

Ngành điện

“Tiêu thụ điện Việt Nam tăng trưởng 7.5% cùng kỳ trong 2 tháng đầu 2020”

Ngoc Nguyen

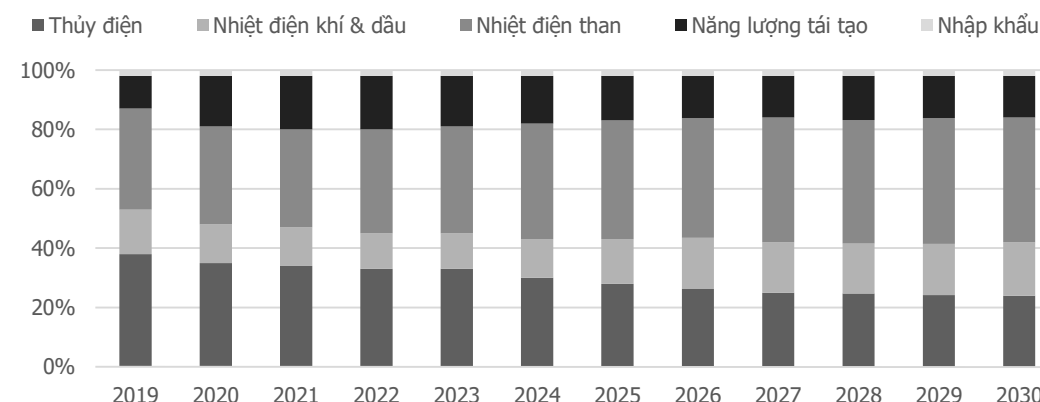
(+84) 77 47 01272

Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn

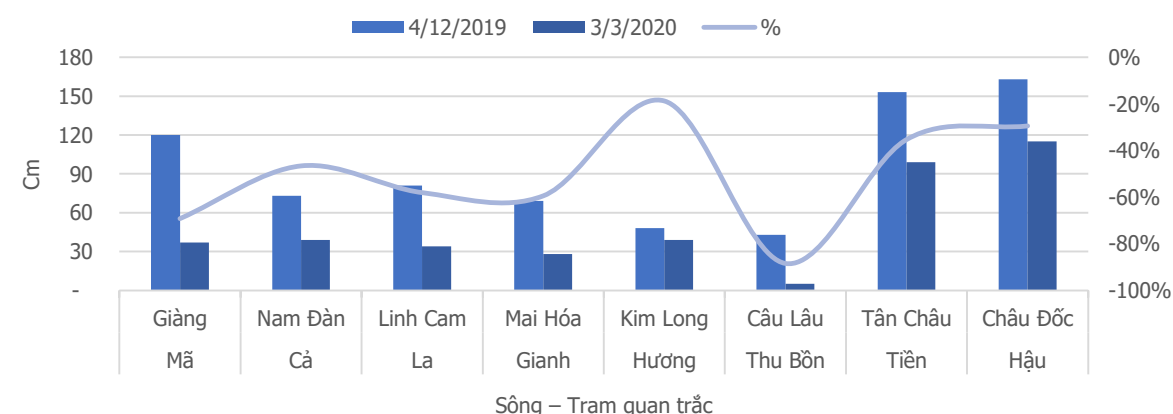
Tiêu thụ điện Việt Nam tăng trưởng 7.5% cùng kỳ trong 2 tháng đầu 2020

- Chúng tôi cho rằng điện là ngành chịu ảnh hưởng chậm nhất trong chuỗi giá trị sản xuất và dịch vụ trong tình hình dịch bệnh COVID-19 hiện nay. Tăng trưởng tiêu thụ điện Việt Nam trong 2 tháng đầu 2020 đạt mức 7.5% so với cùng kỳ 2019, riêng tháng 2/2020 tiêu thụ điện cả nước tăng 24% cùng kỳ. Trường hợp tăng trưởng sản lượng điện tiêu dùng duy trì mức 7.5% cho cả năm 2020, thấp hơn so với tăng trưởng dự kiến ban đầu 9.1%, EVN có thể điều chỉnh giảm tỷ trọng huy động điện từ nguồn điện chạy dầu có giá thành sản xuất cao. Theo đó, sản lượng huy động từ các nguồn điện khác bao gồm thủy điện, nhiệt điện khí và than sẽ không bị ảnh hưởng.
- Trường hợp tình hình dịch bệnh tiếp tục kéo dài, chúng tôi cho rằng việc phát triển các dự án mở rộng nguồn điện và hệ thống truyền tải điện sẽ chậm tiến độ dẫn đến áp lực trong việc cung ứng điện giai đoạn 2021 – 2025. Bên cạnh các khó khăn nội tại của ngành điện Việt Nam về vấn đề giải phóng mặt bằng và huy động vốn đầu tư, diễn biến dịch bệnh làm cho việc tương tác với các chuyên gia, đối tác, cũng như việc nhập khẩu các thiết bị chủ yếu từ Trung Quốc và Hàn Quốc bị gián đoạn, làm chậm tiến độ thi công.
- Trong 2020, tình hình sản xuất thủy điện có khả năng sụt giảm đáng kể ít nhất trong 6 tháng đầu năm và kỳ vọng sẽ cải thiện trong 6 tháng cuối năm. Mức nước tại các sông chính khu vực miền Trung và miền Nam tính đến đầu tháng 3/2020 đang thấp hơn 51% so với số liệu đầu 2020. Đặc biệt khu vực Bắc Trung Bộ và Duyên hải Nam Trung Bộ, lưu lượng nước đến các hồ thủy điện thấp hơn 44% so với đầu 2020. Dự phóng lợi nhuận các công ty thủy điện giảm bình quân 13% trong 2020 và tăng mạnh trở lại trong 2021.
- Về quan điểm đầu tư, chúng tôi tập trung vào cổ phiếu NT2 (CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2) và REE (CTCP Cơ Điện Lạnh). Với bản chất cổ phiếu phòng thủ, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với NT2 với tỷ suất cổ tức kỳ vọng 10%/năm. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu REE. Chúng tôi cho rằng thị giá cổ phiếu đã phản ứng tiêu cực quá mức theo tình hình chung của thị trường trong thời gian gần đây, mặc dù các mảng hoạt động chính của công ty bao gồm điện nước và cho thuê văn phòng vẫn tương đối ổn định.

Cơ cấu công suất nguồn điện Việt Nam



Mức nước một số sông chính khu vực miền Trung & miền Nam



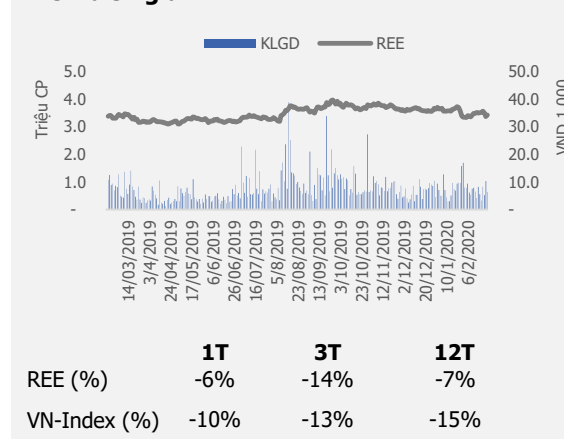
Nguồn: EVN, MBS Research

MUA; Giá mục tiêu: VND 40,700

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu của cổ phiếu REE ở mức 40,700 đồng/CP dựa trên phương pháp FCFE và khuyến nghị MUA với upside 36% so với thị giá hiện tại. Chúng tôi cho rằng thị giá cổ phiếu đã phản ứng tiêu cực quá mức theo tình hình chung của thị trường trong thời gian gần đây, mặc dù các mảng hoạt động chính của công ty bao gồm điện nước (58% tổng lợi nhuận ròng - LNR) và cho thuê văn phòng (32% LNR) vẫn tương đối ổn định. Các tòa nhà đang khai thác và dự án văn phòng mới của REE đều thuộc phân khúc B & C với giá cho thuê ở mức trung bình. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ góp phần duy trì tỷ lệ lấp đầy ở mức cao.

- Chúng tôi cho rằng REE là cổ phiếu phù hợp với các nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro thấp với mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định và tỷ suất cổ tức bình quân 5%/năm. REE hiện đang giao dịch tại mức P/E forward 2020 và 2021 là 5x, thấp hơn so với mức bình quân 5 năm của CP này (7x).
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận đóng góp nhiều hơn từ danh mục điện, tuy nhiên, điều chỉnh giảm kết quả mảng M&E so với dự phóng trước đây. Việc tăng tỷ lệ sở hữu VSH (CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh) từ 21.01% lên 49.45% trong Q4/2019 dự kiến đem lại 156 tỷ đồng LNR tăng thêm bình quân hàng năm cho REE trong giai đoạn dự phóng 2020 – 2030 (~ 6% LNR). Bên cạnh đó, REE có kế hoạch tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 của TBW (CTCP Phong Điện Thuận Bình) với công suất 26MW. Dự án này ước tạo ra LNR bình quân 66 tỷ đồng/năm trong vòng đời 20 năm bắt đầu từ 2022. Tuy nhiên, chi phí lãi vay của REE sau khi hợp nhất MHP (công ty Thủy điện Mường Hum) và TBW ước cao hơn 8% so với dự phóng ban đầu của chúng tôi. Ngược lại với xu hướng mở rộng của mảng điện, chúng tôi điều chỉnh giảm 23% dự phóng doanh thu và 21% dự phóng LNR của mảng M&E dựa trên đánh giá thận trọng hơn về tình hình khó khăn của thị trường bất động sản hiện nay.
- LNR dự kiến tăng 8% cùng kỳ (CK) trong 2020 và 14% CK trong 2021. LNR 2020 dự phóng đạt 1,770 tỷ đồng (+8% CK). LNR mảng cho thuê văn phòng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng 21% CK đạt 527 tỷ đồng, tăng trưởng chủ yếu từ Etown 5 (tỷ lệ lấp đầy dự phóng 98%, hoạt động từ Q3/2019). LNR mảng điện nước duy trì ở mức 978 tỷ đồng, tương đương 2019. 2021, LNR ước cải thiện 14% CK đạt 2,017 tỷ đồng, trong đó LNR mảng điện nước ước đạt 1,208 tỷ đồng (+24% CK) dựa trên kỳ vọng tình hình thủy văn diễn biến thuận lợi cho nhóm thủy điện và dự án Thượng Kon Tum của VSH bắt đầu ghi nhận lợi nhuận sau khi vận hành từ Q2/2020.

Diễn biến giá



Ngày cập nhật	11/03/2020
Thị giá	VND 30,000
Giá mục tiêu	VND 40,700
Upside	+36%
Bloomberg	REE VN
Vốn hóa	VND 9,271 tỷ USD 399 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 29,500 VND 37,800
Giá trị giao dịch/ngày	VND 27 tỷ USD 1.2 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	49%

ĐVT: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	4,890	5,356	5,287	5,490	5,612
EBIT	2,329	2,573	2,893	3,158	3,036
Lợi nhuận ròng	1,639	1,770	2,017	2,242	2,186
Lợi nhuận (cơ bản)	1,481	1,770	2,017	2,242	2,186
EPS (VND)	5,286	5,698	6,491	7,217	7,035
Tăng trưởng EPS (%)	-8%	8%	14%	11%	-3%
P/E (x)	6	5	5	4	4
EV/EBITDA (x)	7	6	6	5	5
Cổ tức (VND)	1,800	1,600	1,600	1,600	1,600
Tỷ suất cổ tức (%)	6%	5%	5%	5%	5%
P/B (x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	16%	15%	15%	15%	13%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	63%	65%	62%	49%	38%

Nguồn: MBS Research

CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE) – PHỤ LỤC



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	4,890	5,356	5,287	5,490
Giá vốn hàng bán	3,644	3,627	3,471	3,570
Lợi nhuận gộp	1,246	1,730	1,816	1,920
Doanh thu tài chính	442	344	383	427
Chi phí tài chính	386	501	538	572
Lợi nhuận liên doanh liên kết	907	847	1,064	1,212
Chi phí bán hàng	78	107	106	110
Chi phí quản lý	222	244	269	295
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	1,909	2,068	2,351	2,582
Lợi nhuận khác	11	13	13	13
Lợi nhuận trước thuế	1,920	2,081	2,364	2,595
Lợi nhuận sau thuế	1,720	1,873	2,127	2,361
Lợi nhuận ròng	1,639	1,770	2,017	2,242
Lợi ích cổ đông thiểu số	81	103	110	119

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	6,013	6,026	5,829	6,334
I. Tiền & tương đương tiền	1,560	610	523	888
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,201	1,201	1,201	1,201
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	2,153	2,435	2,403	2,495
IV. Hàng tồn kho	987	1,727	1,653	1,700
V. Tài sản ngắn hạn khác	112	54	49	49
Tài sản dài hạn	13,607	15,055	17,155	17,867
I. Các khoản Phải thu dài hạn	39	39	39	39
II. Tài sản cố định	1,859	1,728	4,448	4,200
1. Tài sản cố định hữu hình	1,827	1,697	4,418	4,171
2. Tài sản cố định vô hình	32	31	30	29
III. Bất động sản đầu tư	1,856	1,726	1,597	1,468
IV. Tài sản dở dang dài hạn	53	1,508	635	1,217
V. Đầu tư tài chính dài hạn	9,211	9,493	9,901	10,435
VI. Tài sản dài hạn khác	588	561	534	507
Tổng tài sản	19,620	21,082	22,984	24,200
Nợ phải trả	8,518	8,712	9,100	8,576
I. Nợ ngắn hạn	3,266	3,030	3,117	3,074
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,378	2,015	1,992	2,171
2. Vay & nợ thuế tài chính ngắn hạn	888	1,015	1,124	903
II. Nợ dài hạn	5,252	5,682	5,983	5,502
1. Các khoản phải trả dài hạn	513	513	513	513
2. Vay & nợ thuế tài chính dài hạn	4,739	5,169	5,470	4,989
Vốn chủ sở hữu	11,102	12,370	13,884	15,624
1. Vốn điều lệ	3,101	3,101	3,101	3,101
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	6,246	7,514	9,028	10,768
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	705	705	705	705
Tổng nguồn vốn	19,620	21,082	22,984	24,200

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	5,286	5,698	6,491	7,217
BVPS (VND)	35,798	39,889	44,774	50,384
P/E	6	5	5	4
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	25%	32%	34%	35%
Biên EBITDA	50%	54%	62%	65%
Biên lợi nhuận ròng	34%	33%	38%	41%
ROE	16%	15%	15%	15%
ROA	9%	9%	9%	10%
Tăng trưởng				
Doanh thu	-4%	10%	-1%	4%
Lợi nhuận trước thuế	-9%	8%	14%	10%
Lợi nhuận ròng	-8%	8%	14%	11%
EPS	-8%	8%	14%	11%
Tổng tài sản	27%	7%	9%	5%
Vốn chủ sở hữu	12%	11%	12%	13%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	1.84	1.99	1.87	2.06
Thanh toán nhanh	1.54	1.42	1.34	1.51
Nợ/Tài sản	43%	41%	40%	35%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.77	0.70	0.66	0.55
Khả năng thanh toán lãi vay	6.71	4.87	5.11	5.61
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	2	2	2	2
Số ngày thu tiền bán hàng	154	166	166	166
Vòng quay hàng tồn kho	4	2	2	2
Số ngày tồn kho	98	174	174	174
Vòng quay các khoản phải trả	2	2	2	2
Số ngày phải trả	217	203	203	203

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	309	(444)	1,017	1,060
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(1,595)	(567)	(1,018)	503
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	980	61	(86)	(1,198)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(305)	(950)	(87)	365

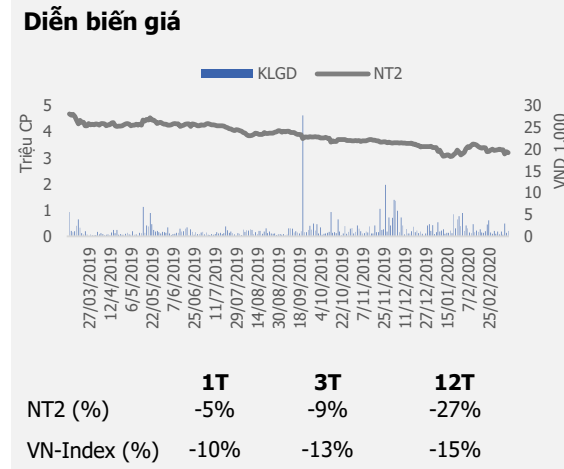
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2)



NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 22,300

Chúng tôi duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu NT2 với giá mục tiêu 22,300 đồng/CP (+16% upside). Mặc dù kết quả lợi nhuận dự kiến thấp hơn trong 2020, chúng tôi kỳ vọng NT2 tiếp tục giữ mức tỷ suất cổ tức 11%/năm cho giai đoạn 2020 – 2023.

- Mặc dù chúng tôi điều chỉnh giảm 14% giá thành sản xuất điện so với dự phóng trước đây theo xu hướng giảm của giá dầu MFO trong thời gian gần đây, tuy nhiên điều này không làm thay đổi trọng yếu đến kết quả kinh doanh dự phóng do 85% sản lượng trong 2020 được bán theo Hợp đồng mua bán điện (PPA) với cơ chế chuyển ngang chi phí.
- Khả năng duy trì tỷ suất cổ tức 11%/năm. Dự phóng của chúng tôi đã thể hiện các yếu tố có khả năng tác động tiêu cực đến kết quả lợi nhuận của NT2, bao gồm việc đàm phán lại PPA và sự sụt giảm của nguồn khí đầu vào. Từ 2021, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung khí sẽ ổn định hơn khi dự án Sao Vàng Đại Nguyệt đi vào khai thác. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng POW (Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam – công ty mẹ) sẽ giữ tỷ lệ trả cổ tức/lợi nhuận tạo ra của NT2 ở mức 95% nhằm nhận dòng tiền cổ tức phục vụ một phần cho dự án Nhơn Trạch 3 & 4.
- Lợi nhuận ròng (LNR) dự phóng giảm 14% cùng kỳ (CK) trong 2020 còn 650 tỷ đồng và cải thiện trở lại mức 740 tỷ đồng (+14% CK) trong 2021. Trong 2020, dự phóng của chúng tôi không bao gồm các khoản hoàn nhập Quỹ phát triển khoa học công nghệ (ghi nhận 37 tỷ đồng trong 2019). Lợi nhuận gộp (LNG) 2020 dự kiến giảm 11% CK dựa trên sản lượng điện ước giảm 3% CK và LNG/kWh giảm 8% CK. Sản lượng khí Lô 06.1 và 11.2, bể Nam Côn Sơn (chiếm 46% nguồn cung khí của NT2) đang trong xu hướng giảm. Theo đó, sau khi GAS (Tổng Công ty Khí Việt Nam) đảm bảo nhu cầu khí cho các nhà máy BOT, sản lượng còn lại cung cấp cho khu vực Đông Nam Bộ có khả năng giảm 4% CK.
- 2021, chúng tôi kỳ vọng LNR đạt 740 tỷ đồng (+14% CK) dựa trên dự phóng sản lượng tăng 3% CK sau đợt trung tu trong 2020 và chi phí lãi vay, phí bảo hiểm khoản vay giảm 59% CK còn 48 tỷ đồng.



Ngày cập nhật	11/03/2020
Thị giá	VND 19,400
Giá mục tiêu	VND 22,300
Upside	+16%
Bloomberg	NT2 VN
Vốn hóa	VND 5,354 tỷ
	USD 230 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 18,250
	VND 28,100
Giá trị giao dịch/ngày	VND 6.1 tỷ
	USD 0.3 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	18.38%

ĐVT: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	7,654	6,282	6,707	6,827	6,626
EBIT	885	735	800	704	628
Lợi nhuận ròng	754	650	740	658	586
Lợi nhuận (cơ bản)	710	654	739	657	585
EPS (VND)	2,540	2,189	2,493	2,218	1,975
Tăng trưởng EPS (%)	-3%	-14%	14%	-11%	-11%
P/E (x)	8	9	8	9	10
EV/EBITDA (x)	5	6	5	5	4
Cổ tức (VND)	2,500	2,100	2,400	2,100	1,900
Tỷ suất cổ tức (%)	13%	11%	12%	11%	10%
P/B (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
ROE (%)	19%	16%	18%	16%	14%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	72%	55%	39%	23%	5%

Nguồn: MBS Research

CTCP Điện Lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2) – PHỤ LỤC



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	7,654	6,282	6,707	6,827
Giá vốn hàng bán	6,679	5,411	5,809	6,052
Lợi nhuận gộp	975	871	898	775
Doanh thu tài chính	48	39	39	39
Chi phí tài chính	168	136	64	21
Lợi nhuận liên doanh liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý	87	91	96	101
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	767	683	778	692
Lợi nhuận khác	30	1	1	1
Lợi nhuận trước thuế	797	684	779	693
Lợi nhuận sau thuế	754	650	740	658
Lợi nhuận ròng	754	650	740	658
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	2,416	2,177	2,635	3,451
I. Tiền & tương đương tiền	451	65	385	1,139
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	200	200	200
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,459	1,611	1,720	1,751
IV. Hàng tồn kho	302	225	242	252
V. Tài sản ngắn hạn khác	4	75	88	109
Tài sản dài hạn	5,148	4,315	3,579	2,870
I. Các khoản Phải thu dài hạn	0	0	0	0
II. Tài sản cố định	4,876	4,198	3,521	2,843
1. Tài sản cố định hữu hình	4,853	4,177	3,502	2,826
2. Tài sản cố định vô hình	23	21	19	17
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1	1	1	1
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	270	116	58	27
Tổng tài sản	7,564	6,491	6,214	6,321
Nợ phải trả	3,437	2,336	2,030	2,108
I. Nợ ngắn hạn	2,944	2,335	2,029	2,107
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,594	1,591	1,760	1,834
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,350	743	268	273
II. Nợ dài hạn	493	1	1	1
1. Các khoản phải trả dài hạn	1	1	1	1
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	492	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4,127	4,156	4,185	4,213
1. Vốn điều lệ	2,879	2,879	2,879	2,879
2. Thặng dư vốn cổ phần	-1	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,249	1,277	1,306	1,334
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	7,564	6,491	6,214	6,321

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	2,540	2,189	2,493	2,218
BVPS (VND)	14,333	14,435	14,535	14,635
P/E	8	9	8	9
P/B	1.3	1.3	1.3	1.3
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	13%	14%	13%	11%
Biên EBITDA	21%	23%	22%	20%
Biên lợi nhuận ròng	10%	10%	11%	10%
ROE	19%	16%	18%	16%
ROA	9.2%	9.2%	11.6%	10.5%
Tăng trưởng				
Doanh thu	0%	-18%	7%	2%
Lợi nhuận trước thuế	-3%	-14%	14%	-11%
Lợi nhuận ròng	-4%	-14%	14%	-11%
EPS	-3%	-14%	14%	-11%
Tổng tài sản	-15%	-14%	-4%	2%
Vốn chủ sở hữu	12%	1%	1%	1%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	0.82	0.93	1.30	1.64
Thanh toán nhanh	0.72	0.84	1.18	1.52
Nợ/Tài sản	45%	36%	33%	33%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.83	0.56	0.48	0.50
Khả năng thanh toán lãi vay	9.66	14.48	38.87	64.45
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	3.8	3.9	3.9	3.9
Số ngày thu tiền bán hàng	95	94	94	94
Vòng quay hàng tồn kho	24	24	24	24
Số ngày tồn kho	15	15	15	15
Vòng quay các khoản phải trả	3.5	3.4	3.3	3.3
Số ngày phải trả	103	107	111	111

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	1,917	1,300	1,469	1,344
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(187)	15	15	15
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(1,344)	(1,700)	(1,164)	(605)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	386	(386)	320	754