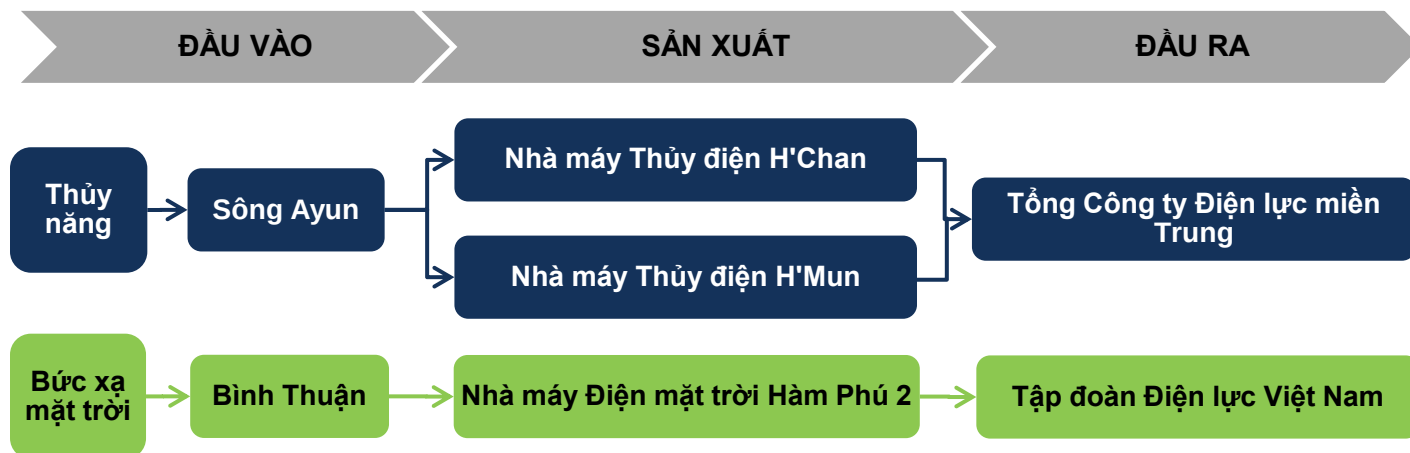
Cơ cấu cổ đông tại ngày 18/12/2020



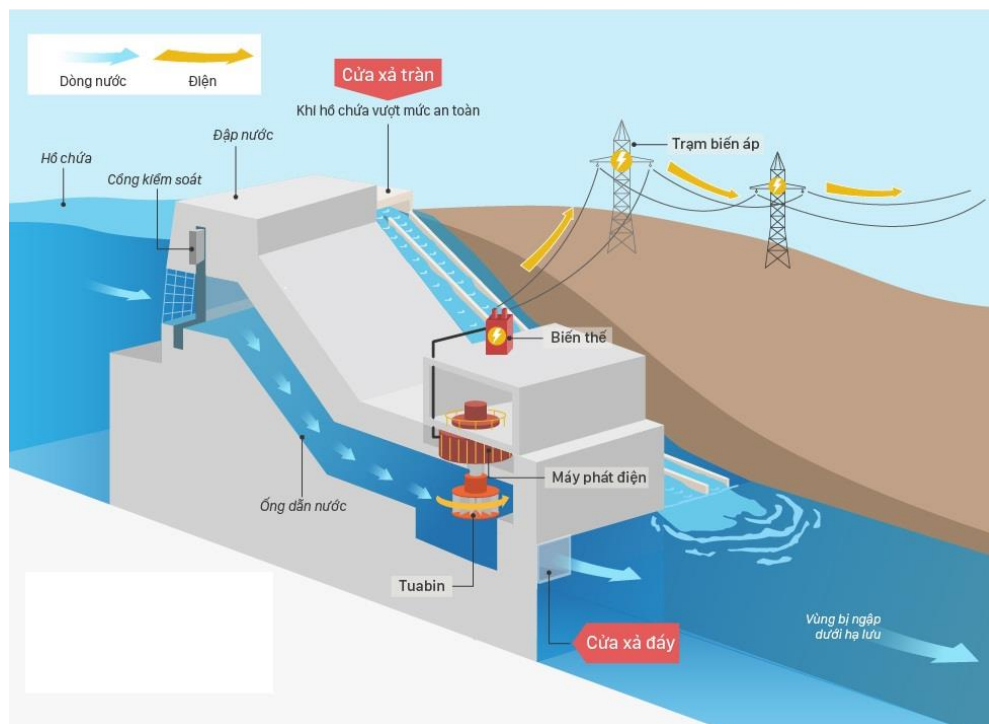
GHC đang là công ty con của Công ty Cổ phần Điện Gia Lai (GEG), tổ chức đang nắm giữ 58,14% cổ phần. Một thành viên sáng lập khác là Tổng Công ty Điện lực miền Trung (EVN CPC) cũng đang nắm giữ 2,93% cổ phần của công ty, đây cũng là khách hàng mua điện của các nhà máy thủy điện thuộc GHC.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Chuỗi giá trị sản xuất của GHC



Sơ đồ nguyên lý hoạt động của một nhà máy thủy điện



Thông tin cơ bản về các nhà máy của GHC

Nhà máy	Thủy điện H'Chan	Thủy điện H'Mun	Điện mặt trời Hàm Phú 2
Vị trí	Gia Lai	Gia Lai	Bình Thuận
Công suất (MW/MWp)	12	16,2	49
Tổng vốn đầu tư (tỷ VND)	163	302	979
Suất đầu tư (tỷ VND/MW)	13,58	18,64	19,98
Ngày bắt đầu vận hành	29/08/2006	20/11/2010	21/04/2019
Sản lượng trung bình năm (triệu kWh/năm)	56	66	77

Nguồn: GHC

2. Nhà máy có lợi thế về yếu tố đầu vào nhờ vị trí địa lý và chi phí đầu tư thấp

[\(Trở về trang 1\)](#)

2.1. Các nhà máy được đặt tại vị trí có nguồn năng lượng dồi dào

Hai nhà máy thủy điện H'Chan và H'Mun được xây dựng trên sông Ayun có lưu lượng nước tốt và độ chênh lệch địa hình lớn.

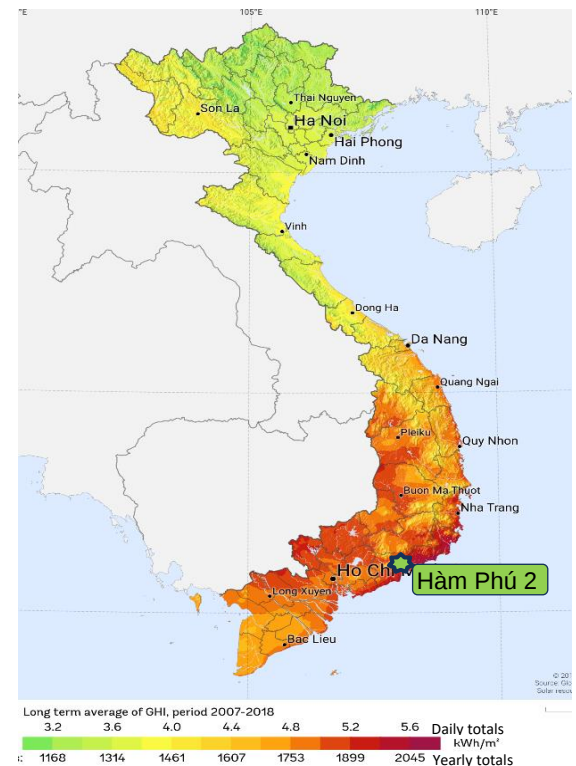
Sông Ayun là phụ lưu lớn nhất của sông Ba, bắt nguồn từ đỉnh KonLak có độ cao 1.720m. Con sông này khá hẹp nhưng lại sâu và có độ dốc lớn nên lưu lượng nước chảy qua hàng năm là tương đối tốt. Lưu lượng nước hàng năm mà mỗi nhà máy nhận được là khoảng 400 – 600 triệu m³/năm. Ngoài ra khu vực này còn nhận được lượng mưa trung bình hàng năm khá cao, khoảng 2.300 – 2.500 mm.

Tận dụng chênh lệch độ cao địa hình, các nhà máy H'Chan và H'Mun được xây dựng tại nơi có mức chênh lệch cột nước giữa thượng lưu và hạ lưu nhà máy khoảng 50 – 60m. Độ cao cột nước lớn giúp các nhà máy đảm bảo được công suất mà không cần phải xây dựng một con đập quá lớn để dâng nước, qua đó giảm bớt được chi phí đầu tư.

Nhà máy điện mặt trời Hàm Phú 2 được xây dựng tại vị trí có lượng bức xạ mặt trời lớn nhất cả nước. Nhà máy điện mặt trời Hàm Phú 2 được đặt tại xã Hàm Phú, huyện Hàm Thuận Bắc, tỉnh Bình Thuận. Hai tỉnh Ninh Thuận và Bình Thuận là nơi có khí hậu nắng nóng và khô cằn nhất cả nước. Tuy nhiên đây lại là điều kiện thuận lợi để xây dựng các dự án điện mặt trời. Khu vực này có khí hậu nắng quanh năm, với số giờ nắng trung bình hàng năm khoảng 2500 – 2800 giờ, đồng thời cường độ bức xạ mặt trời ở khu vực này cũng rất lớn. Số liệu về năng lượng bức xạ mặt trời đo đếm được tại vị trí đặt Nhà máy Điện mặt trời Hàm Phú 2 là 5,3 kWh/m²/ngày với tổng số giờ nắng trong năm đạt 2.520 giờ/năm.



Lưu vực sông Ayun – sông Ba



Nguồn: World Bank Group/ESMAP

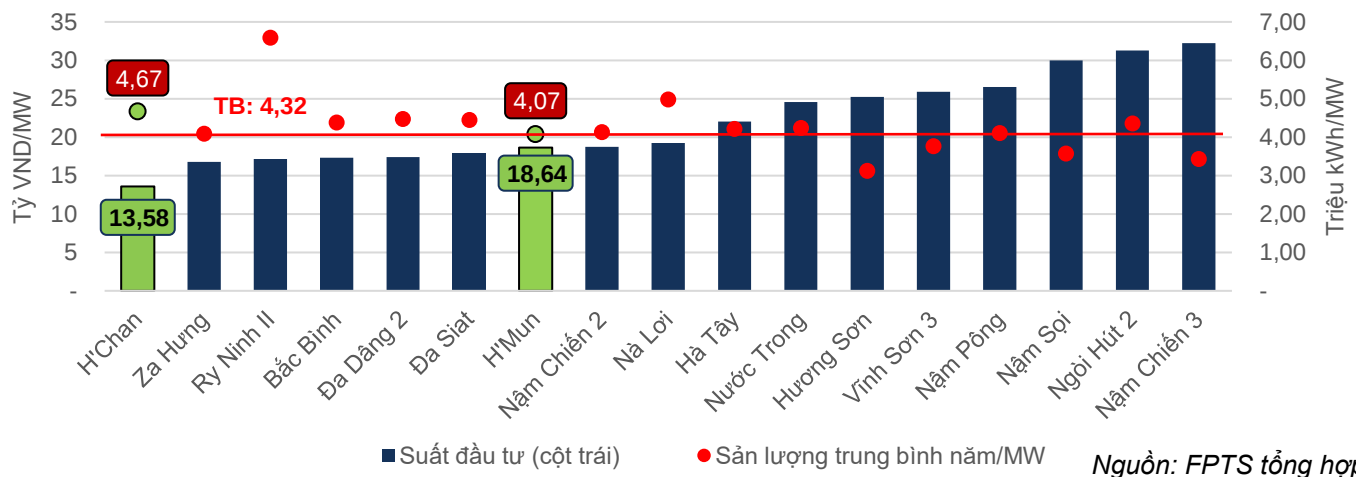
Tiềm năng bức xạ mặt trời tại một số tỉnh ở Việt Nam

Vị Trí	Nhà máy	Số giờ nắng (Giờ/năm)	Tiềm năng bức xạ (kWh/m ² /ngày)
Bình Thuận	Hàm Phú 2	2.520	5,3
Ninh Thuận	Hồ Bàu Ngự	2.843	5,2
Đắk Nông	Trúc Sơn	2.544	5,1
Tây Ninh	Hồ Dầu Tiếng	2.400	5,1
Gia Lai	Krông Pa	2.100	5,0
Long An	Đức Huệ 1	2.445	4,9
Trà Vinh	Trung Nam	1.800	4,9
Huế	Phong Điền	1.900	4,6

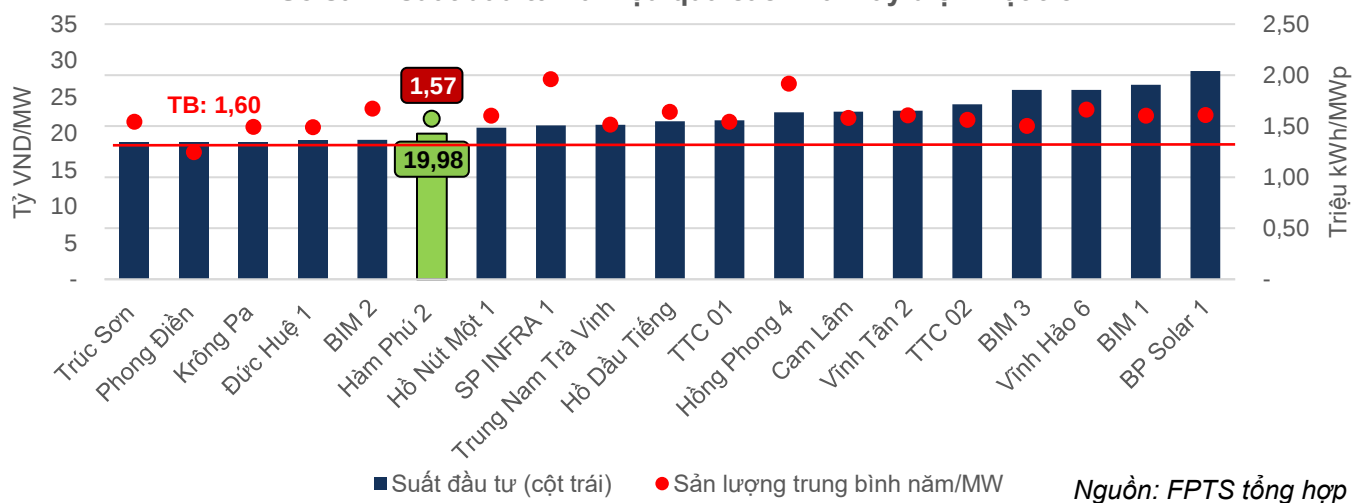
Nguồn: FPTs tổng hợp

2.2. Nhà máy có suất đầu tư thấp và vẫn đạt hiệu quả sản xuất cao

Các nhà máy thủy điện mà GHC đang sở hữu và vận hành có suất đầu tư thấp: 13,58 tỷ/MW đối với Thủy điện H'Chan và 18,64 tỷ/MW đối với Thủy điện H'Mun. Mức suất đầu tư này thấp hơn so với rất nhiều dự án thủy điện khác có quy mô công suất nhỏ khác được xây dựng trong cùng khoảng thời gian và thậm chí còn thấp hơn nhiều dự án thủy điện lớn, một số có thể kể đến như Huệ Quảng, Tuyên Quang, Bản Vẽ,... Với mức đầu tư thấp trên, hai nhà máy thủy điện H'Chan và H'Mun vẫn đạt được hiệu suất hoạt động tốt. Sản lượng điện trung bình năm trên 1 MW đạt lần lượt 4,67 và 4,07 triệu kWh/MW, không chênh lệch nhiều so với mức trung bình các nhà máy thủy điện nhỏ là khoảng 4,32 triệu kWh/MW.

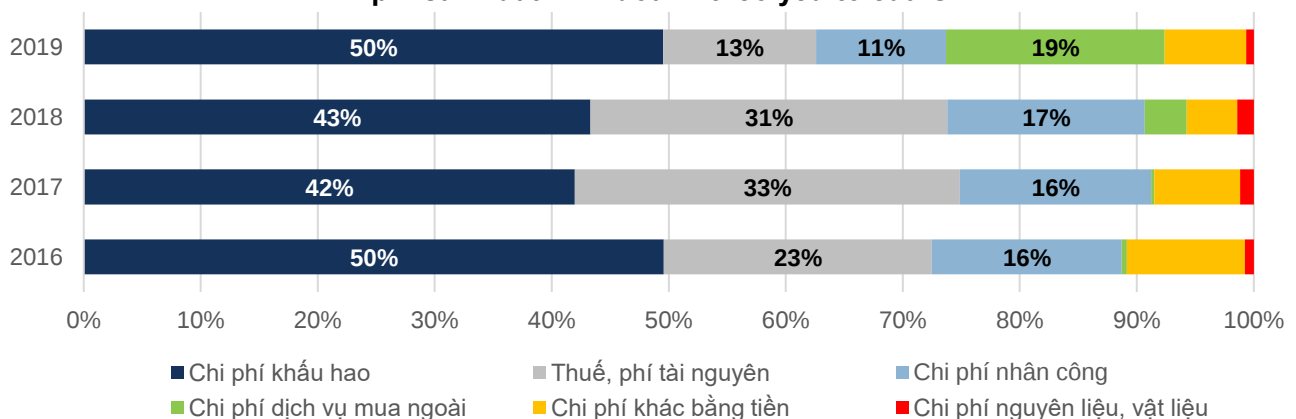
So sánh suất đầu tư và hiệu quả các nhà máy thủy điện công suất nhỏ


Tương tự 2 nhà máy thủy điện thì Nhà máy Điện mặt trời Hàm Phú 2 của GHC cũng có suất đầu tư tương đối thấp là 19,98 tỷ/MW. Do được xây dựng ở vị trí thuận lợi có lượng bức xạ mặt trời lớn cho nên nhà máy có thể đạt được mức sản lượng cao với mức sản lượng điện trung bình hàng năm theo thiết kế của nhà máy là 77 triệu kWh.

So sánh suất đầu tư và hiệu quả các nhà máy điện mặt trời


2.3. Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của GHC

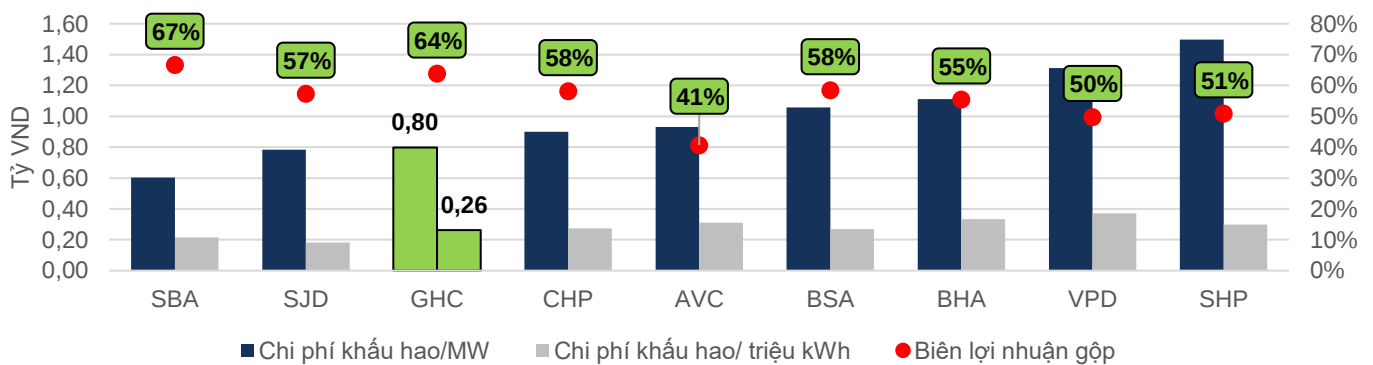
Các nhà máy điện của GHC đều sử dụng nguồn năng lượng tái tạo là thủy năng và năng lượng mặt trời cho nên công ty gần như không tốn chi phí nguyên, nhiên liệu. Chi phí khấu hao tài sản cố định là chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất, hàng năm chiếm khoảng 40% – 50% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố của GHC


Các khoản chi phí chiếm tỷ trọng lớn khác là chi phí nhân công, chiếm khoảng 15% - 20% và chi phí cho các loại thuế, phí tài nguyên, chiếm khoảng 20% - 30%. Các nhà máy thủy điện đang vận hành đều phải nộp các khoản thuế, phí tài nguyên môi trường bao gồm: thuế tài nguyên nước, tiền cấp quyền khai thác tài nguyên nước và phí dịch vụ môi trường rừng (chi tiết ở [phụ lục](#)). Tuy nhiên, phần lớn các khoản thuế, phí này sau đó cũng sẽ được bên mua điện là EVN CPC thanh toán lại cho các nhà máy.

Từ năm 2019, cơ cấu chi phí có một số thay đổi do GHC đưa vào vận hành Nhà máy Điện mặt trời Hàm Phú 2. GHC mất thêm một khoản chi phí để thuê dịch vụ O&M (vận hành và bảo dưỡng) cho nhà máy này. Đồng thời, tỷ trọng các loại chi phí thuế, phí tài nguyên và chi phí nhân công giảm xuống do nhà máy điện mặt trời không phải nộp các loại thuế phí trên và do GHC đang thuê ngoài vận hành nên chi phí nhân công tăng lên không đáng kể.

So sánh chi phí khấu hao và biên lợi nhuận gộp trung bình giai đoạn 2015 - 2019



Nguồn: FPTs tổng hợp

Nhờ suất đầu tư của các nhà máy ở mức thấp nên GHC có được lợi thế là chi phí khấu hao tài sản cố định thấp so với các doanh nghiệp thủy điện khác. Trung bình giai đoạn 2015 – 2019, chi phí khấu hao trên 1 MW công suất của GHC là khoảng 0,8 tỷ/MW và chi phí khấu hao trên 1 triệu kWh điện sản xuất được là khoảng 0,26 tỷ. Ngoại trừ SJD và SBA do hạch toán khấu hao theo sản lượng, mức khấu hao của GHC thấp hơn so với phần lớn các doanh nghiệp thủy điện khác đang niêm yết. Do chi phí khấu hao là chi phí đầu vào quan trọng nhất đối với một doanh nghiệp thủy điện, đây là một yếu tố quan trọng giúp cho GHC đạt được mức tỷ suất lợi nhuận gộp cao.

3. Hoạt động sản xuất của các nhà máy thủy điện có tính chu kỳ

3.1. Nhà máy thủy điện có công suất nhỏ và hồ chứa có khả năng điều tiết kém

Nguồn: GHC

Hai nhà máy thủy điện của GHC đều là thủy điện công suất nhỏ (< 30 MW). Cả hai nhà máy đều có đập để tích nước để tạo thành các hồ chứa dự trữ nước. Dung tích toàn bộ của mỗi hồ chỉ vào khoảng 800 nghìn m3, trong đó còn có một phần là dung tích chết không sử dụng được. Dung tích trên là rất nhỏ nếu so với lưu lượng nước từ 400 – 600 triệu m3 chảy qua hàng năm. Nhà máy chỉ có thể điều tiết nước trong ngày để tập trung phát vào giờ cao điểm và khả năng điều tiết theo tuần, tháng hay năm là tương đối kém. Do vậy sản lượng điện của các nhà máy phụ thuộc rất nhiều vào lưu lượng dòng chảy đến của con sông.

Phía trên thượng nguồn của con sông còn có hai nhà máy thủy điện khác là Nhà máy Thủy điện Ayun Thượng 1A (12 MW) và Nhà máy Thủy điện Ayun Trung (12,9 MW). Hai nhà máy trên đều có hồ chứa tuy nhiên cả hai hồ chứa dung tích nhỏ và chỉ có khả năng điều tiết trong ngày. Ngoài ra, nhà máy Ayun Thượng 1A cũng thuộc sở hữu của CTCP Điện Gia Lai (GEG), công ty mẹ của GHC, do đó việc phối hợp vận hành của các nhà máy thường không gặp nhiều vấn đề.

Thông số kỹ thuật các nhà máy thủy điện của GHC

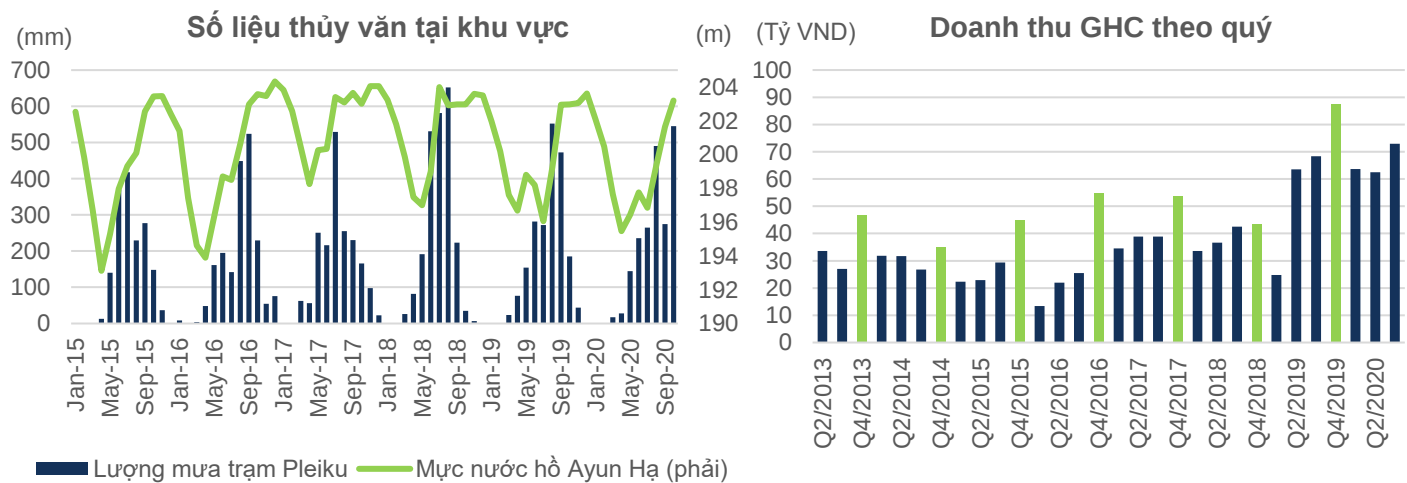
Thông số kỹ thuật	Thủy điện H'Chan	Thủy điện H'Mun
Công suất nhà máy (MW)	12	16.2
Số tổ máy	3	3
Chiều cao cột nước tính toán (m)	51.8	55.8
Dung tích toàn bộ hồ chứa (nghìn m3)	768	868
Mức nước dâng bình thường (m)	410	344
Kết cấu đập	Đập tràn xả mặt tự do	Đập tràn xả mặt tự do

2.2. Sản lượng điện có tính chu kỳ do ảnh hưởng của yếu tố thủy văn

Nhà máy Thủy điện H'Chan và H'Mun nằm ở địa phận huyện Mang Yang và Chư Sê, tỉnh Gia Lai. Khu vực này có đặc trưng khí hậu Trường Sơn Tây với hai mùa là mùa mưa và mùa khô phân biệt với nhau cực kỳ rõ rệt. Mùa mưa ở đây kéo dài từ tháng 5 đến tháng 10, và mùa khô bắt đầu từ tháng 11 đến hết tháng 4 năm sau. Lượng mưa hàng năm tập trung hết vào mùa mưa, trong khi vào mùa khô, lượng mưa tại khu vực này rất thấp, thậm chí có nhiều tháng không có mưa khiến cho sông hồ trở nên cạn nước.

Mặc dù mùa mưa thường bắt đầu từ tháng 5, mùa lũ ở khu vực này lại đến thường muộn hơn khá nhiều. Đó là hệ quả của tầng đất đỏ bazan sau một mùa khô kéo dài nên thấm nước rất nhiều, tạo thành các mạch nước ngầm trong lòng đất. Các mạch nước ngầm này tích tụ dần sau đó mới đổ về các con sông, vì vậy mùa lũ ở các con sông tại đây thường chỉ bắt đầu từ tháng 9 và kết thúc vào tháng 12.

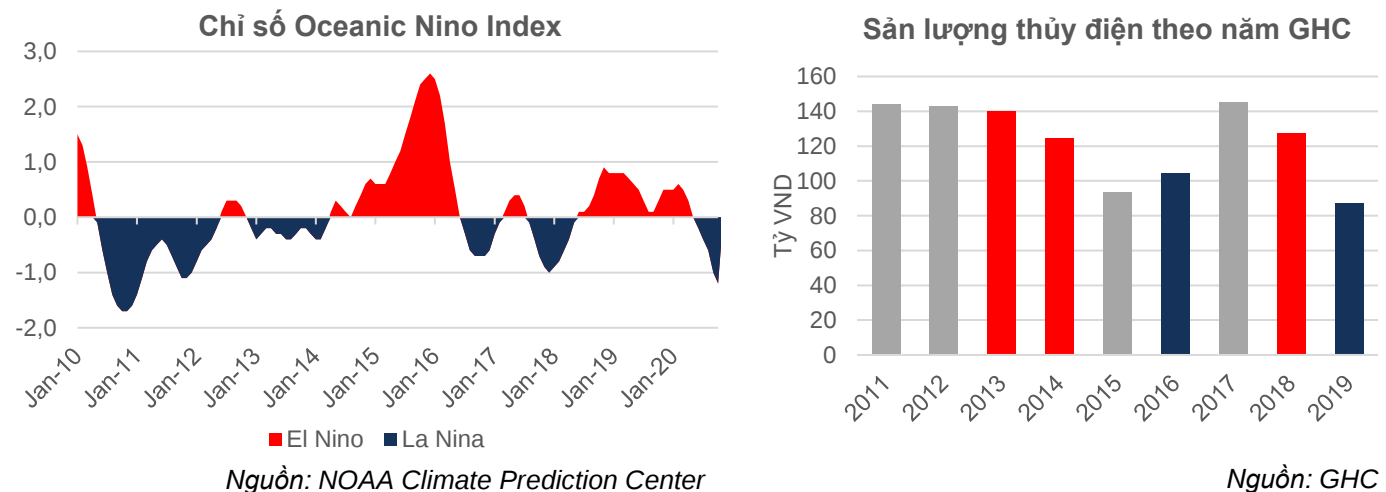
Với điều kiện thời tiết và thủy văn như trên, cộng thêm việc hồ chứa không có khả năng điều tiết năm nên sản lượng và doanh thu bán điện của hai nhà máy thủy điện của GHC trong năm thường có tính chu kỳ: cao ở quý 4 và thấp ở 3 quý còn lại.



Nguồn: Tổng cục thủy lợi

Nguồn: BCTC GHC

Ngoài tính mùa vụ trong năm thì sản lượng hàng năm của các nhà máy thủy điện hàng năm cũng có tính chu kỳ do ảnh hưởng của hiện tượng El Nino/La Nina. Vào những năm xảy ra La Nina, khu vực này nhận được lượng mưa lớn hơn và bão lũ cũng xảy ra thường xuyên hơn, do đó các nhà máy thủy điện có nhiều nước hơn để phát điện. Tình hình sẽ ngược lại vào những năm xảy ra hiện tượng El Nino. Sau một thời gian dài khó khăn vì El Nino, việc La Nina quay trở lại vào cuối năm 2020 đang được kỳ vọng sẽ giúp cho GHC cải thiện được sản lượng điện trong thời gian tới (chi tiết ở phần [triển vọng và rủi ro](#)).



3. Mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh với các dự án điện mặt trời

Nhà máy Điện mặt trời Hàm Phú 2 có công suất đỉnh¹ là 49 MWp, công suất đầu ra sau khi chuyển đổi thành điện xoay chiều là 40,8 MW (tỉ lệ DC/AC là 1,2). Nhà máy sử dụng loại pin đa tinh thể Silicon (polycrystalline) của Sharp với hiệu suất module đạt 17%. Pin mặt trời loại Poly là loại pin có hiệu suất trung bình (13% - 17%) nhưng được sử dụng khá phổ biến do có giá thành rẻ và phù hợp với những khu vực có lượng bức xạ lớn. (Chi tiết về các loại pin mặt trời ở phần [phụ lục](#))

Công việc vận hành nhà máy điện mặt trời chủ yếu liên quan đến việc giám sát, đánh giá và bảo trì bảo quản các thiết bị (O&M). Hiện tại GHC không trực tiếp O&M nhà máy mà đang thuê ngoài dịch vụ O&M từ công ty mẹ là GEG, đơn vị hiện đang đẩy mạnh hoạt động ở lĩnh vực này.

Sản lượng và công suất phát điện của nhà máy điện mặt trời phụ thuộc hoàn toàn vào tình hình thời tiết do nhà máy không có khả năng tích trữ hay điều tiết. Nhà máy Hàm Phú 2 nằm ở khu vực có nắng quanh năm và lượng bức xạ không chênh lệch nhiều giữa các tháng. Lượng bức xạ trung bình hàng tháng thường rơi vào khoảng 150 - 180 kWh/m²/tháng (5 - 6 kWh/m²/ngày). Các tháng ít nắng nhất trong năm cũng thường đạt trên 120 kWh/m²/tháng. Do đó sản lượng điện của nhà máy xuyên suốt cả năm là tương đối ổn định.

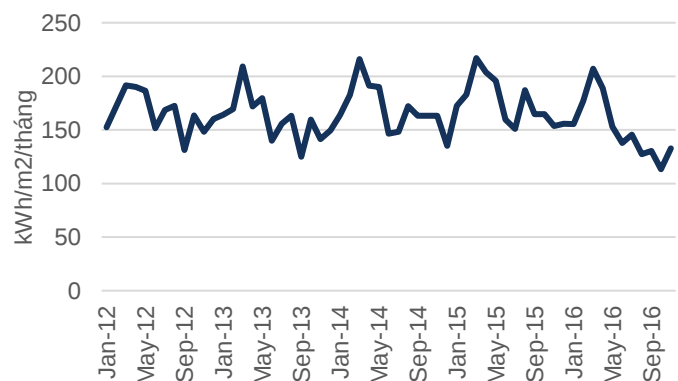
Ngoài dự án trên, GHC tiếp tục phát triển lĩnh vực điện mặt trời với việc đầu tư thêm vào dự án điện mặt trời mái nhà kết hợp nông nghiệp. Dự án trên cũng được kỳ vọng sẽ đóng góp vào tăng trưởng kết quả kinh doanh của công ty trong các năm tới. (chi tiết về dự án ở phần [triển vọng doanh nghiệp](#))

Thông số kỹ thuật Nhà máy ĐMT Hàm Phú 2

Công suất	49 MWp - 40,8 MW
Tỉ lệ DC/AC	1,2
Công suất trạm biến áp	63 MVA
Diện tích nhà máy	54,2 ha
Loại pin	Poly, công suất 330Wp/panel Mã hiệu: ND AF330H
Hiệu suất module	17%
Xuất xứ	Pin: Sharp, sản xuất tại Trung Quốc Inverter: Toshiba and Mitsubishi Electric

Nguồn: GHC

Lượng bức xạ/tháng tại Hàm Phú



Nguồn: European Commision/PVGIS

4. Sản lượng điện được bao tiêu, giá bán điện cao và ổn định

Hai nhà máy thủy điện H'Chan và H'Mun do có công suất dưới 30 MW nên không phải tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Cả hai nhà máy trên cùng với nhà máy điện mặt trời đều đã ký hợp đồng mua bán điện có thời hạn 20 năm kể từ ngày vận hành thương mại, trong đó bên mua điện là EVN và EVN CPC đều có trách nhiệm mua hết toàn bộ sản lượng từ các nhà máy. Các nhà máy của GHC gần như luôn phát điện ở mức tối đa khả năng mà không gặp phải sự cạnh tranh ở khâu đầu ra.

Giá bán thủy điện dựa theo biểu giá chi phí tránh được

Toàn bộ sản lượng điện của nhà máy đều được thanh toán theo **giá chi phí tránh được**. **Chi phí tránh được** là chi phí sản xuất của các nhà máy điện chi phí cao trong hệ thống điện quốc gia mà có thể tránh được nếu Bên mua điện (EVN) mua điện từ nhà máy thủy điện nhỏ. Hàng năm, Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (A0/NLDC) sẽ thu thập thông tin, tính toán sau đó công bố biểu giá chi phí tránh được vào mỗi đầu năm để áp dụng cho các nhà máy thủy điện nhỏ trong cả năm. Biểu giá trên bao gồm 2 phần: **giá điện năng** (khác nhau giữa hai mùa và giữa các khung giờ) và **giá công suất** (chỉ được áp dụng trong thời gian cao điểm của mùa khô).

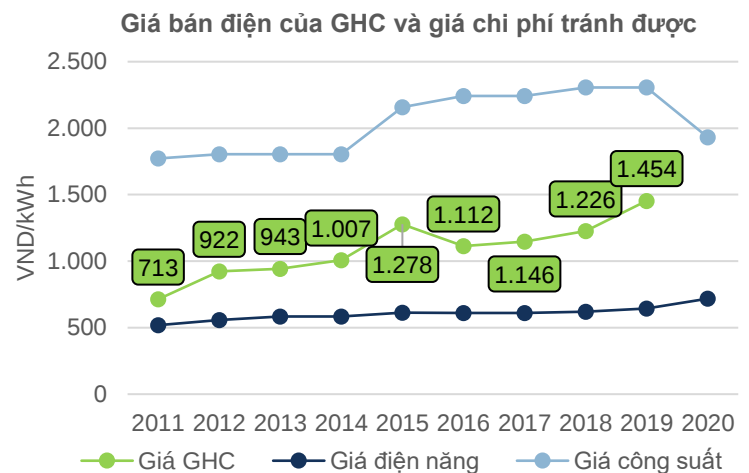
¹ Công suất đỉnh: công suất đo được tại điều kiện bức xạ 1.000W/m² và nhiệt độ 25°C, đơn vị là kWp (kilowatt peak)

Biểu giá chi phí tránh được năm 2020

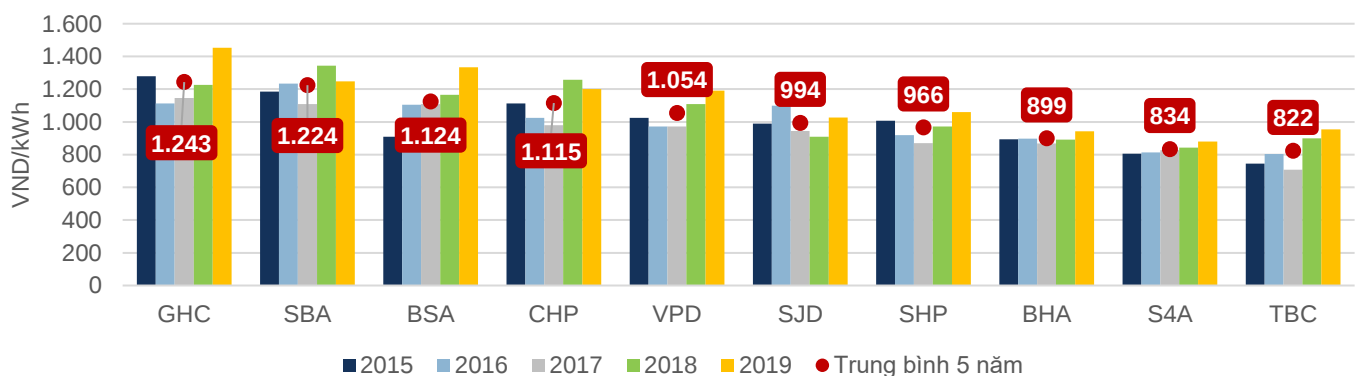
Giá điện năng	Mùa khô			Mùa mưa			Điện năng dư
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	
Miền Bắc	726	726	725	703	704	702	351
Miền Trung	729	729	729	707	708	706	353
Miền Nam	749	749	748	727	727	726	363
Giá công suất	1.932						

Nguồn: Cục Điều tiết Điện lực (ERAV)

Các nhà máy thủy điện áp dụng biểu giá chi phí tránh được thường có giá bán điện trung bình năm cao hơn so với các nhà máy tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Biểu giá được áp dụng cho cả năm giúp cho giá bán điện trong năm được giữ ổn định, dễ dự báo, đồng thời công việc vận hành nhà máy cũng dễ dàng hơn do không cần phải dự báo cung cầu phụ tải toàn hệ thống hay xây dựng chiến lược chào giá như các nhà máy thủy điện lớn.



Nguồn: GHC, ERAV

Giá bán điện trung bình năm của các doanh nghiệp thủy điện


Nguồn: FPTs tổng hợp

Nhà máy Điện mặt trời Hàm Phú 2 được hưởng giá ưu đãi 9,35 cents

Nhà máy Điện mặt trời Hàm Phú 2 được hoàn thành và bắt đầu vận hành thương mại vào tháng 4/2019, do đó nhà máy đủ điều kiện để được hưởng ưu đãi theo [Quyết định số 11/2017/QĐ-TTg](#). Bên cạnh những ưu đãi về thuế và đất đai thì nhà máy còn được hưởng giá bán điện cho toàn bộ sản lượng là 9,35 Uscents/kWh (khoảng 2.160 VND/kWh theo tỷ giá 2019) trong vòng 20 năm vận hành. Giá bán hàng năm được điều chỉnh theo tỷ giá trung tâm tại ngày làm việc cuối cùng của năm trước đó.

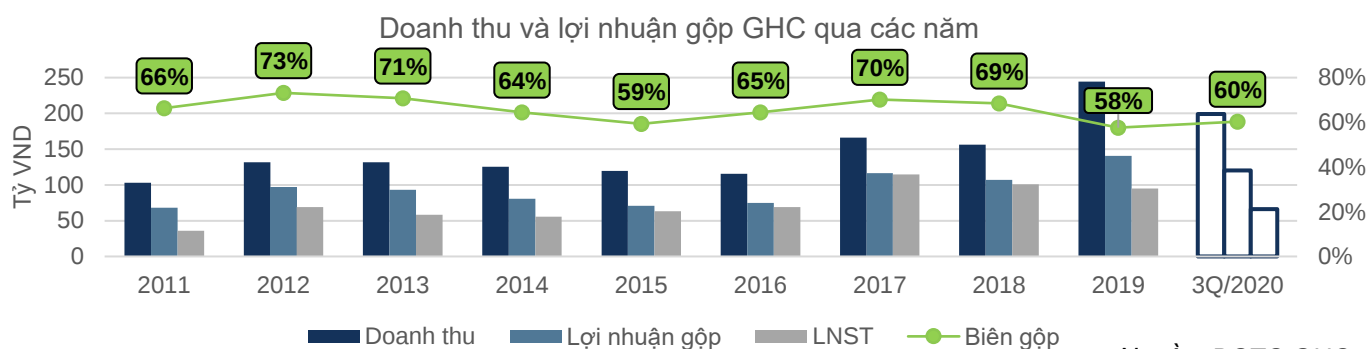
Đối với các dự án điện mặt trời mái nhà kết hợp nông nghiệp mà GHC đang triển khai, các dự án này vẫn còn cơ hội để hưởng mức giá bán điện ưu đãi. Quyết định số 11/2017 đã hết hiệu lực từ 30/6/2019, tuy nhiên sau đó Thủ tướng Chính phủ đã ban hành [Quyết định 13/2020/QĐ-TTg](#) để thay thế. Giá điện ưu đãi cho các dự án điện mặt trời trong Quyết định mới đã giảm đáng kể, tuy nhiên mức giá dành cho các dự án điện mặt trời mái nhà vẫn còn tương đối cao (8,38 cents/kWh). GHC đang cố gắng hoàn thành và đưa các dự án này đi vào vận hành trước ngày 31/12/2020 để đáp ứng đủ điều kiện để hưởng mức giá trên, trong đó có một số dự án đã hoàn thành và phát điện trong Q3/2020.

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu, lợi nhuận gộp tăng trưởng nhờ dự án điện mặt trời

Doanh thu và lợi nhuận gộp của GHC tăng mạnh trong năm 2019 (tăng lần lượt 56% và 32% yoy) do Nhà máy điện mặt trời Hàm Phú 2 đi vào hoạt động. Doanh thu và lợi nhuận gộp dự kiến vẫn tiếp tục tăng trưởng trong năm 2020 khi nhà máy này được vận hành đầy đủ cả năm thay vì chỉ 2/3 thời gian như trong năm 2019. Lũy kế 9T/2020, doanh thu và lợi nhuận gộp của GHC tăng trưởng lần lượt 27% và 21% so với cùng kỳ.

Nhà máy điện mặt trời với sản lượng hàng năm ổn định cũng sẽ giúp cho kết quả kinh doanh của GHC giảm bớt mức độ biến động theo tình hình thủy văn. Mặc dù vậy, lợi nhuận sau thuế của GHC vẫn chưa đạt được mức tăng trưởng tương ứng với doanh thu và lợi nhuận gộp do GHC huy động khá nhiều vốn vay để xây dựng nhà máy điện mặt trời khiến cho chi phí lãi vay tăng mạnh.



2. Tỷ suất sinh lời cao và vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành

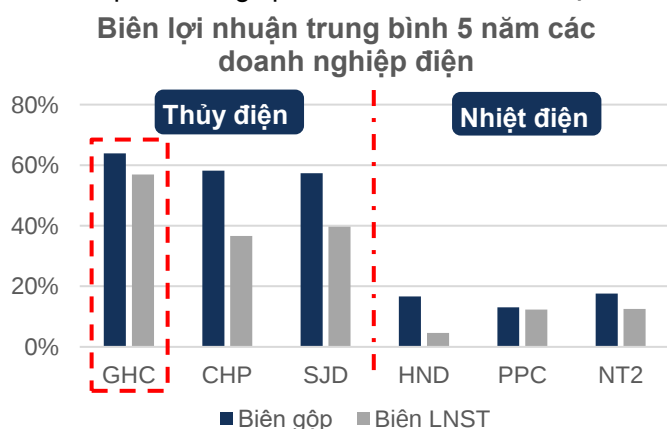
[\(Trở về trang 1\)](#)

Biên lợi nhuận cao điển hình của một doanh nghiệp thủy điện

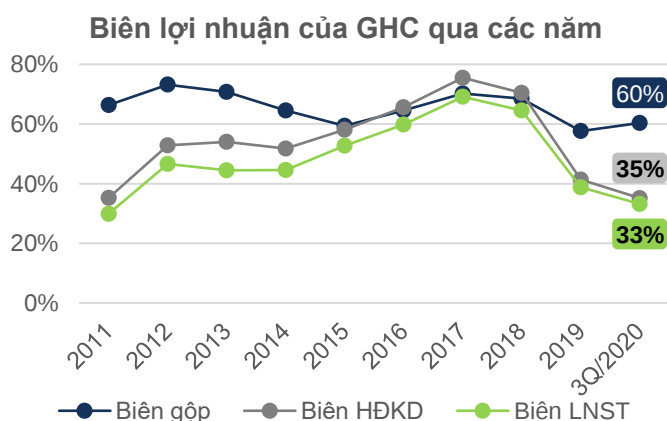
Biên lợi nhuận gộp hàng năm của GHC luôn đạt mức rất cao, thường nằm trong khoảng 60% - 70%. GHC sử dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng, đồng thời các chi phí khác trong chi phí giá cũng không có nhiều thay đổi qua các năm. Vì vậy nên biên lợi nhuận gộp của GHC cũng biến động cùng chiều theo doanh thu và theo tình hình thủy văn, thời tiết.

Bên cạnh biên lợi nhuận gộp thì các chỉ số tài chính về lợi nhuận khác như biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh hay biên lợi nhuận sau thuế của GHC cũng luôn ở mức cao. Đây là đặc điểm chung của các nhà máy thủy điện do sử dụng yếu tố đầu vào là nguồn năng lượng tái tạo lấy từ thiên nhiên. Lĩnh vực mà GHC đang đẩy mạnh đầu tư là điện mặt trời cũng có đặc điểm tương tự, do đó các năm tới GHC vẫn có nhiều khả năng để duy trì mức biên lợi nhuận cao như trước đây.

Biên lợi nhuận thuần từ HĐKD và biên LNST sụt giảm khá mạnh trong năm 2019 do ảnh hưởng của khoản vay nợ để xây dựng nhà máy Hàm Phú 2. Khoản vay này đang được trả dần sẽ giúp giảm bớt chi phí lãi vay trong các năm tới, qua đó sẽ giúp cho các chỉ số trên được cải thiện hơn.



Nguồn: FPTs tổng hợp

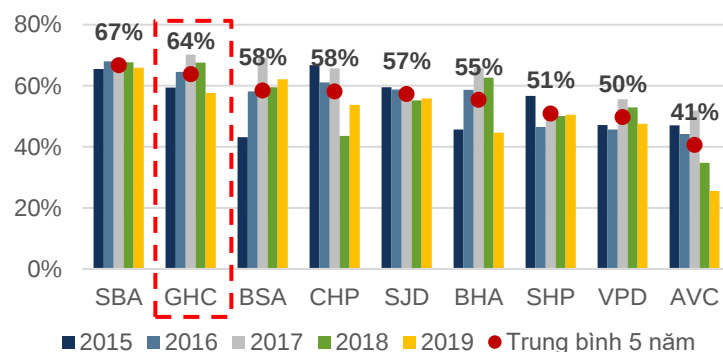


Nguồn: BCTC GHC

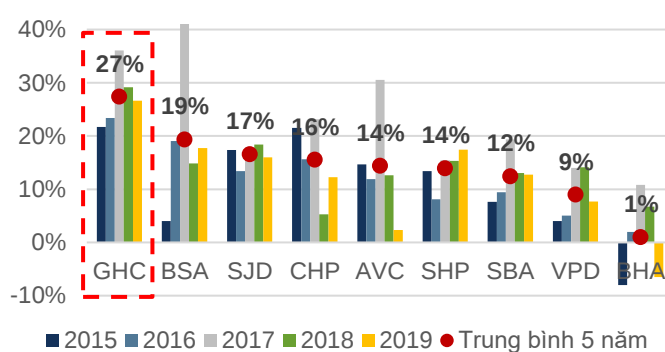
Tỷ suất sinh lời vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành

GHC đang có mức biên lợi nhuận gộp hàng năm cao hơn so với phần lớn doanh nghiệp thủy điện đang niêm yết khác (ngoại trừ SBA do hạch toán chi phí khấu hao dựa theo sản lượng). GHC đạt được mức tỷ suất lợi nhuận gộp ấn tượng này nhờ có được những lợi thế về vị trí địa lý, chi phí đầu tư thấp cùng với mức giá bán điện cao. Một chỉ số khác cho thấy sự vượt trội về tỷ suất sinh lời của GHC so với các doanh nghiệp cùng ngành khác là chỉ số ROE. Tỷ suất ROE trung bình của GHC trong vòng 5 năm vừa qua đạt 27%, trong khi đó hầu hết các doanh nghiệp thủy điện chỉ đạt mức ROE từ 10% đến 20%.

Biên LNG một số doanh nghiệp thủy điện



ROE một số doanh nghiệp thủy điện



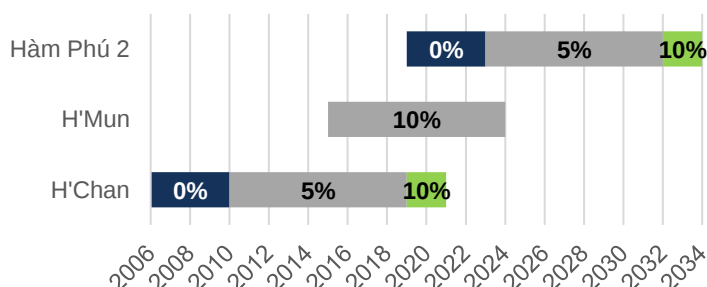
Nguồn: FPTs tổng hợp

3. Các nhà máy đều được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp

Cả ba nhà máy của GHC đều được hưởng các ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp. Trong đó hai nhà máy H'Chan và Hàm Phú 2 được hưởng các ưu đãi bao gồm: được áp dụng thuế suất 10% trong vòng 15 năm kể từ khi bắt đầu hoạt động, miễn thuế trong 4 năm kể từ khi có thu nhập và giảm 50% số thuế trong 9 năm tiếp theo. Trong khi đó nhà máy H'Mun chỉ được hưởng ưu đãi giảm 50% số thuế trong giai đoạn 2015 - 2023. Năm 2020 là năm cuối cùng mà Nhà máy H'Chan được hưởng ưu đãi thuế, trong khi đó hai nhà máy H'Mun và Hàm Phú 2 vẫn tiếp tục được hưởng ưu đãi cho đến năm 2023 và 2033.

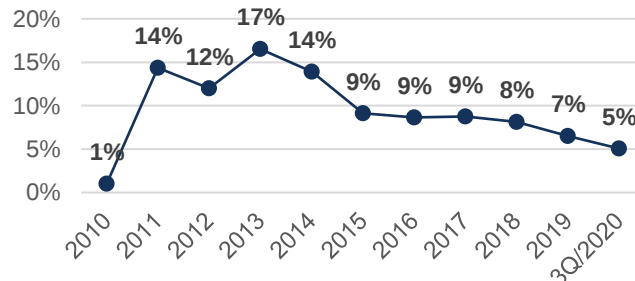
Kể từ năm 2015, khi được hưởng ưu đãi thuế đối với nhà máy H'Mun, mức thuế suất thực tế của GHC khá thấp, khoảng 8%-9% và giảm xuống còn 5% khi nhà máy Hàm Phú 2 đi vào hoạt động. Thuế suất thực tế của GHC có thể quay trở lại mức 9% từ năm 2021, khi nhà máy H'Chan hết thời hạn ưu đãi, và sẽ tiếp tục tăng khi mức thuế suất của các nhà máy còn lại tăng lên.

Lộ trình ưu đãi thuế các nhà máy



Nguồn: BCTC GHC

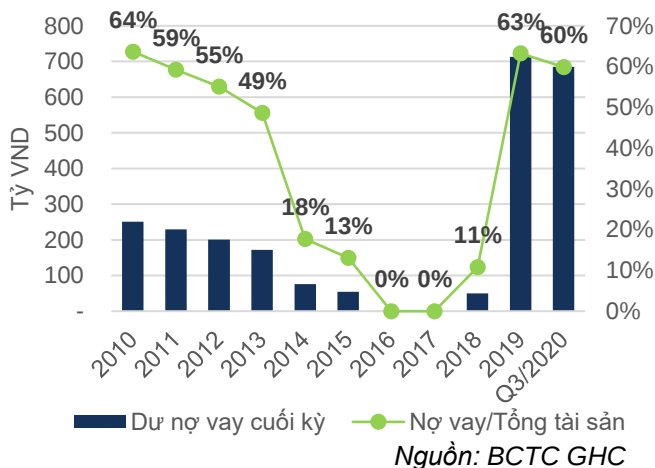
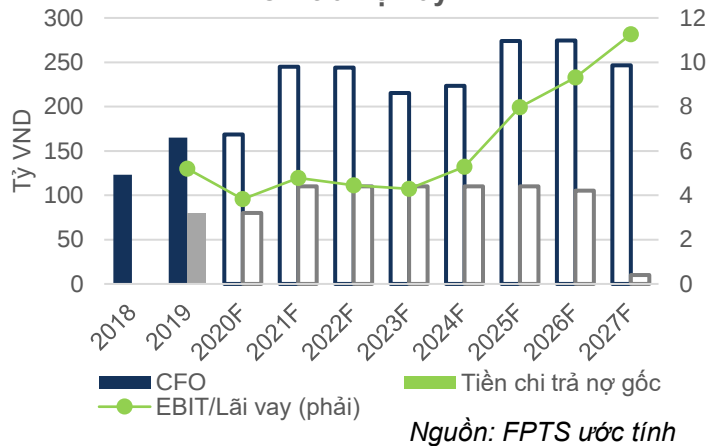
Thuế suất thực tế của GHC



Nguồn: BCTC GHC

4. Áp lực nợ vay đang tăng lên

Các khoản nợ vay của GHC chủ yếu là nợ vay dài hạn được huy động trong thời gian xây dựng các nhà máy. Các nhà máy thủy điện ít có nhu cầu vay ngắn hạn do gần như không có hàng tồn kho, nhu cầu vốn lưu động không lớn. Các khoản vay cho hai nhà máy thủy điện đã được trả hết từ năm 2016 và công ty không vay nợ trong 2 năm sau đó. Năm 2019, để xây dựng nhà máy Hàm Phú 2, GHC phải huy động một khoản vay hơn 700 tỷ đồng, đưa tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản lên mức 63%, bằng với thời điểm năm 2010 khi công ty xây dựng nhà máy H'Mun. Ngoài ra, GHC nhiều khả năng sẽ vay thêm 100 tỷ trong Q1/2021 để thực hiện dự án điện mặt trời kết hợp nông nghiệp.

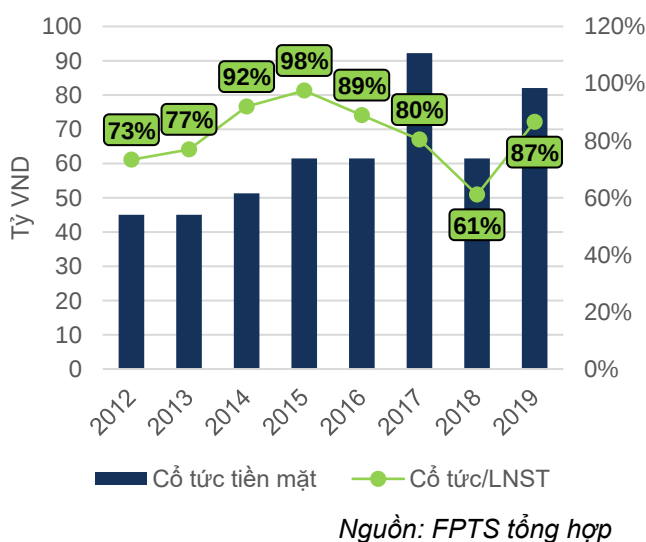
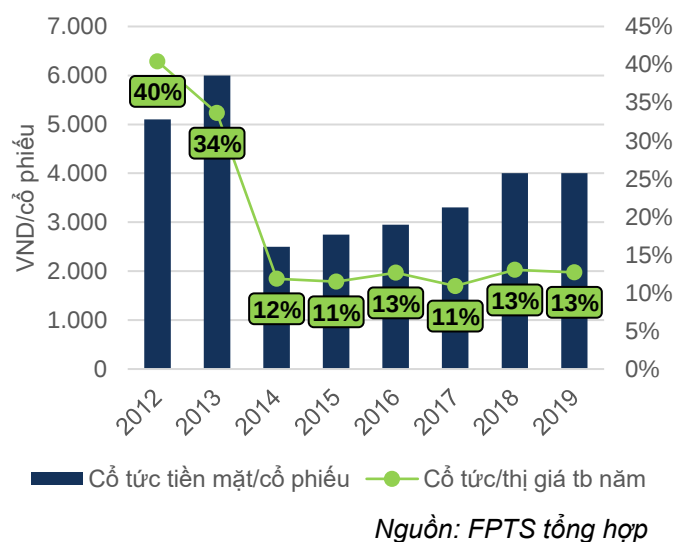
Tình hình nợ vay của GHC

Dự phóng dòng tiền CFO và khả năng chi trả nợ vay


Khả năng chi trả nợ gốc và lãi vay của GHC trong quá khứ là khá tốt, thậm chí doanh nghiệp còn trả trước hạn các khoản nợ vay của hai nhà máy thủy điện. Chúng tôi đánh giá khả năng chi trả nợ vay của GHC vẫn sẽ tốt trong tương lai nhờ dòng tiền lớn từ hoạt động kinh doanh (CFO). Dòng tiền CFO của GHC có thể tăng lên từ mức 165 tỷ năm 2019 lên khoảng 200 - 250 tỷ (30% - 35% tổng dư nợ hiện tại) từ năm 2021 trở đi nhờ sản lượng các nhà máy thủy điện được cải thiện và các nhà máy điện mặt trời bắt đầu hoạt động ổn định.

5. Mức chi trả cổ tức hấp dẫn

GHC có lịch sử chi trả cổ tức đều đặn với tỷ lệ cổ tức /LNST cao, thường xuyên ở mức trên 70%. Trong quá khứ, GHC luôn thể hiện là một doanh nghiệp phù hợp để đầu tư nhận cổ tức với mức Dividend yield (tỷ lệ cổ tức tiền mặt trên thị giá) khoảng 11% - 13% từ năm 2014 đến nay.

Tỷ lệ cổ tức có thể suy giảm trong năm 2020 do công ty vừa trải qua giai đoạn đầu tư lớn. Công ty cũng vừa mới phát hành thêm và tăng vốn điều lệ thêm 50% trong Q4/2020 để huy động cho các dự án điện mặt trời mái nhà. Tuy nhiên lợi nhuận sau thuế cũng như cổ tức của GHC chưa đạt được mức tăng trưởng tương ứng do chi phí lãi vay hiện tại đang khá lớn và hai nhà máy thủy điện vừa trải qua một giai đoạn khó khăn. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ cổ tức có thể tăng trưởng trở lại trong các năm tiếp theo nhờ vào các lý do: (1) điều kiện thủy văn thuận lợi hơn; (2) các nhà máy điện mặt trời hoạt động ổn định và (3) chi phí lãi vay giảm dần.

Tình hình chi trả cổ tức qua các năm

Cổ tức tiền mặt/cổ phiếu


[\(Trở về trang 1\)](#)

IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

4.1. Triển vọng chung của ngành điện vẫn đang tích cực

Nhu cầu tiêu thụ điện tại Việt Nam đã tăng trưởng rất nhanh trong vòng 20 năm qua, với tốc độ tăng trưởng kép đạt lần lượt 13,22% và 10,44% lần lượt trong giai đoạn 2001 – 2010 và 2011 – 2019. Ngành điện đạt được con số tăng trưởng ấn tượng trong thời gian qua là nhờ vào sự phát triển nhanh của nền kinh tế, đặc biệt là sự phát triển của các ngành công nghiệp cũng như là nhờ vào quá trình đô thị hóa và sự tăng trưởng thu nhập của người dân. Trong năm 2020, do những tác động của dịch bệnh COVID-19, sản lượng tiêu thụ điện đã tăng trưởng chậm lại, chỉ tăng 2,3% trong 10T/2020. Tuy nhiên, Việt Nam là nước ít chịu ảnh hưởng bởi dịch bệnh nhờ những biện pháp kiểm soát dịch bệnh chặt chẽ và nền kinh tế nước ta cũng đã cho thấy nhiều dấu hiệu phục hồi tích cực. Do đó, mức tăng trưởng tiêu thụ điện được kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2021 và cả trong dài hạn nhờ những yếu tố tích cực của nền kinh tế.

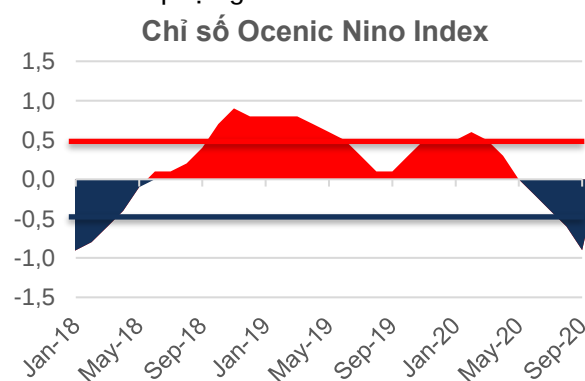
Trái ngược với sự tăng trưởng tích cực của nhu cầu tiêu thụ điện thì nguồn cung điện tại Việt Nam vẫn đang gặp nhiều khó khăn, đặc biệt là trong việc quy hoạch phát triển nguồn điện. Nhiều dự án điện lớn đang triển khai chậm tiến độ, nguồn cung nguyên liệu thiếu hụt và hay sự phản đối của dư luận đối với các dự án điện than, thủy điện, điện mặt trời đang là những thách thức mà ngành điện đang gặp phải. Quy hoạch điện VIII đang được Bộ Công thương gấp rút hoàn thành, trong đó các nguồn điện năng lượng tái tạo dự kiến sẽ là trọng tâm phát triển trong thời gian tới. Đây là lĩnh vực mà GHC cũng như là công ty mẹ GEG có nhiều lợi thế và kinh nghiệm, do đó sẽ là một cơ hội cho công ty để tăng trưởng trong tương lai.

(chi tiết xem tại phần Phụ lục: Tổng quan Ngành điện Việt Nam [tại đây](#))

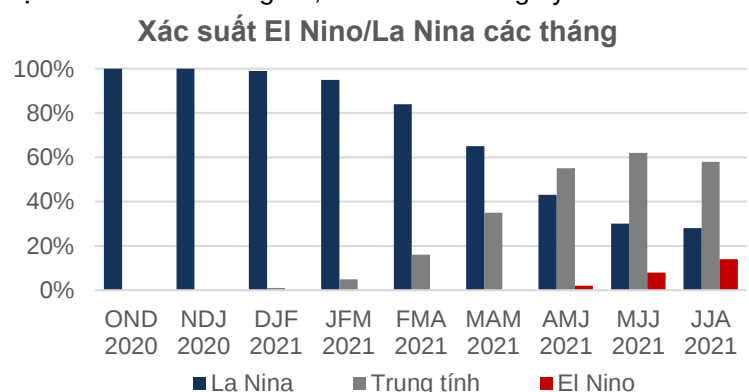
4.2. La Nina trở lại giúp các nhà máy thủy điện tăng trưởng sản lượng

(trở lại [trang 1](#))

Sản lượng điện của các nhà máy thủy điện tại Việt Nam chịu ảnh hưởng rất nhiều bởi hiện tượng El Nino/La Nina. Đợt El Nino bắt đầu từ cuối năm 2018 và kéo dài ảnh hưởng cho tới nửa đầu năm 2020 đã tạo ra nhiều khó khăn cho hầu hết các nhà máy thủy điện trên cả nước, và GHC cũng không phải là ngoại lệ. Sản lượng điện của hai nhà máy thủy điện của công ty trong năm 2019 là thấp nhất trong lịch sử và thậm chí sản lượng trong 6 tháng đầu năm 2020 còn tiếp tục giảm khiến cho doanh thu thủy điện 6T/2020 chỉ bằng 64,86% so với cùng kỳ năm 2019.



Nguồn: CPC/NOAA



Nguồn: CPC/NOAA, IRI

La Nina gần như chắc chắn xảy ra và sẽ kéo dài đến giữa năm 2021. Hiện tại chỉ số về chuẩn sai nhiệt độ mặt nước biển khu vực NINO3.4 (chỉ số ONI) đã vượt xuống dưới mức -0,5 cho thấy dấu hiệu bắt đầu của một chu kỳ La Nina. Theo dự báo của Trung tâm Dự báo Khí tượng Hoa Kỳ (CPC/NOAA) và Viện Nghiên cứu Thời tiết Đại học Columbia (IRI), chỉ số trên sẽ tiếp tục ở trạng thái La Nina (< -0,5) cho đến tháng 2/2021, tức là sẽ kéo dài hơn 5 tháng liên tiếp và xác nhận cho một chu kỳ La Nina. Xác suất xảy ra hiện tượng trên theo dự báo của IRI gần như là 100% và xác suất La Nina có thể kéo dài đến tháng 4/2021 cũng là rất cao (65%). Trên thực tế, La Nina cũng đã cho thấy những ảnh hưởng của mình đến tình hình thời tiết tại Việt Nam trong các tháng cuối năm 2020, điển hình có thể kể đến việc số lượng các trận bão gia tăng, lượng mưa tăng đột biến gây ra các trận lũ lụt lớn tại miền Trung.

La Nina quay trở lại có thể giúp cho các nhà máy thủy điện của GHC tăng trưởng đáng kể về sản lượng. Trong lịch sử, vào các năm xảy ra La Nina, sản lượng của hai nhà máy thủy điện có thể đạt mức 140 triệu kWh (+80% so với

2019). Ngoài ra, đợt La Nina xuất hiện vào thời điểm cuối mùa mưa tại Gia Lai và có thể sẽ kéo dài đến hết mùa khô năm 2021. Điều này có thể khiến cho mùa lũ của các con sông tại đây kéo dài hơn và có thể gây ra các đợt mưa trái mùa, qua đó làm gia tăng lưu lượng nước để phát điện trong mùa khô năm 2021. Đây cũng là một yếu tố tích cực đối với hai nhà máy thủy điện vì sản lượng điện bán trong mùa khô, đặc biệt là trong giờ cao điểm sẽ có giá cao hơn so với mùa mưa.

(trở lại phần [hoạt động kinh doanh](#))

4.3. Tăng trưởng từ các dự án điện mặt trời

Nhà máy Hàm Phú 2 đi vào hoạt động từ cuối tháng 4/2019 nên chỉ đạt sản lượng 54,6 triệu kWh trong năm 2019. Khi được vận hành đầy đủ cả năm 2020, nhà máy có thể đạt được mức sản lượng khoảng 77 triệu kWh (+41% yoy). Thực tế trong 9T/2020, doanh thu và lợi nhuận gộp của GHC đã tăng trưởng lần lượt 27% và 21% so với cùng kỳ, mặc dù trong thời gian này các nhà máy thủy điện của công ty vẫn đang gặp khó khăn do tình hình hạn hán nghiêm trọng.

Sau dự án Hàm Phú 2, GHC vẫn đang tiếp tục đầu tư thêm vào lĩnh vực điện mặt trời. Công ty vừa hoàn thành việc phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng trong tháng 10 để huy động vốn cho dự án mới. Dự án mới bao gồm 17 dự án nhỏ, với hình thức là điện mặt trời mái nhà kết hợp với nông nghiệp (trồng nấm). Đây là dự án hợp tác giữa GHC và các cá nhân sở hữu mái nhà, trong đó GHC sẽ góp chi phí xây dựng và thiết bị còn các cá nhân sẽ góp các chi phí về đất đai. Lợi nhuận của các dự án sau khi hoàn thành các nghĩa vụ vay nợ, thuế,... sẽ được phân chia theo tỷ lệ vốn góp giữa các bên. Mỗi dự án nhỏ đều có công suất dưới 1 MWp (993,6 kWp) để tận dụng được ưu đãi về giá bán đối với điện mặt trời mái nhà. GHC đã triển khai và hoàn thành một số dự án để đưa vào hoạt động được trong Q3/2020, phần còn lại của dự án dự kiến sẽ được hoàn thành muộn nhất là trong Q1/2021. Theo tính toán của công ty, dự án có thể đạt mức tỷ suất IRR là 14,02%, mức tỷ suất khá cao đối với một dự án trong lĩnh vực sản xuất điện.

Các thông tin cơ bản về dự án

Nguồn vốn cho dự án		Hiệu quả kinh tế dự kiến	
Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	334,9	Tổng công suất (MWp)	16,9
Vốn góp của GHC (tỷ VND)	219,1	NPV (tỷ VND)	64,72
Vốn góp của các cá nhân (tỷ VND)	15,3	IRR (%)	14,02
Vốn vay (tỷ VND)	100,5	Thời gian hoàn vốn (năm)	12

Nguồn: GHC

Các dự án hoàn thành trước 31/12/2020 vẫn sẽ được hưởng mức giá FiT là 8,38 cents, tuy nhiên đối với các dự án hoàn thành sau đó thì Bộ Công Thương vẫn chưa có phương án giá điện cụ thể. Nhiều khả năng giá bán điện của các dự án trên sẽ áp dụng theo cơ chế đấu thầu cạnh tranh, tuy nhiên những quy định cụ thể vẫn đang được Bộ Công Thương xây dựng và chờ Chính Phủ phê duyệt, trong khi thời điểm áp dụng đã tới rất gần. Cơ giá bán mới sẽ ảnh hưởng nhiều tới hiệu quả kinh tế của các dự án điện mặt trời kết hợp nông nghiệp của GHC, đồng thời cũng sẽ ảnh hưởng tới khả năng đầu tư mở rộng vào lĩnh vực điện mặt trời của công ty.

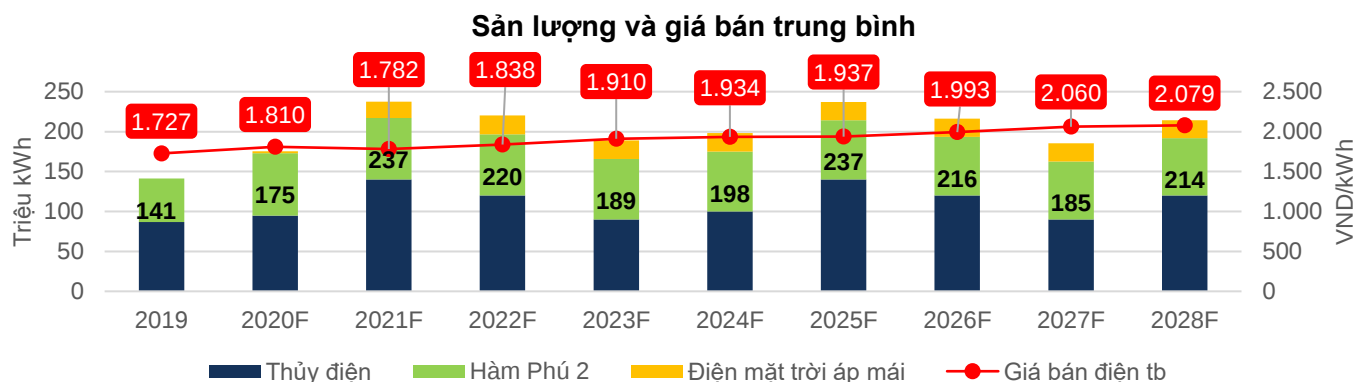
([Trở về trang 1](#))

(trở lại phần [hoạt động kinh doanh](#))

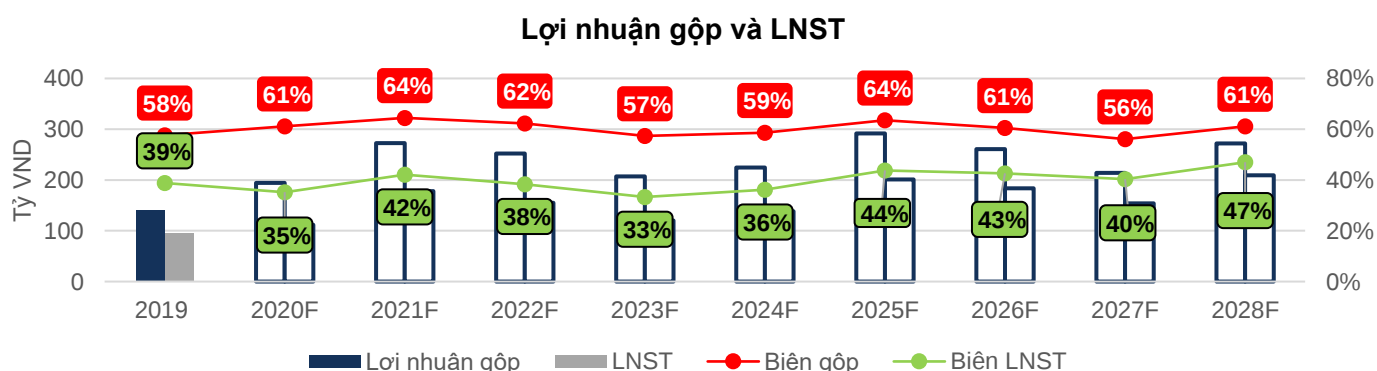
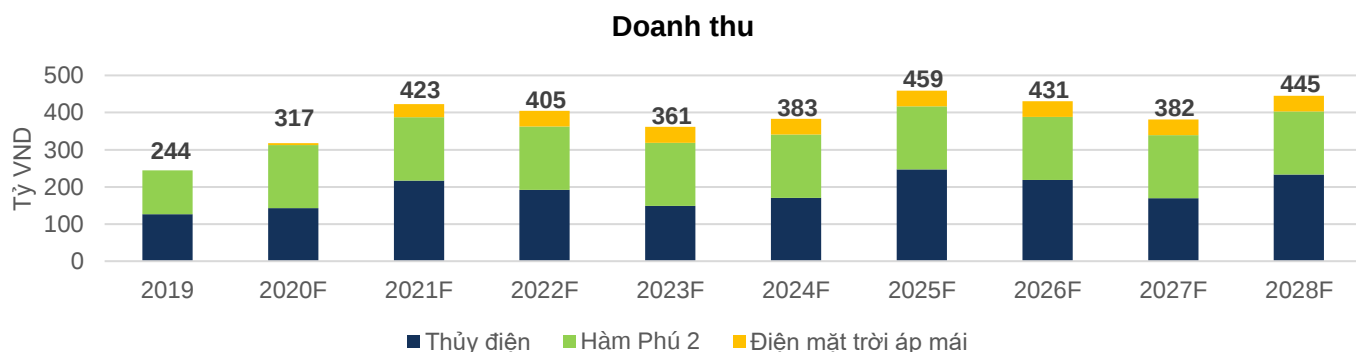
V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Dựa vào các phân tích về hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính của GHC, chúng tôi đưa ra dự phóng về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn 2020 – 2028F như sau:

Sản lượng điện thương phẩm và giá bán điện:



Doanh thu và lợi nhuận



Các dự phóng về kết quả kinh doanh của GHC được đưa ra dựa trên các giả định sau:

Chỉ tiêu	Diễn giải
Sản lượng điện	Sản lượng thủy điện: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hai nhà máy thủy điện năm 2020F đạt 95 triệu kWh (+9,4% yoy) do La Nina trở lại sẽ giúp tình hình thủy văn thuận lợi hơn vào nửa cuối năm 2020F và sản lượng điện năm 2021F đạt 140 triệu kWh (+36,8% yoy) do La Nina nhiều khả năng sẽ kéo dài đến giữa năm 2021F. Dựa theo dữ liệu quá khứ, chúng tôi nhận thấy chu kỳ El Nino/ La Nina thường xuất hiện 4 – 5 năm một lần, do đó chúng tôi giả định các đợt La Nina sẽ diễn ra vào năm 2021F và 2025F và đợt El Nino sẽ diễn ra vào các năm 2023F và 2027F. Sản lượng điện ước tính trong các năm xảy ra La Nina, El Nino lần lượt là 140 triệu và

90 triệu kWh. Các năm còn lại sẽ có khí hậu trung tính và sản lượng ước đạt 120 triệu kWh, tương đương mức sản lượng theo thiết kế và bằng với mức trung bình giai đoạn 2011-2019.

Sản lượng nhà máy Hàm Phú 2: Chúng tôi ước tính sản lượng của nhà máy trong năm 2020F sẽ đạt 78 triệu kWh (+42,9%), xấp xỉ mức sản lượng thiết kế. Chúng tôi dự phóng sản lượng của nhà máy trong các năm tiếp theo sẽ suy giảm với tỷ lệ 1%/năm do sự suy giảm hiệu suất của nhà máy.

Sản lượng điện mặt trời áp mái: Chúng tôi ước tính công ty sẽ hoàn thành 40% dự án trên ngay trong năm 2020, tương đương với công suất khoảng 7 MW và sản xuất được khoảng 2,3 triệu kWh. Dự án được kỳ vọng hoàn thành hết trong Q1/2021 và tạo ra sản lượng khoảng 20 và 23,6 triệu kWh lần lượt trong năm 2021F và 2022F. Tương tự với nhà máy Hàm Phú 2, chúng tôi cũng giả định sản lượng sẽ suy giảm với tỷ lệ 1%/năm trong các năm tiếp theo.

Giá bán thủy điện: Chúng tôi ước tính giá bán điện trung bình của hai nhà máy thủy điện sẽ tăng trưởng 3%/năm giai đoạn 2020F-2028F, tương đương với mức tăng trưởng trong giai đoạn 2015-2019.

Giá bán điện

Giá bán nhà máy Hàm Phú 2: Nhà máy được bán điện với giá cố định là 9,35 cents/kWh, và áp dụng tỷ giá vào ngày cuối cùng của năm trước. Chúng tôi dự phóng tỷ giá sẽ tăng 1%/năm, bằng với mức tăng giai đoạn 2015-2019.

Giá bán điện mặt trời áp mái: Với giả định công ty sẽ hoàn thành 40% dự án trên trước ngày 31/12/2020, đồng thời các thông tin về giá điện trong thời gian tiếp theo vẫn chưa rõ ràng, chúng tôi giả định giá bán trung bình cho toàn dự án sẽ là 7,5 cents/kWh, thấp hơn 10% so với mức giá hiện tại.

Chi phí khấu hao tài sản cố định: Chúng tôi giả định thời gian khấu hao trung bình là 17 năm cho các tài sản máy móc thiết bị, 19 năm cho các tài sản nhà xưởng và vật kiến trúc. Chi phí khấu hao trong năm 2020 ước tính là khoảng 77 tỷ (+40% yoy) do chi phí khấu hao cho nhà máy Hàm Phú 2 trong năm 2020 sẽ phân bổ cho cả năm thay vì chỉ 8 tháng như năm 2018 và do một phần dự án điện mặt trời áp mái được hoàn thành. Chi phí khấu hao sẽ tăng lên 96 tỷ trong năm 2021F (+23,8% yoy) khi toàn bộ dự án trên được hoàn thành.

Chi phí hoạt động

Chi phí thuế, phí tài nguyên: Các khoản chi phí trên được ước tính dựa trên sản lượng điện dự phóng và tiếp tục áp dụng mức thuế suất, mức thu phí hiện tại trong vòng 3 năm tới. Chúng tôi giả định mức thu phí dịch vụ môi trường rừng sẽ tăng lên 40 VND/kWh từ năm 2024F và mức thuế suất tài nguyên nước sẽ tăng lên 6% vào năm 2025F. Mức giá bán điện thương phẩm bình quân dùng để tính các loại thuế phí trên được giả định sẽ tăng 3,5%/năm, bằng với mức tăng giai đoạn 2015 - 2019.

Chi phí thuế TNDN: Mức thuế suất thực tế trong năm 2020 vẫn sẽ là 5%, tương đương với mức thuế 3Q/2020. Mức thuế suất sẽ tăng lên 9% trong giai đoạn 2021F – 2022F, 12% trong năm 2023F và 15% trong giai đoạn 2024F – 2028F. Các mức thuế trên được dự phóng dựa trên lộ trình ưu đãi thuế của 3 nhà máy.

Các chi phí khác được dự phóng dựa theo số liệu quá khứ và điều chỉnh theo tỷ lệ trượt giá.

VI. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi định giá GHC sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF và dòng tiền tự do chủ sở hữu FCFE với trọng số 50:50. Giá trị của cổ phiếu theo 02 phương pháp có mức giá bình quân là **37.600 đồng/cp**, cao hơn 17,5% so với mức giá đóng cửa ngày 18/12/2020. Mức giá mục tiêu trên là mức giá chiết khấu về thời điểm cuối năm 2020, đã phản ánh được phát hành tăng vốn và các đợt chia cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2020. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Phương pháp	Kết quả	Trọng số
Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
Dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF	35.556	50%
Dòng tiền tự do chủ sở hữu FCFE	39.580	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)	37.573	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2020	15,29%	Phần bù rủi ro	10,38%
Chi phí sử dụng nợ 2020	9,04%	Hệ số Beta	0,85
Chi phí sử dụng VCSH 2020	23,08%	Tăng trưởng dài hạn	0%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,00%	Thời gian dự phóng	8 năm
Phần bù rủi ro ngành do dịch Covid-19	1,00%		

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	1.971
(+) Tiền mặt (tỷ đồng)	0
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	713
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1.258
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	31,8
Giá mục tiêu (đồng/cp)	39.580
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1.130
Giá mục tiêu (đồng/cp)	35.556

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHỎNG

HĐKD (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	244	317	423	405
- Giá vốn hàng bán	104	123	150	152
Lợi nhuận gộp	141	194	273	252
- Chi phí bán hàng	0	0	0	0
- Chi phí quản lý DN	9	13	17	16
Lợi nhuận thuần HĐKD	132	182	256	236
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-31	-64	-60	-66
- Lợi nhuận khác	0	0	0	0
LN trước thuế, lãi vay	101	118	196	170
- Chi phí lãi vay	32	65	71	70
Lợi nhuận trước thuế	101	118	196	170
- Thuế TNDN	7	6	18	15
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0
LNST	95	112	178	155
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	95	112	178	155
EPS (đ)	4,337	3,369	5,235	4,559
EBITDA	156	195	292	267
Khấu hao	56	78	96	97
Tăng trưởng doanh thu	56%	30%	33%	-4%
Tăng trưởng LN HĐKD	28%	38%	41%	-8%
Tăng trưởng EBIT	-9%	17%	66%	-13%
Tăng trưởng EPS	-7%	-22%	55%	-13%
Chỉ số khả năng sinh lời	2019	2020F	2021F	2022F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	57.6%	61.2%	64.5%	62.3%
Tỷ suất LNST	38.8%	35.2%	42.1%	38.3%
ROE DuPont	26.6%	22.3%	27.3%	23.2%
ROA DuPont	11.9%	8.8%	12.7%	11.4%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	41.2%	37.1%	46.3%	42.1%
LNST/LNTT	93.5%	95.0%	91.0%	91.0%
LNTT / EBIT	100.7%	100.0%	100.0%	100.0%
Vòng quay tổng tài sản	30.7%	25.1%	30.1%	29.8%
Đòn bẩy tài chính	223.4%	252.2%	215.5%	203.7%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2019	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	47.42	60.19	60.19	60.19
Số ngày tồn kho	7.47	16.12	16.12	16.12
Số ngày phải trả	34.07	27.37	27.37	27.37
Thời gian luân chuyển tiền	20.82	48.94	48.94	48.94
COGS / Hàng tồn kho	47.81	22.64	22.64	22.64
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2019	2020F	2021F	2022F
CS thanh toán hiện hành	0.86	2.28	1.18	1.14
CS thanh toán nhanh	0.84	2.24	1.15	1.10
CS thanh toán tiền mặt	0.14	1.64	0.53	0.50
Nợ / Tài sản	0.63	0.50	0.49	0.44
Nợ / Vốn CSH	1.98	1.10	1.04	0.85
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.12	0.12	0.17	0.16
Nợ dài hạn / Vốn CSH	1.86	0.97	0.87	0.69
Khả năng TT lãi vay	3.18	1.82	2.77	2.45

CĐKT (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	14	217	92	86
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	63	78	103	99
+ Hàng tồn kho	2	5	7	7
+ Tài sản ngắn hạn khác	7	2	3	3
Tổng tài sản ngắn hạn	85	302	204	194
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1,277	1,411	1,612	1,622
+ Khấu hao lũy kế	-257	-334	-430	-526
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	1,020	1,077	1,182	1,096
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	2	2	2	3
+ Xây dựng CBDD	0	0	0	0
Tổng tài sản dài hạn	1,043	1,099	1,204	1,117
Tổng Tài sản	1,128	1,401	1,408	1,311
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	31	24	32	30
+ Vay và nợ ngắn hạn	44	80	110	110
+ Quỹ khen thưởng	15	15	15	15
Nợ ngắn hạn	99	132	173	171
+ Vay và nợ dài hạn	669	625	576	465
+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	669	625	576	465
Tổng nợ	769	758	748	636
+ Thặng dư	52	211	211	211
+ Vốn điều lệ	205	318	318	318
+ LN chưa phân phối	30	30	30	30
Vốn chủ sở hữu	360	643	660	675
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	1,128	1,401	1,408	1,311
LCTT (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền đầu năm	17	14	217	92
Lợi nhuận sau thuế	101	112	178	155
+ Khấu hao	56	78	96	97
+ Điều chỉnh	-9	0	-13	-10
+ Thay đổi vốn lưu động	18	-21	-17	2
Tiền từ hoạt động KD	165	169	245	244
+ Chi mua sắm TSCĐ	-737	-134	-201	-10
+ Tăng (giảm) đầu tư	-14	0	0	0
+ Các hđ đầu tư khác	1	0	0	0
Tiền từ hđ đầu tư	-750	-134	-201	-10
+ Cổ tức đã trả	-82	-95	-149	-129
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	36	30	0
+ Thay đổi nợ dài hạn	0	-44	-50	-110
Tiền từ hoạt động TC	582	169	-169	-240
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-3	203	-125	-6
Tiền cuối năm	14	217	92	86

VI. PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 1: CÁC LOẠI THUẾ. PHÍ TÀI NGUYÊN ĐỐI VỚI NHÀ MÁY THỦY ĐIỆN

Các nhà máy thủy điện đang hoạt động đang phải nộp 3 loại thuế, phí tài nguyên bao gồm: thuế tài nguyên nước, phí cấp quyền khai thác tài nguyên nước và phí dịch vụ môi trường rừng. Trước năm 2015, các khoản thuế, phí trên đã được bao gồm ở trong giá chi phí tránh được. Sau năm 2015, các khoản thuế, phí trên không được tính vào trong giá chi phí tránh được nữa mà được tách bạch ra, tuy nhiên bên mua điện vẫn có trách nhiệm phải thanh toán các khoản thuế, phí trên cho các nhà máy (ngoại trừ phí cấp quyền khai thác tài nguyên nước).

Thuế tài nguyên nước: Thuế tài nguyên nước đối với các nhà máy thủy điện được quy định tại [Thông tư 152/2015/TT-BTC](#), trong đó mức thuế mà nhà máy phải nộp hàng năm được tính theo công thức:

$$\text{Mức thuế} = \text{Sản lượng điện trong kỳ} \times \text{giá điện tính thuế} \times \text{thuế suất}$$

Trong đó, giá điện dùng để tính thuế tài nguyên nước là giá bán điện thương phẩm bình quân do Bộ Công Thương quy định. Mức giá bán điện thương phẩm bình quân mới nhất vẫn đang áp dụng theo [Quyết định số 648/QĐ-BCT](#), với mức giá là 1.864.44 VND/kWh. Mức thuế suất áp dụng hiện tại đối với các nhà máy thủy điện đang là 5%, theo [Nghị quyết số 712/2013/UBTVQH13](#).

Phí dịch vụ môi trường rừng: Các nhà máy thủy điện phải chi trả phí dịch vụ môi trường rừng theo quy định tại Luật Lâm nghiệp 2017. Số tiền chi trả phí dịch vụ môi trường rừng được tính theo sản lượng điện sản xuất được của nhà máy, với mức phí hiện tại là 36 VND/kWh (theo [Nghị định 156/2018/NĐ-CP](#)).

Phí cấp quyền khai thác tài nguyên nước: Từ năm 2017, Chính Phủ đã ban hành [Nghị định 82/2017/NĐ-CP](#), quy định các nhà máy thủy điện phải nộp thêm một khoản gọi là phí cấp quyền khai thác tài nguyên nước. Mức tiền nộp được tính theo công thức:

$$T = W \times G \times M$$

Trong đó: T: Tiền cấp quyền khai thác nước

W: Sản lượng điện theo thiết kế nhà máy

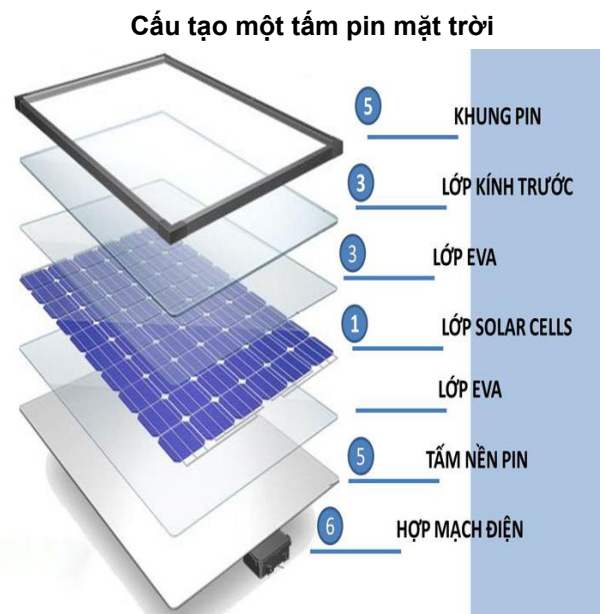
G: Giá tính tiền cấp quyền khai thác nước, bằng 70% giá tính thuế tài nguyên nước

M: Mức thu tiền cấp quyền khai thác nước, đối với các nhà máy thủy điện là 1%.

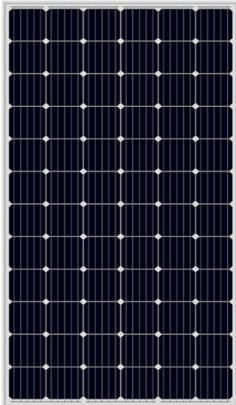
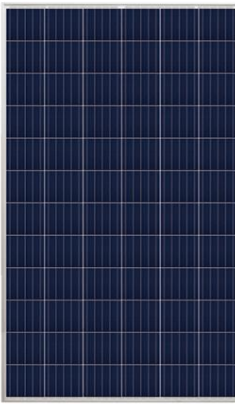
(Quay lại phần [hoạt động kinh doanh](#))

PHỤ LỤC 2: CÁC LOẠI PIN NĂNG LƯỢNG MẶT TRỜI

Tấm pin mặt trời (Solar panel hay PV module) là các tấm phẳng được thiết kế theo dạng mô-đun, thường có diện tích khoảng 1 – 2 m², trong đó có chứa các tế bào quang điện (Solar cells). Các tế bào quang điện được cấu tạo từ các chất bán dẫn, có khả năng chuyển đổi năng lượng bức xạ mặt trời thành điện năng. Tùy thuộc vào du vật liệu dùng để chế tạo nên các tế bào quang điện và hình dạng của tấm pin, pin mặt trời có thể được chia thành rất nhiều loại. Các tế bào quang điện có thể được cấu tạo từ các tinh thể Silicon, CdTe, CIGS, Perovskite....trong đó vật liệu được sử dụng phổ biến nhất trên thế giới vẫn là tinh thể Silicon (chiếm khoảng 90%). Mặc dù có rất nhiều loại pin mặt trời, nhưng phần lớn trong số đó vẫn đang dừng ở mức độ nghiên cứu và chưa được thương mại hóa. Hiện tại chỉ có 3 loại pin được sử dụng phổ biến là: pin đa tinh thể silicon (Poly), pin đơn tinh thể silicon (Mono) và pin màng mỏng (thin-film).



So sánh 3 loại pin mặt trời thông dụng

	Pin Mono	Pin Poly	Pin Thin-film
Đặc điểm	Loại pin có các tế bào quang điện được cấu tạo từ Silicon đơn tinh thể, được cắt ra từ tấm phôi silicon hình trụ và có độ tinh khiết cao. Loại pin này thường có màu đen và có những khoảng trống nhỏ giữa các cell.	Pin được tạo thành bằng việc nung chảy các mảnh tinh thể silicon và đúc thành các tấm hình vuông liền mạch nhau. Pin thường có màu xanh đậm và không có các khoảng trống giữa các cell.	Pin Thin-film không có hình dạng như tấm pin bình thường mà là một tấm màng mỏng, nhẹ, có thể uốn. Pin có thể được làm từ nhiều loại vật liệu khác nhau như: tinh thể Silicon, CdTe hoặc CIGS.
Hình ảnh			
Hiệu suất	Hiệu suất cao, phổ biến trong khoảng 18% - 22%.	Hiệu suất trung bình, phổ biến khoảng 15% - 19%.	Tùy vào chất liệu, nhưng hiệu suất thường thấp (7%-12%)
Ưu điểm	- Pin Mono do được cấu tạo từ các đơn tinh thể Silicon có độ tinh khiết cao, do đó đạt được hiệu suất phát điện cao hơn. - Vì có hiệu suất cao nên loại pin này giúp tiết kiệm không gian. - Pin có độ bền và tuổi thọ cao - Pin Mono có thể sử dụng tốt trong điều kiện ánh sáng yếu, hiệu suất của pin tại những nơi có bức xạ yếu cao hơn nhiều so với pin Poly.	- Pin Poly có giá thành tương đối rẻ, trong khi hiệu suất vẫn khá tốt, do đó đạt được hiệu quả kinh tế cao. - Pin Poly phù hợp để sử dụng ở những khu vực có cường độ bức xạ lớn và có diện tích đất rộng rãi. Hiệu suất của pin Poly trong điều kiện bức xạ tốt không chênh lệch quá nhiều so với pin Mono. - Pin Poly có khả năng giãn nở và chịu nhiệt tốt hơn pin Mono, phù hợp sử dụng ở những khu vực có khí hậu nắng nóng.	- Pin Thin-film có độ linh hoạt cao. Pin có kích thước nhỏ và trọng lượng nhẹ nên việc thi công cũng tốn ít công sức hơn. Pin phù hợp để sử dụng cho thiết bị cần di chuyển nhiều hoặc có thể dán lên tường, cửa kính hay thậm chí tích hợp vào vật liệu xây dựng như mái ngói, gạch... - Giá thành của pin phụ thuộc vào loại chất liệu mà pin sử dụng, nhưng thường sẽ rẻ hơn hai loại pin còn lại.
Nhược điểm	- Do quá trình sản xuất phức tạp nên pin có giá thành cao hơn hai loại pin còn lại. Với cùng công suất thì giá thành pin Mono thường cao hơn pin Poly khoảng 10% - 20%. - Pin Mono có khả năng chịu nhiệt kém và thường bị suy giảm hiệu suất khi nhiệt độ tăng cao.	- Độ tinh khiết của silicon trong pin Poly thấp hơn pin Mono, do đó hiệu suất cũng thường thấp hơn khoảng 2%. - Ở những vùng có bức xạ vừa phải hoặc yếu, pin có hiệu quả hoạt động kém.	- Do pin có hiệu suất thấp nên không được sử dụng phổ biến như hai loại pin còn lại, nhất là ở quy mô nhà máy. - Pin có độ bền thấp hơn so với hai loại còn lại.

(Quay lại phần [hoạt động kinh doanh](#))

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu GHC và chuyên viên phân tích, người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính
52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1.
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng
Tầng 3, tòa nhà Tràng Tiền, 130 Đống Đa,
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888