

### Điểm nhấn ngành

- Tăng trưởng tiêu thụ điện toàn quốc có xu hướng phục hồi trở lại, tăng 8,2% YoY vào tháng 9/2020, bắt kịp với tốc độ tăng trưởng tháng 9/2019 là 8,4% YoY.
- Giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (giá CGM) cũng tăng 26% MoM do nhu cầu điện phục hồi đáng kể.
- Sản lượng điện từ thủy điện vẫn ở mức cao do mùa mưa. Theo Tổng cục Khí tượng Thủy văn (VMHA), tình hình thủy văn có thể thuận lợi cho đến những tháng đầu năm 2021.
- Giá than nhiệt trong khu vực cũng đang trên đà phục hồi một phần do các nước khác đã bình thường hóa hoạt động kinh tế trở lại giống như Việt Nam. Đối với năm 2021, chúng tôi ước tính rằng giá bán than cho các nhà máy điện trong nước sẽ tăng khoảng 2-3% YoY.

### Kết quả kinh doanh và quan điểm đầu tư các công ty chính

#### **HND: Kết quả kinh doanh Q3/2020 vượt trội**

- **Quan điểm đầu tư:** Chúng tôi nhắc lại khuyến nghị Phù hợp Thị trường đối với cổ phiếu HND, duy trì giá mục tiêu 1 năm là 20.900 đồng, chỉ tăng 13% so với giá hiện tại. Tuy nhiên, KQKD 2021 có thể gặp bất lợi do hợp đồng mua bán điện (PPA) sửa đổi khiến chúng tôi ít lạc quan hơn vào cổ phiếu trong tương lai gần. Mặc dù vậy, về dài hạn, chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu HND do công ty giảm phụ thuộc vào nợ ngoại tệ (ước tính trả hết trong năm 2022 đối với khoản nợ bằng đồng JPY và năm 2024 đối với khoản nợ bằng đồng USD) mang lại lợi nhuận ổn định hơn.
- **Kết quả kinh doanh Q3:** Mặc dù sản lượng điện giảm -10,6% YoY, nhưng doanh thu Q3 chỉ giảm -1,7% YoY. Trong khi đó, lợi nhuận sau thuế tăng đột biến 88,4% YoY chủ yếu do %Qc tăng, chi phí lãi vay giảm và chi phí quản lý giảm.
- Chúng tôi ước tính LNST quý 4 sẽ giảm thêm -6% YoY do đại tu. Do KQKD Q3 khả quan, chúng tôi nhận thấy rằng nếu rủi ro tỷ giá không đáng kể thì LNST năm 2020 sẽ đạt 1,48 nghìn tỷ đồng (+26% YoY), cao hơn 12% so với ước tính trước đó của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ ước tính ban đầu do tỷ giá hối đoái (USD & JPY) biến động trong thời gian còn lại của năm 2020.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận năm 2021 giảm -9% YoY và -37% YoY (giá định sản lượng điện không đổi).

#### **PPC: Triển vọng lợi nhuận chưa khả quan**

- **Quan điểm đầu tư:** Năm 2021, chúng tôi ước tính lợi nhuận tăng khoảng 9% so với ước tính trước, do đó chúng tôi điều chỉnh tăng 5% giá mục tiêu 1 năm lên 27.200 đồng - tăng 16% so với giá đóng cửa ngày 19/10/2020 và hệ số thu nhập trên đầu tư (ROI) là 24,5% (bao gồm tỷ suất cổ tức 8,5%). Do tiêu thụ điện toàn quốc cải thiện (có thể hình thành xu hướng và tiếp tục phục hồi về mức năm 2019), dẫn đến sản lượng sản xuất tăng và giá CGM tốt hơn. Tuy nhiên, với triển vọng lợi nhuận Q4/2020 tiêu cực và tăng trưởng lợi nhuận điều chỉnh năm 2021 ở mức hạn chế +4,6% YoY, chúng tôi vẫn giữ nguyên xếp hạng Phù hợp thị trường đối với cổ phiếu này.
- **Lợi nhuận quý 3 giảm -53,3% YoY là do một số yếu tố sau:** i) Sản lượng điện giảm -18,1% YoY (do nhu cầu thấp & mùa mưa); ii) Giá bán bình quân (ASP) giảm -3,1% YoY; iii) giá CGM giảm -33,3% YoY; iv) Giá than đầu vào tăng 2,5% YoY; và v) thu nhập lãi giảm và thiếu vắng hoàn nhập dự phòng.
- **Mặc dù kết quả lợi nhuận sau thuế tăng trong Q3, chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế sẽ giảm -16% YoY trong Q4.**
- **Đối với năm 2021, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận trước thuế hồi phục ở mức 4,6%, cao hơn 9% so với giá định trước đây của chúng tôi.** Điều này chủ yếu là do xu hướng tiêu thụ điện trên toàn quốc tăng trong tháng 9/2020, thúc đẩy sản lượng điện tăng – thể hiện qua tổng sản lượng hợp đồng (%Qc) & giá CGM tăng.

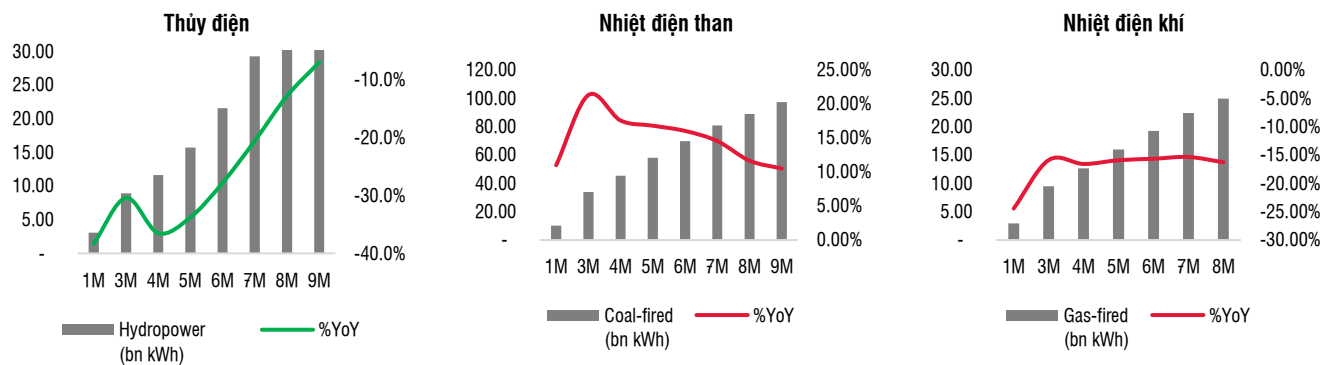
**Ngành điện: Tiêu thụ điện toàn quốc T9/2020 hồi phục ấn tượng so với cùng kỳ, giá trên thị trường phát điện cạnh tranh cải thiện so với tháng trước**

<b>Bảng 1: Tiêu thụ điện toàn hệ thống theo tháng</b>	<b>Tiêu thụ (tỷ kWh)</b>	<b>% YoY năm 2020</b>	<b>% YoY năm 2019</b>	<b>Giá CGM (đồng/kWh)</b>	<b>% YoY</b>	<b>Tăng trưởng IIP ngành năm 2020</b>	<b>Tăng trưởng IIP ngành năm 2019</b>
Tháng 1	17,63	-5,69%	8,90%	1.126	12,8%	-8,0%	8,1%
Tháng 2	18,57	23,83%	9,20%	1.189	17,7%	22,3%	10,1%
Tháng 3	21,09	5,66%	10,60%	1.167	-9,2%	4,9%	9,2%
Q1/2020	57,29	6,3%	9,58%	1.161	5,7%	5,6%	9,2%
Tháng 4	18,54	-9,52%	10,50%	887	-27,4%	-9,4%	9,3%
Tháng 5	21,58	1,55%	11,30%	1.073	-12,7%	-0,4%	10,2%
Tháng 6	22,17	1,84%	9,00%	970	-27,0%	7,2%	9,0%
Q2/2020	62,29	-1,92%		977	-22,5%	0,1%	9,7%
<b>6T2020</b>	<b>119,42</b>	<b>1,74%</b>	<b>10,60%</b>	<b>1.069</b>	<b>-9,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>9,5%</b>
Tháng 7	23,05	3,91%	10,50%	907	-25,7%	1,8%	10,5%
Tháng 8	21,58	1,51%	12,00%	677	-42,0%	-0,6%	10,5%
Tháng 9	21,32	8,17%	8,40%	854	-32,0%	3,8%*	10,2%
<b>9T2020</b>	<b>185,37</b>	<b>2,68%</b>	<b>9,83%</b>	<b>983</b>	<b>-17,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>9,6%</b>

Nguồn: Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), Bộ Công thương (MOIT)

\*Số liệu IIP tháng 9/2020 theo Tổng cục Thống kê

**Hình 2: Sản lượng tiêu thụ thủy điện tiếp tục cải thiện nhờ mùa mưa. Theo kết quả kinh doanh quý 3/2020, chúng tôi thấy rằng sản lượng/ doanh thu/ lợi nhuận của các nhà máy thủy điện miền Bắc và miền Trung sẽ tăng trong Quý 3, trong khi miền Nam khả năng tăng trong Quý 4.**



Nguồn: EVN

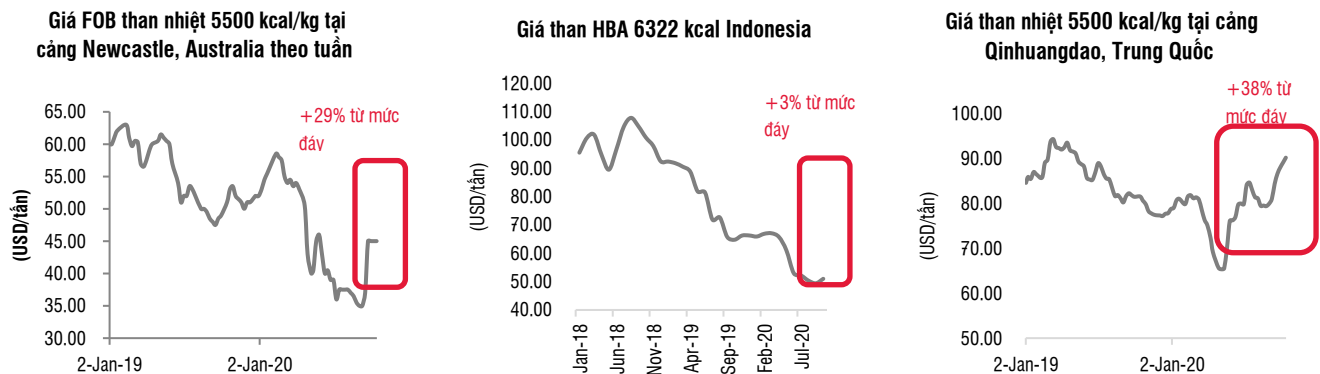
Hình 3: Hầu hết các nhà máy thủy điện miền Bắc và miền Trung đều có KQKD quý 3 khả quan nhờ vào mùa mưa.

Về danh mục đầu tư ngành điện của REE (TBC, CHP, ISH, TMP, PPC), tổng thu nhập trong Q3 giảm 15,6% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi đáng kể từ hai công ty liên kết (VSH & SBH chưa công bố kết quả kinh doanh quý 3) và lợi nhuận ổn định từ các công ty cấp nước có thể hạn chế mức giảm lợi nhuận của danh mục này.

Mã CP	Khu vực	Loại hình	Doanh thu Q3/2019	Doanh thu Q3/2020	% YoY	LNST Q3/2019	LNST Q3/2020	% YoY
TBC	Miền Bắc	Thủy điện	55	160	192%	23	76	224%
HNA	Bắc Trung Bộ	Thủy điện	279	195	-30%	123	52	-58%
CHP	Miền Trung	Thủy điện	115	188	64%	-8	59	
AVC	Miền Trung	Thủy điện	85	151	78%	15	70	356%
DRL	Miền Trung	Thủy điện	16	25	56%	9	15	72%
SBA	Miền Trung	Thủy điện	30	73	142%	5	32	525%
GHC	Tây Nguyên	Thủy điện	68	73	7%	26	26	2%
ISH	Miền Nam	Thủy điện	89	54	-39%	43	20	-54%
TMP	Miền Nam	Thủy điện	189	113	-40%	99	22	-77%
DNH	Miền Nam	Thủy điện	780	558	-29%	453	231	-49%
SHP	Miền Nam	Thủy điện	254	90	-64%	129	-2	
SJD	Miền Nam	Thủy điện	171	113	-34%	71	45	-38%
S4A	Miền Nam	Thủy điện	83	49	-41%	40	16	-60%
NT2	Miền Nam	Nhiên điện khí	1.746	1.153	-34%	162	-6	
HND	Miền Bắc	Nhiệt điện than	2.326	2.286	-2%	93	175	88%
PPC	Miền Bắc	Nhiệt điện than	1.958	1.557	-20%	193	90	-53%

Nguồn: SSI tổng hợp (\*tỷ đồng)

Hình 4: Giá than nhiệt trong khu vực đã phục hồi từ mức đáy do các hoạt động kinh tế phần nào đã bình thường hóa trở lại, đặc biệt tại Úc và Trung Quốc. Năm 2021, chúng tôi ước tính rằng giá than nhiệt trong nước sẽ tăng nhẹ lên khoảng 2-3% YoY. Việt Nam chủ yếu nhập khẩu than từ Australia và Indonesia.



Nguồn: Bloomberg

## Công ty cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng (HND: UPCOM): Kết quả kinh doanh Q3/2020 vượt trội

**Quan điểm đầu tư:** Chúng tôi nhắc lại khuyến nghị Phù hợp Thị trường đối với cổ phiếu HND, duy trì giá mục tiêu 1 năm là 20.900 đồng, chỉ tăng 13% so với giá hiện tại. Tuy nhiên, KQKD 2021 có thể gặp bất lợi do hợp đồng mua bán điện (PPA) sửa đổi khiến chúng tôi ít lạc quan hơn vào cổ phiếu trong tương lai gần. Mặc dù vậy, về dài hạn, chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu HND do công ty giảm phụ thuộc vào nợ ngoại tệ (ước tính trả hết trong năm 2022 đối với khoản nợ bằng đồng JPY và năm 2024 đối với khoản nợ bằng đồng USD) mang lại lợi nhuận ổn định hơn.

### Tin cập nhật

Lũy kế 9T2020, công ty hoàn thành 73% và 70% kế hoạch năm về doanh thu và lợi nhuận sau thuế.

Mặc dù sản lượng điện giảm -10,6% YoY, nhưng doanh thu Q3 chỉ giảm -1,7% YoY. Trong khi đó, lợi nhuận sau thuế tăng đột biến 88,4% YoY, do các yếu tố sau:

- **Sản lượng điện giảm -10,6% YoY trong Q3/2020** là do đại tu trong tháng 8 & tháng 9/2020 (bảo dưỡng nhà máy II; HND có tổng cộng 4 nhà máy phát điện).
- **Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhờ sản lượng hợp đồng (Qc) tăng trong Quý 3.** Doanh thu trong quý chỉ giảm -1,7% YoY. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 260 bps lên 11,6%. Tổng sản lượng điện trong Q3 tính dưới dạng sản lượng hợp đồng PPA (Qc), có nghĩa là % Qc cao hơn so với Q3/2019 ở mức 76%. Thông thường, giá theo hợp đồng mua bán điện (PPA) cao hơn 36% so với giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM). Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mặc dù sản lượng phát điện thấp hơn.
- **Chúng tôi cho rằng Qc phục hồi chủ yếu do lượng tiêu thụ điện toàn quốc tăng trở lại.** Trong tháng 9/2020, tăng trưởng tiêu thụ điện toàn quốc tăng 8,2% YoY (so với mức bình thường là 8,4% YoY trong tháng 9/2019), đây là dấu hiệu mạnh mẽ đầu tiên cho thấy nền kinh tế sẽ hồi phục trở lại bình thường, ít nhất là trên cơ sở lượng tiêu thụ điện.
- **Cuối cùng, LNST quý 3 hồi phục do chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp tương ứng giảm -31% YoY và -48% YoY.** Chi phí lãi vay quý 3 giảm -31% YoY, nhờ nợ vay giảm xuống còn 3,9 nghìn tỷ đồng tại ngày 30/09/2020 (từ 5,4 nghìn tỷ đồng vào đầu năm 2020). Ngoài ra, chi phí quản lý dở dang đã phân bổ hết trong năm 2019. Do gánh nặng này đã giải quyết trong năm 2019, chi phí quản lý sẽ giảm từ năm 2020 trở đi.

### Triển vọng 2020: Các yếu tố làm tăng lợi nhuận 2020

- Theo dự báo 2020 ban đầu của chúng tôi, lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+12,7% YoY). (vui lòng xem [báo cáo mới nhất](#))
- **Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế sẽ giảm trong quý 4.** Chúng tôi ước tính LNST Q4 sẽ chỉ giảm -6% YoY, dựa trên các lý do sau:
  - ✓ Sản lượng điện ước tính giảm 5-6% YoY trong Q4 do trung tu, điều này làm xóa hết đà tăng sản lượng trong Q3. Dựa trên tín hiệu phục hồi trong T9/2020, chúng tôi cho rằng Qc trong Q4/2020 sẽ cao hơn Q4/2019, tương ứng doanh thu tăng.
  - ✓ Chi phí lãi vay Q4/2020 giả định tương đương Q3/2020
  - ✓ Lỗ tỷ giá trong Q4 giả định không đáng kể (mặc dù chúng tôi cho rằng yếu tố này vẫn khá biến động)
  - ✓ Tỷ lệ chi phí quản lý/ doanh thu trong Q4 giả định tương đương Q3

- Do KQKD ấn tượng trong 9T2020, LNST năm 2020 có thể đạt 1,48 nghìn tỷ đồng (+26% YoY) sau khi tính đến kết quả Q4, vẫn cao hơn 12% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi giữ ước tính ban đầu do tỷ giá hối đoái (USD & JPY) biến động trong thời gian còn lại của năm 2020.

**Triển vọng năm 2021: Lợi nhuận chịu ảnh hưởng do hợp đồng PPA sửa đổi** (vui lòng xem [ước tính đầy đủ năm 2021](#) của chúng tôi)

Sau KQKD năm 2020 mạnh mẽ, chúng tôi ước tính LNST năm 2021 giảm -37,6% YoY. Công ty ước tính giảm "giá cố định" trong giá PPA đối với hai nhà máy Hải Phòng 1 và Hải Phòng 2. Do đó, chúng tôi cho rằng giá cố định sẽ giảm 150 đồng/ kWh (-25%), dựa trên ước tính giá PPA giảm -8%. Ngoài ra, giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) ước tính giảm -3% do lượng mưa ước tính tăng trong 6T2021. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận năm 2021 giảm -9% YoY và -37% YoY (giá định sản lượng điện không đổi).

<b>Bảng 5: Kết quả kinh doanh theo quý của HND (tỷ đồng)</b>	<b>Q1/19</b>	<b>Q1/20</b>	<b>Q2/19</b>	<b>Q2/20</b>	<b>6T19</b>	<b>6T20</b>	<b>Q3/19</b>	<b>Q3/20</b>	<b>9T19</b>	<b>9T20</b>
<b>Tổng sản lượng (triệu kwh)</b>	<b>1.600</b>	<b>2.000</b>	<b>2.061</b>	<b>1.900</b>	<b>3.661</b>	<b>3.900</b>	<b>1.522</b>	<b>1.360</b>	<b>5.183</b>	<b>5.260</b>
%YoY		25,0%		-7,8%		6,5%		-10,6%		1,5%
Qc (triệu kwh)	1.300	1.400	1.798	1.900	3.098	3.300	1.150	1.380	4.248	4.680
%Qc	81%	70%	87%	100%	85%	85%	76%	101%	82%	89%
<b>Doanh thu</b>	<b>2.442</b>	<b>3.024</b>	<b>3.313</b>	<b>3.127</b>	<b>5.754</b>	<b>6.151</b>	<b>2.326</b>	<b>2.286</b>	<b>8.080</b>	<b>8.437</b>
%YoY		23,8%		-5,6%		6,9%		-1,7%		4,4%
Giá bán trung bình (VND/kwh)	1.526	1.512	1.607	1.646	1.572	1.577	1.528	1.681	1.559	1.604
%YoY		-0,9%		2,4%		0,3%		10,0%		2,9%
<b>Cơ cấu giá vốn hàng bán</b>										
<b>Nhiên liệu đầu vào</b>	<b>1.569</b>	<b>1.995</b>	<b>2.067</b>	<b>1.897</b>	<b>3.636</b>	<b>3.892</b>	<b>1.510</b>	<b>1.375</b>	<b>5.146</b>	<b>5.267</b>
theo kwh (VND/kwh)	981	998	1.003	998	993	998	992	1.011	993	1.001
%YoY		1,7%		-0,5%		0,5%		1,9%		0,9%
Nhân viên	57	51	57	50	114	101	30	49	144	150
Khấu hao	454	444	443	443	897	887	444	444	1.341	1.331
Thuê ngoài	8	10	10	12	18	22	15	15	33	37
Khác	154	156	158	155	312	311	160	160	472	471
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>241</b>	<b>393</b>	<b>615</b>	<b>589</b>	<b>856</b>	<b>983</b>	<b>210</b>	<b>266</b>	<b>1.066</b>	<b>1.249</b>
%Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,9%	13,0%	18,6%	18,8%	14,9%	16,0%	9,0%	11,6%	13,2%	14,8%
Thu nhập tài chính	9	11	6	11	15	21	4	9	18	31
Chi phí tài chính	-104	-168	-147	-4	-251	-172	-75	-68	-325	-240
Chi phí lãi vay	-104	-80	-100	-69	-204	-148	-93	-64	-297	-213
Chi phí quản lý	(40)	(25)	(39)	(21)	(79)	(46)	(43)	(23)	(123)	(69)
%doanh thu	1,7%	0,8%	1,2%	0,7%	1,4%	0,7%	1,9%	1,0%	1,5%	0,8%
<b>Thu nhập từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>105</b>	<b>211</b>	<b>436</b>	<b>575</b>	<b>540</b>	<b>786</b>	<b>96</b>	<b>184</b>	<b>636</b>	<b>971</b>
Thu nhập khác	0	-1	0	-1	0	-1	4	0	3	-2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>105</b>	<b>211</b>	<b>435</b>	<b>574</b>	<b>540</b>	<b>785</b>	<b>100</b>	<b>184</b>	<b>639</b>	<b>969</b>
%Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	4,3%	7,0%	13,1%	18,4%	9,4%	12,8%	4,3%	8,0%	7,9%	11,5%
%YoY		101,3%		32,0%		45,5%		84,4%		51,5%
Thuế TNDN	-5	-10,5	-20	-28,7	-25	-39,2	-7	-9,2	-32	-48,4
%thuế suất	5%	5%	5%	5%	5%	5%	7%	5%	5%	5%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>100</b>	<b>200</b>	<b>415</b>	<b>546</b>	<b>515</b>	<b>746</b>	<b>93</b>	<b>175</b>	<b>607</b>	<b>921</b>
%Tỷ suất lợi nhuận ròng	4,1%	6,6%	12,5%	17,5%	8,9%	12,1%	4,0%	7,6%	7,5%	10,9%
%YoY		100,9%		31,5%		44,9%		88,4%		51,5%

Nguồn: HND, SSI Research

## Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại (PPC: HOSE): Duy trì xếp hạng Phù hợp Thị trường

**Quan điểm đầu tư:** Chúng tôi điều chỉnh tăng khoảng 9% dự báo lợi nhuận dựa trên tiêu thụ điện toàn quốc cải thiện trong Q3 khiến sản lượng điện sản xuất tăng và giá CGM tốt hơn. Do đó, ước tính lợi nhuận 2021 tăng nhẹ 4,6% YoY. Giá mục tiêu 1 năm ước tính tăng 5% lên 27.200 đồng - tăng 16% so với giá đóng cửa ngày 19/10/2020 và hệ số thu nhập trên đầu tư (ROI) là 24,5% (bao gồm tỷ suất cổ tức 8,5%). Do tăng trưởng lợi nhuận năm 2021 ở mức hạn chế +4,6% YoY, chúng tôi vẫn giữ nguyên xếp hạng Phù hợp thị trường đối với cổ phiếu này.

### Tin cập nhật

Lũy kế 9T2020, công ty hoàn thành 77%, 73% và 53% ước tính của chúng tôi về sản lượng sản xuất, doanh thu và lợi nhuận trước thuế.

Về KQKD Q3/2020, tổng lợi nhuận trước thuế giảm -53,3% YoY, trái ngược với kết quả của HND, dựa trên lý do sau:

- Sản lượng điện trong Q3/2020 giảm -18,1% YoY chủ yếu là do nhu cầu thấp trong tháng 7 (-28,6% YoY) & tháng 8 (-33% YoY). Tuy nhiên, sản lượng đã hồi phục 17% YoY vào tháng 9 (một phần do nhu cầu toàn quốc tăng trở lại).
- Giá bán trung bình (ASP) giảm -3,1% YoY và giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh (giá CGM) giảm -33,3% YoY do nhu cầu yếu trong tháng 7, tháng 8 và mùa mưa.
- Tổng doanh thu do đó giảm -20,5% YoY.
- Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q3/2020 giảm -130 bps xuống còn 7,7% (từ mức 9% trong Q3/2019) do giá than đầu vào tăng + 2,5% YoY. Tác động tiêu cực của giá than trong Q3/2020 đã được bù đắp một phần nhờ %Qc tăng lên 87% (so với 67% trong Q3/2019).
- Lợi nhuận giảm cũng do thu nhập lãi vay giảm và chi phí dự phòng tăng. (1) Thu nhập lãi đạt 20 tỷ đồng (-41% YoY). (2) Trong quý 3/2019, công ty đã hoàn nhập 37 tỷ đồng dự phòng đầu tư. Chi phí dự phòng trong quý 3/2020 là 9 tỷ đồng.

### Triển vọng 2020

- Trong **báo cáo trước** của chúng tôi, tổng lợi nhuận trước thuế ước tính đạt 1,13 nghìn tỷ đồng (-26% YoY)
- Về KQKD Q4/2020, chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế sẽ giảm nhẹ -16% YoY do thiếu vắng lợi nhuận bất thường, cụ thể như sau:
  - ✓ Mặc dù giá CGM giảm so với cùng kỳ năm trước, chúng tôi ước tính doanh thu trong quý 4 sẽ chỉ giảm từ -2 đến -5% YoY nhờ tiềm năng sản lượng hồi phục bền vững. Như đã kể trên, sản lượng tăng trở lại 17% YoY trong tháng 9, báo hiệu tiêu thụ điện toàn quốc phục hồi. Sản lượng tăng giúp hạn chế tác động của giá bán trung bình hoặc giá CGM giảm. Giá CGM giảm do mùa mưa sẽ ít tác động tiêu cực hơn khi tiêu thụ điện toàn quốc cải thiện.
  - ✓ Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q4/2020 giả định là 18,3% so với mức 22,6% trong Q4/2019. Cần lưu ý trong Q4/2019, công ty có 119 tỷ đồng thu nhập bất thường – đây là khoản lỗ chênh lệch tỷ giá năm 2017 do EVN thanh toán. Nếu không bao gồm khoản lãi bất thường này, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt khoảng 18%.
  - ✓ Thu nhập tài chính trong quý 4/2020 ước tính không đổi so với cùng kỳ năm trước. Thu nhập lãi ước tính đạt 32 tỷ đồng trong Q4/2020 (giống như Q4/2019) phần lớn là do khoản tiền gửi ngắn hạn mới trị giá 1,54 nghìn tỷ đồng (tính đến ngày 30/09/2020). Cổ tức nhận được từ HND & QTP ước tính là 80 tỷ đồng.



- Dựa trên KQKD 9T2020 và ước tính Q4/2020, chúng tôi điều chỉnh giảm 4% ước tính lợi nhuận trước thuế 2020 còn 1,09 nghìn tỷ đồng (-29% YoY).

### Triển vọng 2021

Bảng 6: Giá định chính	UT cũ 2020	UT mới 2020	2021	UT cũ 2021	Thay đổi	Lý giải
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kwh)	5.529	5.529	5.529	5.309	4%	Sản lượng 2021 tăng 4% do nhu cầu điện toàn quốc cải thiện
%tăng trưởng yoy	0,4%	0,4%	0,0%	-4,0%		
%Qc	85%	85%	83%	80%		%Qc tăng lên 83% từ 80% do nhu cầu cải thiện (nhưng vẫn thấp hơn mức 2020 do thủy điện đạt kết quả tốt hơn trong 6T2021)
Giá CGM	1.101	1.019	1.038			Giá CGM tăng ~2% nhờ nhu cầu cải thiện
Tổng doanh thu (bao gồm thu nhập tài chính & TN khác)	8.720	8.668	8.445	8.249	2%	Mức giảm doanh thu ít dần
%tăng trưởng yoy	2,6%	2,0%	-2,6%	-4,8%		
Lợi nhuận trước thuế	1.138	1.090	1.140	1.050	9%	Lợi nhuận sẽ tăng nhờ sản lượng, %Qc và giá CGM tốt hơn, %Qc điều chỉnh tăng sẽ giảm thiểu tác động từ giá than đầu vào tăng so với giá định trước,
%tăng trưởng yoy	-25,6%	-28,7%	4,6%	-3,7%		

Bảng 7: KQKD PPC theo quý (tỷ đồng)	Q3/19	Q3/20	%YoY	9T19	9T20	%YoY
Doanh thu báo cáo (tỷ đồng)	1.958	1.557	-20,5%	5.908	6.057	2,5%
Doanh thu cốt lõi (tỷ đồng)	1.953	1.550	-20,6%	5.793	6.050	4,4%
Tổng sản lượng (triệu kWh)	1.341	1.098	-18,1%	3.982	4.267	7,2%
Qc (triệu kWh)	900	959	6,6%	3.164	3.549	12,2%
%Qc	67%	87%		79%	83%	
Giá bán trung bình (đồng /kwh)	1.457	1.412	-3,1%	1.455	1.418	-2,6%
Giá FMP trung bình (đồng /kwh)	1.218	813	-33,3%	1.181	1.006	-14,8%
Giá SMP trung bình (đồng /kwh)	1.072	748	-30,2%	1.043	927	-11,1%
Giá CAN trung bình (đồng /kwh)	145	64	-55,7%	138	80	-42,4%
Giá vốn hàng bán (tỷ đồng)	1.783	1.438		5.136	5.603	
Chi phí trên mỗi kwh (vnd/kwh)	1.330	1.310	-1,5%	1.290	1.313	1,8%
Lợi nhuận gộp báo cáo (tỷ đồng)	175	119		772	454	
Lợi nhuận gộp cốt lõi (tỷ đồng)	175	119		666	454	
Lợi nhuận gộp cốt lõi /kwh (vnd/kwh)	130	108		167	106	
%Tỷ suất lợi nhuận gộp cốt lõi	9,0%	7,7%		11,5%	7,5%	
Than + FO	1.597	1.340		4.464	4.898	
trên kwh	1.191	1.220	2,4%	1.121	1.148	2,4%
Lợi nhuận trước thuế báo cáo (Tỷ đồng)	240	112	-53,3%	947	595	-37,2%
Lợi nhuận trước thuế cốt lõi (Tỷ đồng)	240	112		841	595	-29,3%

Nguồn: PPC

\* Trong Q1/2019, công ty báo cáo thu nhập bất thường trong tổng doanh thu là 106 tỷ đồng – EVN trả khoản lỗ chênh lệch tỷ giá năm 2016

\* Trong Q4/2019, công ty cũng thu nhập bất thường nữa là 119 tỷ đồng - EVN trả khoản lỗ chênh lệch tỷ giá năm 2017

\* Doanh thu cốt lõi, lợi nhuận gộp cốt lõi và thu nhập trước thuế cốt lõi đã trừ thu nhập bất thường, là khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trước đây.

<b>Bảng 8: Cơ cấu chi phí hoạt động của PPC (tỷ đồng)</b>	<b>Q3/19</b>	<b>Q3/20</b>	<b>%YoY</b>	<b>9T19</b>	<b>9T20</b>	<b>%YoY</b>
<b>Chi phí nhiên liệu (than)</b>	<b>1.598</b>	<b>1.340</b>		<b>4.475</b>	<b>4.905</b>	
<i>trên kwh</i>	1.191	1.220	2,4%	1.124	1.149	2,3%
Nhân viên	64	61		177	182	
Khấu hao	9	10		26	28	
Thuê ngoài	(1)	3		40	42	
<b>Khác (bao gồm chi phí bảo dưỡng, thuê và khác)</b>	<b>124</b>	<b>47</b>		<b>467</b>	<b>506</b>	
<i>trên kwh</i>	92	43	-53,4%	117	119	1,2%

Nguồn: PPC

<b>Bảng 8: Cơ cấu thu nhập và chi phí tài chính (tỷ đồng)</b>								
<b>Thu nhập tài chính</b>	<b>Q1/19</b>	<b>Q2/19</b>	<b>Q3/19</b>	<b>Q4/19</b>	<b>Q1/20</b>	<b>Q2/20</b>	<b>Q3/20</b>	<b>Q4/20 E</b>
Thu nhập lãi	34	33	34	32	21	17	20	32
Cổ tức	65	32	-	80	0	143	2	80
Lãi tỷ giá	5	(5)						
<b>Tổng</b>	<b>103</b>	<b>61</b>	<b>34</b>	<b>112</b>	<b>21</b>	<b>159</b>	<b>23</b>	<b>112</b>
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>Q1/19</b>	<b>Q2/19</b>	<b>Q3/19</b>	<b>Q4/19</b>	<b>Q1/20</b>	<b>Q2/20</b>	<b>Q3/20</b>	<b>Q4/20 E</b>
Chi phí lãi	2	5	3	2	1	1	0	
Lỗ tỷ giá		16	(7)	(4)				
Dự phòng đầu tư	124	(136)	(37)	17		(9)	9	
<b>Tổng</b>	<b>126</b>	<b>(115)</b>	<b>(41)</b>	<b>14</b>	<b>1</b>	<b>(8)</b>	<b>9</b>	<b>9</b>

Nguồn: PPC



## KHUYẾN CÁO

---

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

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

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

---

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

---

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

[phuonghv@ssi.com.vn](mailto:phuonghv@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

---

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

[nganlt@ssi.com.vn](mailto:nganlt@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

[tamtd@ssi.com.vn](mailto:tamtd@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

---

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

[quyenbn@ssi.com.vn](mailto:quyenbn@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

---

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

[thanhntk@ssi.com.vn](mailto:thanhntk@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

[tuntt@ssi.com.vn](mailto:tuntt@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

[tranglh@ssi.com.vn](mailto:tranglh@ssi.com.vn)

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

---

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

[tanntk@ssi.com.vn](mailto:tanntk@ssi.com.vn)

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715