Ngày 22/3/2021

CẬP NHẬT NGÀNH ĐIỆN:

Chi phí đầu vào cho hệ thống điện tăng

Điểm nhấn ngành

- Sản lượng hợp đồng Qc các nhà máy nhiệt điện giảm chủ yếu là do huy động sản lượng nhiều từ thuỷ điện và một phần đóng góp mới từ nhóm điện mặt trời.
- Nhóm nhiệt điện chịu tác động bất lợi do sản lượng hợp đồng thấp cùng với giá than và khí đầu vào tăng.
- Chi phí đầu vào cho hệ thống điện tăng chủ yếu do giá bán cao từ nhóm năng lượng tái tạo, cộng thêm giá khí cũng tăng khiến EVN phải cố gắng kiểm soát chi phí. Do đó, nhóm công ty năng lượng truyền thống có thể gặp khó khăn trong việc đàm phán/điều chỉnh hợp đồng mua bán điện (PPA) với EVN.
- Ngoài ra, áp lực để EVN tăng giá điện bán lẻ có xác suất cao do chi phí đầu vào tăng do nhóm năng lượng tái tạo giá khí tăng (các mỏ khí giá rẻ dần cạn kiệt và các mỏ khí mới có giá cao hơn đi vào khai thác như Sao Vàng Đại Nguyệt sẽ làm giá khí tăng).

Điểm nhấn các công ty chính

- REE: Năm 2021 tăng trưởng LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) của REE ước tính ở mức +8,3% so với cùng kỳ, hấp dẫn hơn so với mức tăng trưởng âm của các nhà máy điện khác (NT2: -35% YoY và PPC: -40% YoY). Tăng trưởng năm 2021 là nhờ mảng thủy điện, cùng với mảng cơ điện phục hồi. REE đang giao dịch ở mức PE 2021 là 9,6 lần, rẻ hơn nhiều so với các nhà máy điện khác như PPC là 18 lần, NT2 là 16 lần và POW là 15 lần. Chúng tôi xếp hạng Khả quan đối với các cổ phiếu, với giá mục tiêu 1 năm không đổi là 63.800 đồng/ cổ phiếu, tương ứng tăng 12,9% so với giá hiện tại.
- PPC: Chúng tôi xếp hạng Kém khả quan đối với, do triển vọng sản lượng phát điện ảm đạm. Điều này là do sản lượng dồi dào từ điện mặt trời và thủy điện, cùng với sản lượng hợp đồng giảm không thể bù đắp chi phí đầu vào tăng trong năm 2021. Giá mục tiêu 1 năm là 25.000 đồng/cp, giảm -1,6% so với giá hiện tại. Như đã thảo luận với ban lãnh đạo, cổ tức năm 2021 theo kế hoạch ở mức 10%, tương ứng lợi suất cổ tức 2021 là 3,5% - thấp hơn nhiều so với năm 2020 là 8%. Cổ tức tiền mặt giảm diễn biến theo triển vọng lợi nhuận năm 2021 cũng như công ty đang tiết kiệm tiền cho dự án môi trường sắp tới (capex từ 1,6-1,8 nghìn tỷ đồng).
- NT2: Chúng tôi duy trì xếp hạng Phù hợp thị trường đối với NT2 với giá mục tiêu 1 năm là 25.000 đồng/cp, tương ứng tăng 9,4% so với giá hiện tại. Theo ban lãnh đạo, NT2 đang lên kế hoạch chia cổ tức 2021 là 12%, tương ứng tỷ suất 5% - thấp hơn nhiều so với năm 2020 là 8%. Mặc dù triển vọng lợi nhuận kém tích cực cùng với giá khí tăng, yếu tố bất ngờ sẽ đến từ cổ tức tăng thêm liên quan đến thu nhập chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện trong 2015-2019. Cuối cùng, NT2 dự kiến trả hết nợ ngoại tệ trong nửa đầu năm 2021 – giúp cải thiện dòng tiền trong dài hạn và giảm rủi ro tỷ giá.
- PC1: Mặc dù LNST năm 2021 ước tính giảm nhẹ (-5% so với cùng kỳ) do thiếu vắng các dự án bất động sản, chúng tôi nhận thấy tăng trưởng năm 2022 (+34% so với cùng kỳ) sẽ đến từ ba dự án điện gió, dự án BĐS Vĩnh Hưng và Bắc Từ Liêm. Chúng tôi khuyến nghị Khả quan đối với PC1, giá mục tiêu 1 năm là 34.200 đồng/cp, tăng 13,6% so với giá hiện tại.

Hệ thống điện quốc gia sẽ tăng chi phí do năng lượng tái tạo

Về ngành điện, chúng tôi cập nhật một số điểm liên quan đến việc công suất năng lượng tái tạo tăng nhanh trong 2020 vừa qua, cụ thể là chi phí hàng năm của mảng này mà EVN áp dụng giá FIT cho các công ty con, như sau:

- Giá bán trung bình (ASP) của nguồn điện truyền thống (thủy điện, khí đốt và nhiệt điện than) là ~ 1.169 đồng/ kwh. Nếu so sánh FIT với giá bán trung bình, chúng tôi có hai kịch bản sau:

  (A) Nếu sử dụng FIT hiện tại, khoản chi phí tăng thêm để sử dụng nguồn năng lượng tái tạo ước tính khoảng 12,7 nghìn tỷ đồng (tổng cộng 17,7 nghìn tỷ đồng bao gồm điện gió).

  (B) Nếu sử dụng FIT dự thảo (7 cents/kwh), khoản chi phí tăng thêm sẽ thấp hơn ở mức 7,8 nghìn tỷ đồng (tổng cộng 10,7 nghìn tỷ đồng bao gồm điện gió).

  (lưu ý: không bao gồm các loại thuế ưu đãi)

- Do đó:

1. Sản lượng phát điện từ nhiệt điện có khả năng bị giảm huy động (tương đương với một số kế hoạch của NT2, PPC, HND) do một phần sản lượng mới tăng thêm từ nhóm năng lượng tái tạo (ĐMT) và nguồn sản lượng dồi dào từ nhóm thủy điện.

2. Với mức tăng trưởng tiêu thụ điện trên toàn quốc là 7% YoY, các công ty năng lượng tái tạo sẽ khó có thể hoạt động hết công suất thiết kế. Ngoài ra, từ cuối năm 2021 và đến năm 2022, hệ thống điện sẽ có thêm công suất từ các dự án điện gió (tuy nhiên nếu năm 2022 tình hình thuỷ văn kém khả quan hơn năm 2021 thì có thể không xảy ra tình trạng giảm huy động ở các nguồn năng lượng tái tạo).

3. Do giá FIT đối với năng lượng tái tạo ở mức cao, cùng với giá khí tăng, EVN cần kiểm soát chi phí đầu vào. Do đó, các công ty đang đàm phán lại hợp đồng PPA với EVN có thể gặp khó khăn. Theo quan điểm của chúng tôi, khả năng EVN sẽ phải tăng giá điện bán lẻ để bù đắp một phần chi phí đầu vào tăng, mặc dù EVN chưa có quyết định chính thức cho năm 2021.

Bảng 1: Tổng chi phí năng lượng tái tạo

	Sản lượng điện thương mại	% YoY	Công suất	%Công suất	Giá bán trung bình	(1) Tổng chi phí tính theo mức giá hiện tại	(2) Tổng chi phí tính theo giá FIT là 7 USD/kwh	(3) Tổng chi phí tính theo ASP nguồn điện truyền thống	(A) = (1) - (3)	(B)= (2) - (3)
	(GWh)		*(MW)*	*%*	*(VND/kwh)*	*(tỷ đồng)*	*(tỷ đồng)*	*(tỷ đồng)*	*(tỷ đồng)*	*(tỷ đồng)*
Thủy điện	**82.290**	**30%**	**20.685**	**52%**	**857**	**70.496**				
Nhiệt điện	**130.984**	**-5%**	**29.461**	**58%**	**1.325**	**181.027**				
Trang trại điện mặt trời trước T6/2019	*5.111*		*5.159*	*13%*	*2.166*	*11.071*	*8.395*	*5.975*	*5.096*	*2.420*
Trang trại điện mặt trời từ T7/2019-T12/2020	*3.647*		*3.681*	*13%*	*1.642*	*5.990*	*5.990*	*4.264*	*1.727*	*1.727*
Điện mặt trời áp mái từ T7/2019-T12/2020	*7.728*		*7.800*	*13%*	*1.941*	*15.002*	*12.693*	*9.034*	*5.968*	*3.659*
Điện mặt trời	16.486	57%	16.640			**32.063**	**27.078**	**19.272**	**12.791**	**7.806**
Nhập khẩu & nguồn khác	-		1.842			-	-	-	-	-
Điện gió trước 1/1/2021	6.212		10.188	8%	1.969	**12.231**	**10.202**	**7.261**	**4.970**	**2.941**
Tổng (trừ điện gió)	**229.760**	7%			**Trừ điện gió**	**283.586**	**278.601**	**270.795**	**12.791**	**7.806**
					Bao gồm điện gió	**295.818**	**288.803**	**278.057**	**17.761**	**10.747**

Nguồn: EVN, SSI Research

Bảng 2: Giả định giá khí năm 2021

	FO (trung bình) USD/tấn	Brent USD/thùng	46%FO USD/mbtu	SVDN (*) đã gồm thuế USD/mbtu	SVDN + 46% FO USD/mbtu
2020	243	43,00	5,97	9,40	5,97
2021E	300	52,00	6,50	9,54	7,05

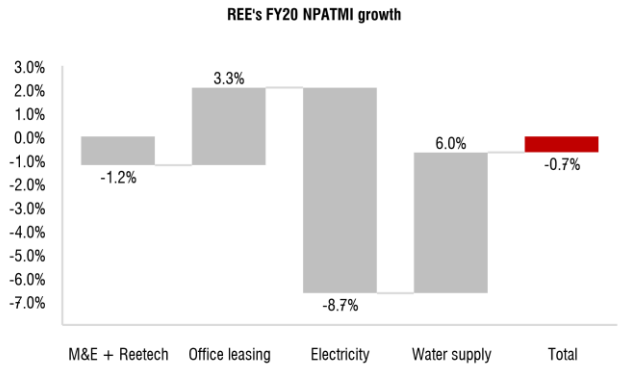
Nguồn: EVN, MOIT, SSI Research. (*) Sao Vàng Đại Nguyệt

REE: Tăng trưởng lợi nhuận 2021 khả quan vượt các công ty trong ngành

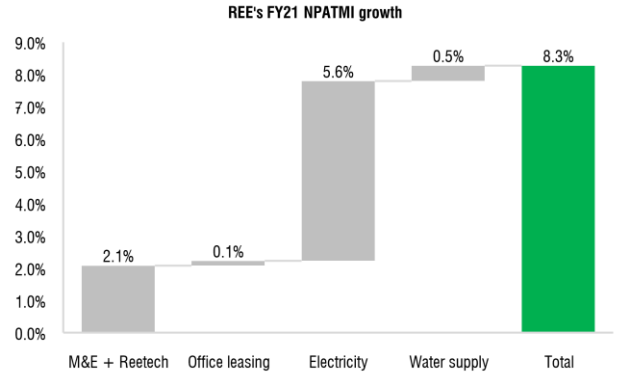
Tóm tắt đầu tư: Năm 2021 tăng trưởng LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) của REE ước tính ở mức +8,3% so với cùng kỳ, hấp dẫn hơn so với mức lỗ của các nhà máy điện khác (NT2: -35% YoY và PPC: -40% YoY). REE đang giao dịch ở mức PE 2021 là 9,6 lần, rẻ hơn nhiều so với các nhà máy điện khác như PPC là 18 lần, NT2 là 16 lần và POW là 15 lần. Chúng tôi xếp hạng Khả quan đối với các cổ phiếu, với giá mục tiêu 1 năm không đổi là 63.800 đồng/ cổ phiếu, tương ứng tăng 12,9% so với giá hiện tại dựa trên các luận điểm sau:

- Nhờ điều kiện thuỷ văn thuận lợi, các nhà máy thủy điện sẽ hoạt động tốt hơn các loại hình khác
- Ba dự án điện gió với tổng công suất 76MW (đã điều chỉnh tỷ lệ sở hữu) sẽ khởi động trước tháng 11/2021 (xem Bảng 6 để biết các chỉ số chính của các dự án).
- Mảng M&E nắm bắt được sự phục hồi của thị trường bất động sản. Ngoài ra, đại dự án Sân bay Long Thành tiềm năng cũng có thể đóng góp mức tăng đáng kể.
- Trong nửa cuối năm 2023, dự án E-Town 6 sẽ nâng diện tích văn phòng cho thuê lên gần 195.000 m2, từ 133.000 m2.

Biểu đồ 3: KQKD 2020 tốt hơn nhiều so với ước tính (xem tại đây)



Biểu đồ 4: Lợi nhuận ròng 2021 sẽ nhờ vào mảng điện



Nguồn: REE, SSI Research

Bảng 5: Ước tính năm 2021 của REE

	2019A	2020A	%yoy	FY21E	%YoY
Doanh thu					
M&E + Reetech	3.172	3.475	9,6%	4.013	*15,5%*
Cho thuê + BĐS	927	987	6,5%	1.027	*4,1%*
Điện	789	1.178	49,3%	1.565	*32,8%*
Tổng doanh thu	**4.888**	**5.640**	**15,4%**	**6.605**	***17,1%***
NPATMI					
M&E + Reetech	245	225	-8,2%	259	*15,1%*
Cho thuê + BĐS	461	515	11,7%	517	*0,4%*
Điện + cấp nước	976	929	-4,8%	985	*6,1%*
Điện	813	670	-17,6%	761	*13,5%*
Cấp nước	163	259	82,4%	225	*3,6%*
Khác	(44)	(42)			
Tổng NPATMI	**1.638**	**1.627**	**-0,7%**	**1.762**	***8,3%***

Nguồn: REE, SSI Research

Tăng trưởng lợi nhuận 2021 của REE ước tính là + 8,3% YoY. Tăng trưởng năm 2021 thấp hơn ước tính trước đó của chúng tôi (+ 17,5%) trong báo cáo triển vọng ngành Điện (tại đây) do kết quả năm 2020 tốt hơn kỳ vọng. Ước tính năm 2021 dựa trên các giả định sau:

- Mảng M&E: Dựa trên triển vọng ngành bất động sản cũng như mảng xây dựng và M&E, chúng tôi ước tính giá trị đơn đặt hàng mới năm 2021 tăng lên 3 nghìn tỷ đồng (so với 2 nghìn tỷ đồng vào năm 2020). Đại dự án sân bay Long Thành – GĐ1, đây sẽ là thương vụ tiềm năng cho REE trong giai đoạn 2021-2025.

- Cho thuê văn phòng: Chúng tôi ước tính hoạt động cho thuê văn phòng của REE năm 2021 có dòng tiền ổn định trước khi khai trương dự án văn phòng E-Town 6 trong nửa cuối năm 2023. E-Town 6 sẽ nâng tổng diện tích cho thuê từ 133.000 m2 lên gần 195.000 m2. Nhờ xếp hạng tín nhiệm cao, REE đã phát hành thành công trái phiếu doanh nghiệp kỳ hạn 10 năm trị giá 2,3 nghìn tỷ đồng (lãi suất 7%) để tài trợ cho dự án lớn này.

- Điện năng:

  (1) Phân khúc thủy điện ước tính hưởng lợi từ hiện tượng La Nina mở rộng với lượng mưa tăng vào năm 2021, sát với kịch bản tốt nhất của chúng tôi (xem báo cáo ngày 09-11-2020).

  (2) Ước tính lợi nhuận của nhà máy nhiệt điện Phả Lại giảm -40% so với cùng kỳ do tổng sản lượng phát điện giảm, tỷ trọng sản lượng hợp đồng giảm (từ 90% năm 2020 xuống 79% năm 2021) và giá than tăng 5%. Theo quan điểm của chúng tôi, do sản lượng điện mặt trời và thủy điện dồi dào, nhiều khả năng EVN sẽ giảm công suất hoạt động của các nhà máy nhiệt điện. Gần một nửa nhu cầu than ở Việt Nam là nhập khẩu, chủ yếu là từ Úc và Indonesia (khoảng 68% tổng sản lượng nhập khẩu). Than nhiệt nhập khẩu từ Úc và Indonesia đã tăng mạnh so với đầu năm (+23% YoY).

  (3) Theo xu hướng giảm tỷ lệ CO2 trong không khí, REE sẽ khởi động ba dự án điện gió trước tháng 11/2021, với các chỉ số sau:

Bảng 6: Các chỉ số chính của dự án điện gió

	Trà Vinh	Phú Lạc 2	Lợi Hải 2
Loại hình	Ngoài khơi	Trên bờ	Trên bờ
Địa điểm	Trà Vinh	Bình Thuận	Ninh Thuận
Công suất	48	26	29
% cổ phần REE	100%	50%	51%
Vốn đầu tư (tỷ đồng/MW), bao gồm VAT & IDC	44	38	38
Sản lượng thiết kế	158	84	99
%Công suất	38%	37%	39%
FIT (US cent/kWh)	9,8	8,5	8,5
Lãi suất ngân hàng	7,0%	7,0%	7,0%
% Nợ vay	64%	70%	70%
% Chi phí G&A và O&M/ doanh thu	12,0%	11,0%	11,0%
% Chi phí khác (dự phòng, bảo hiểm…)	2,0%	1,5%	1,5%
% Chiết khấu	10,7%	11,5%	11,5%
% IRR dự báo	15,2%	15,2%	16,0%
NPV (tỷ đồng)	580	220	300
NPV @cổ phần REE	*580*	*110*	*153*
Lợi nhuận sau thuế 2021 (tỷ đồng)	32	14	18
Lợi nhuận sau thuế 2021 @cổ phần REE	*32*	*7*	*9*
PE 2021 tương ứng cho dự án	17,9	15,4	16,5

Tóm tắt định giá REE

Bảng 7: Tóm tắt định giá (KB cơ sở)	Giá trị	Tỷ trọng
DCF	61.928	40%
SOTP	65.144	60%
Giá mục tiêu	**63.800**	
Tăng giá	**16%**	
PE 2021 tương ứng	11,2	

Cập nhật định giá theo SOTP	NPATMI 2021 (tỷ đồng)	PE mục tiêu	Giá trị (tỷ đồng)
M&E	259	9,0	2.330
Tiện ích			
Nhiệt điện than	189	9,0	1.702
Thủy điện	571	11,0	6.286
Cấp nước	225	10,0	2.248
Điện gió			907
Cho thuê	517	13,0	6.725
Tổng			**20.198**
SLCP đang lưu hành			310.050.926
Giá trị doanh nghiệp			**65.144**

- Đầu tiên, chúng tôi đặt trọng số của phương pháp SOTP là 60% để định giá lại phân khúc, thay vì ước tính tổng hợp theo phương pháp DCF.

- Phương pháp DCF: Chúng tôi nâng tốc độ tăng trưởng lên 3% từ 2% để phản ánh tăng trưởng dài hạn từ dự án E-Town 6 và tiềm năng tăng trưởng từ các dự án điện gió. Theo Quy hoạch Điện VIII, dự án điện gió có công suất 600 MW sẽ chính thức khởi động và dự án 3GW đang trong quá trình xây dựng. Đến năm 2025, điện gió vẫn còn dư địa mở rộng rất lớn, với công suất 7,4GW.

- Phương pháp SOTP:

  (1) Chúng tôi tăng PE mục tiêu mảng M&E lên 9 lần so với mức 7 lần trước đó, nhờ thị trường bất động sản hồi phục.

  (2) Chúng tôi cũng tăng PE mục tiêu mảng thủy điện lên 11 lần từ mức 10 lần dựa trên nhận định các nhà máy thủy điện hoạt động tốt hơn các nhà máy nhiệt điện vào năm 2021 nhờ La Nina. Về dài hạn, thủy điện sẽ là ưu tiên hàng đầu do giá bán thấp hơn so với giá bán trung bình từ các nhà máy nhiệt điện và năng lượng tái tạo.

  (3) Chúng tôi cũng tính NPV của các dự án điện gió của REE vào mô hình SOTP, vì chúng tôi cho rằng các dự án sẽ hoàn thành đúng thời hạn.

PPC: Sản lượng điện mặt trời mạnh mẽ và nguồn thủy điện thuận lợi làm giảm sản lượng và lợi nhuận các nhà máy nhiệt điện

Bảng 8: Dự báo lợi nhuận PPC (tỷ đồng)

	2020	2021F	%YoY	
Doanh thu thuần	7.929	6.416	-19,1%	Nhận định của chúng tôi: Do sản lượng điện mặt trời và thủy điện dồi dào. EVN có thể giảm sản lượng từ các nhà máy nhiệt điện
Sản lượng (triệu kwh)	5.265	4.240	-19,5%	
Qc (triệu kwh)	4.728	3.365	-28,8%	
%Qc	*90%*	*79%*		
Lợi nhuận gộp	1.009	487		Sản lượng hợp đồng (Qc) giảm không thể bù đắp giá than nhiệt tăng 5% YoY, Vinacomin vẫn chưa đưa ra quyết định. nhưng chúng tôi giả định rằng Vinacomin sẽ tăng giá 5% do chi phí nhập khẩu tăng, Gần một nửa tổng nhu cầu than ở Việt Nam đến từ các nguồn nhập khẩu. chủ yếu là từ Úc và Indonesia (khoảng 68% trên tổng sản lượng nhập khẩu), Than nhiệt nhập khẩu từ Úc và Indonesia đã tăng mạnh từ đầu năm 2021 (+ 23% YoY),
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*12,7%*	*7,6%*		
Thu nhập tài chính	287	314		Cổ tức từ QTP và HND
Chi phí SG&A	-81	-81		
Lợi nhuận trước thuế	1.211	719		
Lợi nhuận ròng	1.011	600	-40,6%	Chủ yếu do sản lượng giảm và chi phí đầu vào tăng
Tỷ suất lợi nhuận ròng	*12,8%*	*9,4%*		

Tóm tắt đầu tư: Chúng tôi xếp hạng Kém khả quan đối với, do triển vọng sản lượng phát điện ảm đạm. Điều này là do sản lượng dồi dào từ điện mặt trời và thủy điện, cùng với sản lượng hợp đồng giảm không thể bù đắp chi phí đầu vào tăng trong năm 2021. Giá mục tiêu 1 năm là 25.000 đồng/cp, giảm -1,6% so với giá hiện tại. Như đã thảo luận với ban lãnh đạo, cổ tức năm 2021 theo kế hoạch ở mức 10%, tương ứng lợi suất cổ tức 2021 là 3,5% - thấp hơn nhiều so với năm 2020 là 8%. Công ty đang tiết kiệm cho dự án môi trường sắp tới (capex từ 1,6-1,8 nghìn tỷ đồng).

Bảng 9: Giá mục tiêu cho PPC

	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
Phương pháp DCF	28.487	50%
Phương pháp EV/EBITDA	21.669	50%
Mục tiêu	**25.000**	
% tăng giá	-10%	
Giá mục tiêu trước	26.000	
% thay đổi	-4%	

NT2: Sản lượng hợp đồng giảm không thể bù đắp giá khí tăng

Bảng 10: Dự báo KQKD của NT2 (tỷ đồng)

	2020	2021F	%YoY	
Doanh thu thuần	6.082	6.888	13%	✓ Tổng sản lượng 2021 tăng do NT2 có đợt bảo trung tu trong năm 2020
Sản lượng (triệu kwh)	3.903	4.600	18%	✓ Theo NT2, sản lượng hợp đồng Qc theo kế hoạch sẽ giảm do sản lượng dồi dào từ nguồn điện mặt trời và thủy điện
Qc (triệu kwh)	3.725	3.290	-12%	
%Qc	*95%*	*72%*		✓ Ngoài ra, giá cố định theo PPA đã giảm 37 đồng/kwh (so với giả định trước là giảm 40 đồng/kwh)
Giá khí (USD/mbtu)	5,97	7,05	18%	✓ Sản lượng hợp đồng giảm không thể bù đắp giá khi tăng
Lợi nhuận gộp	895	499		✓ Giá khí tăng do mỏ khí mới – Sao Vàng Đại Nguyệt – sát với giả định của chúng tôi
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*14,7%*	*7,2%*		
Thu nhập tài chính	18	3		
Chi phí tài chính	-160	-8		
SG&A	-85	-76		
Lợi nhuận trước thuế	663	430		
Lợi nhuận ròng	625	409	-35%	Lợi nhuận giảm do điều chỉnh giảm PPA, sản lượng hợp đồng giảm và giá khí tăng
Tỷ suất lợi nhuận ròng	*10,3%*	*5,9%*		

Bảng 11: Giả định giá khí 2021 đối với NT2

	FO (trung bình) USD/tấn	46%FO USD/mbtu	SVDN + thuế USD/mbtu	SVDN + 46% FO USD/mbtu
2020	**243**	**5,97**	**9,40**	**5,97**
2021E	**300**	**6,50**	**9,54**	**7,05**

Nguồn: EVN, MOIT, SSI Research

Tóm tắt đầu tư: Chúng tôi duy trì xếp hạng Phù hợp thị trường đối với NT2 với giá mục tiêu 1 năm là 25.000 đồng/cp, tương ứng tăng 9,4% so với giá hiện tại. Theo ban lãnh đạo, NT2 đang lên kế hoạch chia cổ tức 2021 là 12%, tương ứng tỷ suất 5% - thấp hơn nhiều so với năm 2020 là 8%. Chúng tôi kỳ vọng cổ tức tăng thêm đến từ thu nhập chênh lệch tỷ giá trong năm 2015-2019. Cuối cùng, NT2 ước tính trả hết nợ ngoại tệ trong nửa đầu năm 2021, giúp cải thiện dòng tiền và giảm rủi ro tỷ giá.

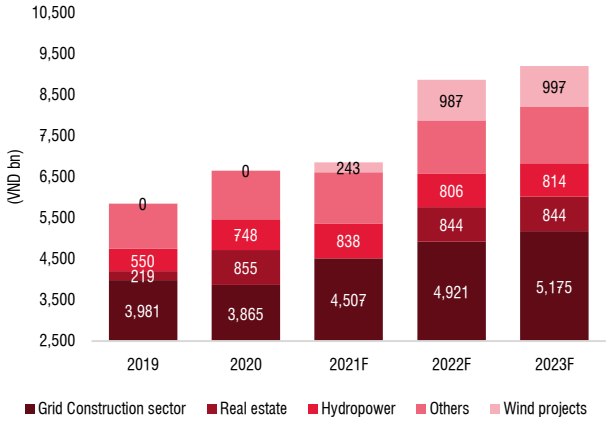
Bảng 12: Tóm tắt định giá NT2

	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Hệ số mục tiêu	
Phương pháp DCF	28.240	50%		
Phương pháp EV/EBITDA	21.774	50%	6,5	
Giá trị hợp lý (đồng/cp)	**25.000**			
Chiết khấu	*0%*			Chúng tôi bỏ chiết khấu 10% do hợp đồng PPA sửa đổi chính thức sát với ước tính
Giá mục tiêu	**25.000**			
% tăng giá	*11%*			
Giá mục tiêu ban đầu	**23.000**			
% thay đổi	*9%*			Chủ yếu do bỏ chiết khấu 10%

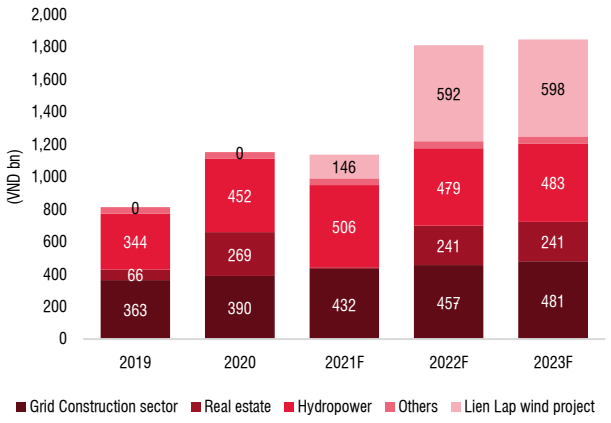
PC1: Tập trung vào dự án điện gió, lợi nhuận tăng mạnh trong năm 2022

Biểu đồ 13: PC1 đang tạo dựng lợi nhuận mạnh mẽ vào năm 2022 nhờ các dự án điện gió & mảng bất động sản. Trong khi đó, vào năm 2021, mảng xây dựng và thủy điện sẽ bù đắp cho sự thiếu hụt các dự án bất động sản.

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: Công ty, SSI Research

Triển vọng năm 2021: Mảng xây lắp điện & thủy điện sẽ bù đắp sự thiếu hụt các dự án bất động sản

- Mảng xây lắp điện:

(1) Công suất điện mặt trời mạnh mẽ sẽ thúc đẩy xây lắp điện trong những năm tới. Vào cuối năm 2020, tổng công suất điện mặt trời tăng gấp ba lần lên 16,6 GW so với năm 2019 (5 GW). EVN cũng nhấn mạnh điểm nghẽn lưới điện khu vực miền Trung. Do đó, trong dự thảo Quy hoạch Điện VII, vốn đầu tư xây lắp điện ước tính khoảng 85 nghìn tỷ đồng, gấp đôi mức giải ngân thực tế trong giai đoạn 2016-2018 (Bảng 14 & 18); và

(2) Quy mô thị trường của điện gió dự kiến sẽ vào khoảng 92,5 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2021-2025, tạo tiềm năng cho mảng xây dựng của PC1. Vào cuối năm 2020, công suất các dự án điện gió đạt khoảng 600MW trong khi ước tính khoảng 3GW đang được xây dựng. Điều này cho thấy các dự án điện gió có thể tăng công suất lên khoảng 7,4GW đến năm 2025. Với giả định vốn đầu tư cho mỗi MW là 41 tỷ đồng, tổng vốn đầu tư ước tính là 308 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2021-2025, trong đó khoảng 92,5 nghìn tỷ đồng là vốn đầu tư xây dựng (trong khi phần còn lại là dành cho thiết bị gió). Theo ban lãnh đạo, PC1 đặt mục tiêu đạt khoảng 30% thị phần xây dựng, tương đương với 5,5 nghìn tỷ đồng đơn hàng mới mỗi năm trong giai đoạn 2021-2025.

Bảng 14: Xây lắp điện lưới toàn quốc: Giải ngân thực tế so với kế hoạch (tỷ đồng)	
Quy hoạch Điện VII (2016-2020) sửa đổi	214.665
Mỗi năm	42.933
Giải ngân 2016-2018 theo kế hoạch	35.348
Quy hoạch điện VIII (2021-2025)	424.689
Mỗi năm	**84.938**

Nguồn: PDP VII revised, tentative PDP VIII, Quy hoạch điện VII sửa đổi, Quy hoạch điện VIII dự thảo

Mảng bất động sản: Dự án BĐS Vĩnh Hưng trì hoãn đến năm 2022, theo công ty

- Mảng thủy điện: Mộng Ân, Sông Nhiệm 4 và Bảo Lạc B sẽ đi vào hoạt động đầy đủ vào năm 2021 (các nhà máy này đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2020). Ngoài ra, La Nina sẽ giúp tăng sản lượng phát điện cho các nhà máy thủy điện của PC1.

- Mảng điện gió: Liên Lập, Phong Nguyên và Phong Huy có tổng công suất 144MW và sẽ đi vào hoạt động trước tháng 11/2021. Tính đến 31/12/2020, công ty có 582 tỷ đồng chi phí trả trước cho nhà cung cấp - Vestas, và 364 tỷ đồng chi phí xây dựng cơ bản dở dang - tương đương 17% vốn đầu tư. Các dự án điện gió sẽ được miễn thuế trong bốn năm đầu tiên và giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong chín năm tiếp theo.

Triển vọng 2022: Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ nhờ các dự án điện gió & mảng bất động sản

Mảng xây lắp điện: Tương tự như năm 2021, mảng này sẽ được thúc đẩy từ việc giải ngân cho các dự án xây lắp điện và điện gió trên toàn quốc.

Mảng bất động sản: Dự án Vĩnh Hưng và Bắc Từ Liêm giả định sẽ ghi nhận 50% doanh thu khi bàn giao vào Quý 2/2022 (phần còn lại ghi nhận vào năm 2023).

Mảng điện gió: Ba dự án điện gió đã đi vào hoạt động từ năm 2022 với Tỷ suất lợi nhuận ròng ~22% phù hợp với kế hoạch của công ty. Tỷ suất lợi nhuận ròng sẽ tăng lên khi công ty trả hết nợ.

Bảng 15: Ba dự án điện gió	2021	2022	2023	2024	2025
Sản lượng (triệu kWh)	120	479	477	475	472
Doanh thu (tỷ đồng)	**243,1**	**987,1**	**996,9**	**1006,8**	**1016,8**
Chi phí O&M + G&A (tỷ đồng)	(36,7)	(149,0)	(150,5)	(152,0)	(153,5)
Chi phí khác (tỷ đồng)	(12,2)	(49,4)	(49,8)	(50,3)	(50,8)
Khấu hao	(71)	(296)	(296)	(296)	(296)
EBITDA	**194,3**	**788,8**	**796,6**	**804,5**	**812,5**
Tỷ suất EBITDA	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*
Chi phí lãi vay	(69,8)	(272,3)	(245,1)	(217,9)	(190,6)
EBIT	**53,2**	**220,2**	**255,3**	**290,4**	**325,6**
Lợi nhuận sau thuế	**53,2**	**220,2**	**255,3**	**290,4**	**309,3**
Tỷ suất lợi nhuận ròng %	*22%*	*22%*	*26%*	*29%*	*30%*

Tóm tắt định giá

Bảng 16: Tóm tắt định giá PC1 (tỷ đồng)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
EBIT	897	1.280	1.298	1.134	1.161
Thuế TNDN (%)	*14,9%*	*14,7%*	*15,3%*	*15,0%*	*15,0%*
Cộng: Khấu hao	414	413	413	464	464
Trừ: CAPEX	5.341	633	633	0	0
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	463	-652	-231	-178	0
Dòng tiền tự do	-4.627	1.524	1.110	1.606	1.451
Giá trị cuối					14.143
Giá trị hiện tại	**-4.274**	**1.276**	**843**	**1.107**	**907**
Giá trị hiện tại của giá trị cuối					**9.745**
Tổng giá trị doanh nghiệp	11.144				
Vốn chủ sở hữu	6.545				
Giá mục tiêu (đồng/cp)	**34.200**				

- Chúng tôi đang sử dụng phương pháp DCF để xác định tăng trưởng dài hạn của PC1 dựa trên các dự án điện gió và dự án bất động sản Vĩnh Hưng/ Bắc Từ Liêm.

- Tổng NPV của ba dự án điện gió ước tính vào khoảng 990 tỷ đồng (IRR: 12,7%), chiếm khoảng 15% tổng vốn chủ sở hữu của PC1.

- Với giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi là 34.200 đồng, điều này cho thấy PE 2021 và 2022 lần lượt là 14,5 lần và 12 lần. Giá mục tiêu tăng 13,6% so với giá hiện tại.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị của chúng tôi: 1) các dự án điện gió tạm ngừng, 2) EVN thay đổi giải ngân đối với hoạt động xây lắp điện toàn quốc

Bảng 17: Công suất toàn quốc – KB cơ sở (MW)	2020	2025
Tổng	**69.258**	**102.193**
Nhiệt điện than	**20.431**	**29.523**
Trong nước	*14.281*	*16.841*
Nhập khẩu	*6.150*	*12.682*
Nhiệt điện khí	**7.097**	**13.157**
Trong nước	*7.097*	*9.054*
Thay đổi LNG	-	*803*
LNG		*2.700*
LNG (ICE+SCGT)		*600*
Nhiệt điện dầu	**1.933**	**898**
Thủy điện	**20.685**	**24.497**
Nhà máy thủy điện lớn	17.085	19.697
Nhà máy thủy điện nhỏ (<30MW)	3.600	4.800
Kết hợp	-	
Điện gió	**630**	**11.320**
Trên bờ	630	11.320
Ngoài khơi	-	-
Điện mặt trời	**16.640**	**17.240**
Biomass+ nguồn khác	**570**	**2.050**
Nhập khẩu	**1.272**	**3.508**
Nhập khẩu từ Trung Quốc	700	700
Nhập khâu từ Lào	572	2.808

Nguồn: Quy hoạch Điện VIII dự thảo

Bảng 18: Giá trị giải ngân dự án truyền tải điện (tỷ đồng)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
500 kV	3.338	4.739	7.515	7.083	6.224	5.636	4.677	4.622
220 kV	1.789	3.571	3.629	6.043	8.308	8.285	6.652	5.093
110 kV	3.053	3.294	5.281	4.480	5.870	6.969	9.639	9.458
Phân phối	4.594	5.177	8.568	10.236	11.629	15.083	15.718	14.212
Tổng capex	**12.774**	**16.781**	**24.993**	**27.842**	**32.031**	**35.973**	**36.686**	**33.385**

Nguồn: Quy hoạch Điện VIII dự thảo

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 kì 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
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Ngà
Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm
Chuyên viên phân tích
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền
Chuyên viên phân tích cao cấp
quyenlbn@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
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA
Chuyên viên phân tích cao cấp
tuntt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang
Chuyên viên phân tích cao cấp
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
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715