

CẬP NHẬT NGÀNH ĐIỆN:

Kỳ vọng cung cầu cân bằng hơn trong năm 2022

Nhìn sang năm 2022, chúng tôi kỳ vọng cung cầu sẽ cân bằng hơn do tăng trưởng tiêu thụ điện ước tính có thể trở về mức bình thường. Nếu công suất điện mặt trời không thay đổi thêm và công suất điện gió được triển khai đúng theo dự thảo Quy hoạch điện 8, tỷ lệ cung/cầu điện trên toàn quốc sẽ đạt mức cân bằng năm 2022. Hiệu suất hoạt động của các nguồn điện tái tạo dự kiến cũng sẽ đạt mức thiết kế, thay vì ở tỷ lệ thấp bất thường vào năm 2021 do dư cung. Hơn nữa, công suất của các nhà máy điện gió dự kiến sẽ ít biến động hơn so với các nhà máy điện mặt trời/thủy điện liên quan đến hiện tượng El Nino và La Nina. Với giá FIT là 8,5 cents/kwh, các dự án điện gió trên bờ cũng sẽ cạnh tranh hơn so với nguồn điện mặt trời với giá FIT cao hơn là 9,35 cents/kwh.

Đôi với ESG, PC1 là một trong những cơ hội đầu tư dài hạn trong đó trọng điểm sẽ là đầu tư các nhà máy thủy điện nhỏ và các dự án điện gió. Tăng trưởng lợi nhuận năm 2021 có thể gặp thách thức do sự thiếu hụt các dự án bất động sản, nhưng nửa cuối năm 2021 có thể là thời điểm tốt hơn cho các nhà đầu tư vì lợi nhuận có khả năng chạm đáy. Tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2022 có thể được thúc đẩy bởi ba dự án điện gió và tăng trưởng năm 2023 sẽ được thúc đẩy bởi các dự án bất động sản Vĩnh Hưng & Bắc Từ Liêm. PC1 đang giao dịch với hệ số P/E năm 2021/2022/2023 lần lượt là 11,4x/10,4x/7,1x. Hiện chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với cổ phiếu là 32.900 đồng (+31% so với giá hiện tại), giảm 4% so với giá mục tiêu trước đó là 34.200 đồng/cổ phiếu do các dự án Vĩnh Hưng & Bắc Từ Liêm tạm hoãn trong giai đoạn 2022-2023 và tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn từ xây dựng lưới điện vào năm 2021 do giá thép tăng mạnh. **Dựa trên chủ đề biến đổi khí hậu & giảm phát thải khí nhà kính, chúng tôi vẫn ưa thích PC1 hơn và duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu.**

Triển vọng ngành điện năm 2021: Lợi nhuận của nhà máy nhiệt điện sẽ bị ảnh hưởng

Triển vọng lợi nhuận của các nhà máy nhiệt điện trong năm 2021 sẽ khá tiêu cực do: (i) công suất tăng mạnh ở nhóm năng lượng mặt trời, (ii) nhu cầu tiêu thụ điện còn thấp và (iii) chu kỳ thời tiết La Nina. Do đó, sản lượng huy động & hiệu suất hoạt động của nhà máy nhiệt điện sẽ thấp hơn và kèm theo tỷ sản lượng theo hợp đồng (% Qc) cũng sẽ giảm do EVN ưu tiên huy động nguồn thủy điện. Do đó lợi nhuận của các công ty nhiệt điện sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực từ áp lực tăng giá khí/than đầu vào.

Về giá than/khí đầu vào

- Giá dầu nhiên liệu (FO), đại diện cho giá khí (46% FO), đã tăng bình quân 58% so với cùng kỳ từ đầu năm 2021. Có thể thấy một số công ty điện khí đặt kế hoạch giá khí khá cao, ví dụ như NT2 đặt kế hoạch giá khí là 7,2 USD/mbtu (+21% so với cùng kỳ).
- Theo quan điểm của chúng tôi, giá than trong khu vực từ Australia và Indonesia cũng tăng sẽ áp lực cho Vinacomin (TKV) nâng giá bán than trong nước cho các nhà máy nhiệt điện. Sản lượng than nhập khẩu chiếm gần một nửa tổng lượng than tiêu thụ trong nước (và chủ yếu nhập khẩu từ Indonesia và Australia). Tính bình quân từ đầu 2021 đến nay, giá than giao ngay của Australia loại 6000kcal/kg và giá than Indonesia loại 6322kcal/kg lần lượt tăng 35% và 26% so với cùng kỳ.

Bất chấp triển vọng ảm đạm, gần đây một số công ty nhiệt điện đã thông qua phương án chi trả cổ tức tiền mặt năm 2020 khá bất ngờ:

- HND: Đề xuất chi trả cổ tức tiền mặt năm 2020 với tỷ lệ 24,3% trên mệnh giá, tương ứng tỷ suất cổ tức là 13%. Theo công ty, kế hoạch này phần lớn liên quan đến việc IPO Genco2. Tuy nhiên, mức chi trả cổ tức của HND không hợp lý trong bối cảnh lợi nhuận kém khả quan do tỷ lệ % Qc năm 2021 thấp hơn ở mức 80% (so với 90% trong năm 2020) kèm theo điều chỉnh giảm giá PPA. Mặc khác, kế hoạch tỷ lệ cổ tức tiền mặt cho năm 2021 được đặt ở mức thấp hơn nhiều, từ 4% -8% trên mệnh giá.
- PPC: Kế hoạch tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2020 lên tới 58,9% trên mệnh giá, trong số đó công ty đã chi trả 15%. Phần còn lại sẽ được chi trả sau ĐHCĐ - với tỷ suất cổ tức là 16%. Điều này cũng liên quan đến sự kiện IPO của Genco2. Tuy nhiên, kế hoạch cổ tức tiền mặt năm 2021 đã được hạ xuống 15% trên mệnh giá, tương ứng tỷ suất cổ tức là 5%.
- Ngoài ra, các nhà máy điện than sẽ phải đối mặt với áp lực vốn đầu tư lớn khoảng 1,8 - 2 nghìn tỷ đồng cho các dự án môi trường. Theo ban lãnh đạo của HND, PPC và QTP phát biểu tại ĐHCĐ, chi phí đầu tư này sẽ được thông qua giá PPA dựa trên Thông tư 57/2020/TT-BCT ngày 31/12/2020. Tuy nhiên, đối với các nhà máy cũ như PPC sẽ là áp lực về vốn lớn khi phát sinh nhiều nhu cầu đầu tư vào nhà máy mới hoặc nâng cấp máy móc hiện có, cùng với chi phí cho dự án môi trường.

Triển vọng năm 2022: Kỳ vọng cung cầu cân bằng hơn trong năm 2022

Bảng 1: Ước tính cung/cầu điện trên toàn quốc dự kiến đạt mức cân bằng trong năm 2022

| Đơn vị 2020 | Sản lượng sản xuất (GWh) | Sản lượng thương phẩm (GWh) | %YoY | Công suất (MW) | Hiệu suất % | Đánh giá & giả định |
|---|--------------------------------|-----------------------------------|--------------|----------------------|-------------------|---|
| Thủy điện | 72.892 | 63.416 | | 20.685 | 40% | |
| Than | 123.177 | 107.164 | | 20.431 | 69% | |
| Khí | 35.850 | 31.190 | | 9.030 | 45% | |
| Tổng Nhiệt điện | 159.027 | 138.353 | | 29.461 | 62% | |
| Mặt trời | 10.800 | 9.396 | | 16.640 | 7% | |
| Điện gió & điện tái tạo khác | 1.284 | 1.117 | | 1.200 | 12% | |
| Nhập khẩu và khác | 3.082 | 2.681 | | 1.272 | | |
| Tổng cộng 2020 | 247.085 | 214.964 | - | 69.258 | | |
| 2021 | | | | | | |
| Thủy điện | 92.402 | 80.390 | 27% | 21.156 | 50% | La Nina |
| Than | 114.744 | 99.827 | -7% | 23.431 | 60% | |
| Khí | 31.641 | 27.528 | -12% | 9.030 | 40% | La Nina + công suất tăng mạnh từ năng lượng mặt trời + nhu cầu điện yêu |
| Nhiệt điện | 146.385 | 127.355 | -8% | 32.461 | 51% | |
| Trang trại điện mặt trời trước T6/2019 | 7.005 | 6.094 | | 5.159 | 16% | |
| Trang trại điện mặt trời trước T7/2019 đến T12/2020 | 4.998 | 4.349 | | 3.681 | 16% | |
| Điện áp mái từ T7/2019 đến T12/2020 | 10.591 | 9.214 | | 7.800 | 16% | nhu cầu điện yêu + tăng công suất = hiệu suất thấp |
| Tổng điện mặt trời | 22.594 | 19.657 | 109% | 16.640 | | |
| Nhập khẩu và khác | - | - | | 1.272 | | |
| Điện gió & điện tái tạo khác | 2.038 | 1.773 | | 5.632 | 12% | |
| Tổng cộng 2021 | 263.418 | 229.174 | 6,60% | 75.889 | | |
| 2022 | | | | | | |
| Thủy điện | 75.268 | 65.483 | -19% | 21.679 | 40% | Thủy vẫn có khả năng kém thuận lợi so với năm 2021. |
| Than | 132.147 | 114.967 | 15% | 25.231 | 62% | |
| Khí | 34.014 | 29.592 | 8% | 9.030 | 43% | Điều kiện thủy văn kém thuận lợi + nhu cầu điện bình thường |
| Nhiệt điện | 166.161 | 144.560 | 14% | 34.261 | 55% | |
| Trang trại điện mặt trời trước T6/2019 | 7.682 | 6.684 | | 5.159 | 17% | |
| Trang trại điện mặt trời trước T7/2019 đến T12/2020 | 5.482 | 4.769 | | 3.681 | 17% | |
| Điện áp mái từ T7/2019 đến T12/2020 | 11.616 | 10.106 | | 7.800 | 17% | Điều kiện thủy văn không thuận lợi + nhu cầu điện bình thường = Hiệu suất ổn định hơn |
| Tổng điện mặt trời | 24.780 | 21.559 | 10% | 16.640 | | |
| Nhập khẩu và khác | - | - | | 1.272 | | |
| Điện gió & điện tái tạo khác | 18.543 | 16.132 | | 7.197 | 33% | |
| Tổng cộng 2022 | 284.752 | 247.734 | 8,10% | 79.777 | | |

Nguồn:

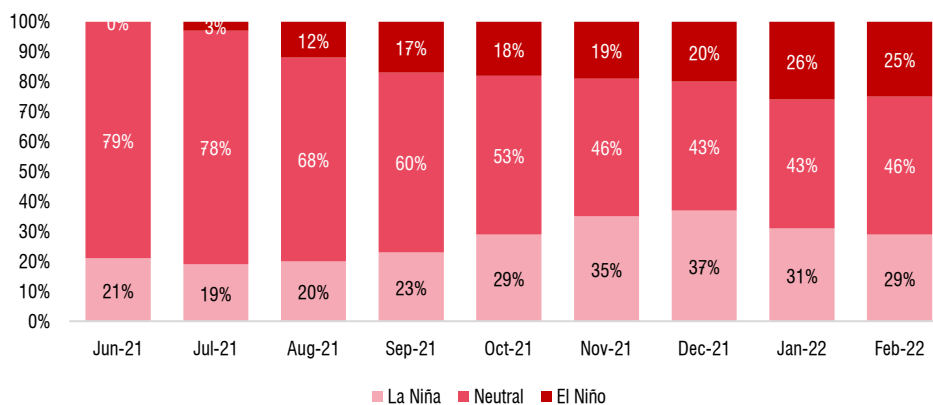
- Quyết định 123/QĐ-ĐTĐL ngày 31/12/2020 phê duyệt kế hoạch vận hành thị trường điện năm 2021
- Báo cáo số 32/BC-BCT ngày 25/5/2020 của Bộ Công Thương về tình hình thực hiện các dự án điện trong quy hoạch điện 7 điều chỉnh
- Dự thảo Quy hoạch điện 8
- SSI Research

Năm 2021 xảy tình trạng dư cung trong hệ thống điện toàn quốc do nhu cầu tiêu thụ điện yếu do dịch Covid-19 và công suất điện mặt trời tăng đột biến. Cùng với điều kiện thủy văn thuận lợi, hiệu suất hoạt động tại các nhà máy nhiệt điện thấp hơn.

Nhìn sang năm 2022 (Bảng 1 và Phụ lục 1), chúng tôi ước tính cung cầu điện sẽ cân bằng hơn với mức tăng trưởng tiêu thụ điện về mức bình thường. Nếu công suất điện mặt trời không thay đổi thêm và công suất điện gió được triển khai đúng theo với dự thảo Quy hoạch điện 8, tỷ lệ cung/cầu điện trên toàn quốc sẽ đạt mức cân bằng.

- Chúng tôi giả định tăng trưởng tiêu thụ điện trên toàn quốc năm 2022 sẽ phục hồi trở lại tăng khoảng +8,1% YoY so với mức +6,6% YoY trong năm 2021 và khoảng +2,5% YoY trong năm 2020.
- Điều kiện thủy văn có thể kém thuận lợi hơn vào đầu năm 2022 (chi tiết biểu đồ 2). Sản lượng phát điện từ thủy điện có thể sẽ thấp hơn trong năm 2022. Do đó, (1) sản lượng từ các nhà máy nhiệt điện sẽ phục hồi và các nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư nhóm cổ phiếu nhiệt điện vào đầu năm 2022. Và chúng tôi ưu tiên các nhà máy điện khí (NT2) thay vì nhà máy điện than do gánh nặng chi phí đầu tư cho các dự án môi trường. (2) Hiệu suất hoạt động của các nguồn năng lượng tái tạo dự kiến sẽ dần đạt mức thiết kế, thay vì tỷ lệ thấp bất thường vào năm 2021 do dư cung.
- **Giả định về công suất mới:**
 - ✓ **Công suất bổ sung từ các nguồn truyền thống** (nhà máy thủy điện & nhiệt điện) từ các nhà máy điện mới dựa theo quy hoạch của Bộ Công Thương & EVN (xem phụ lục 2 & 3).
 - ✓ **Công suất điện mặt trời trong giai đoạn 2020-2025 không thay đổi.** Đến cuối năm 2020, công suất điện mặt trời đạt 16,6 GW, gần đạt công suất yêu cầu đến năm 2025 là 17,2GW. *Mặc dù đã đạt đến công suất yêu cầu đến năm 2025 đối với điện mặt trời, chúng tôi lo ngại rằng 6,3 GW vẫn đang được đề xuất trong giai đoạn 2021-2025 trong dự thảo Quy hoạch điện 8. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là một trong nhiều lý do khiến dự thảo Quy hoạch điện 8 đang được sửa đổi và trình lại vào tháng 6/2021.*
 - ✓ **Công suất điện gió** đang có khoảng 4,4GW đang được xây dựng và 6,2GW còn lại sẽ được phát triển trong giai đoạn 2022-2025, dựa trên dự thảo Quy hoạch điện 8. Với giả định tăng trưởng tiêu thụ điện khoảng 7,6%-8% trong giai đoạn 2022-2025, vẫn còn dư địa để triển khai dự án điện gió với công suất 6,2GW.
- **Với xu hướng chú trọng vấn đề biến đổi khí hậu & giảm phát thải khí nhà kính, PC1 là một cơ hội đầu tư dài hạn** với các mảng kinh doanh kính đến từ các nhà máy thủy điện nhỏ và các dự án điện gió.

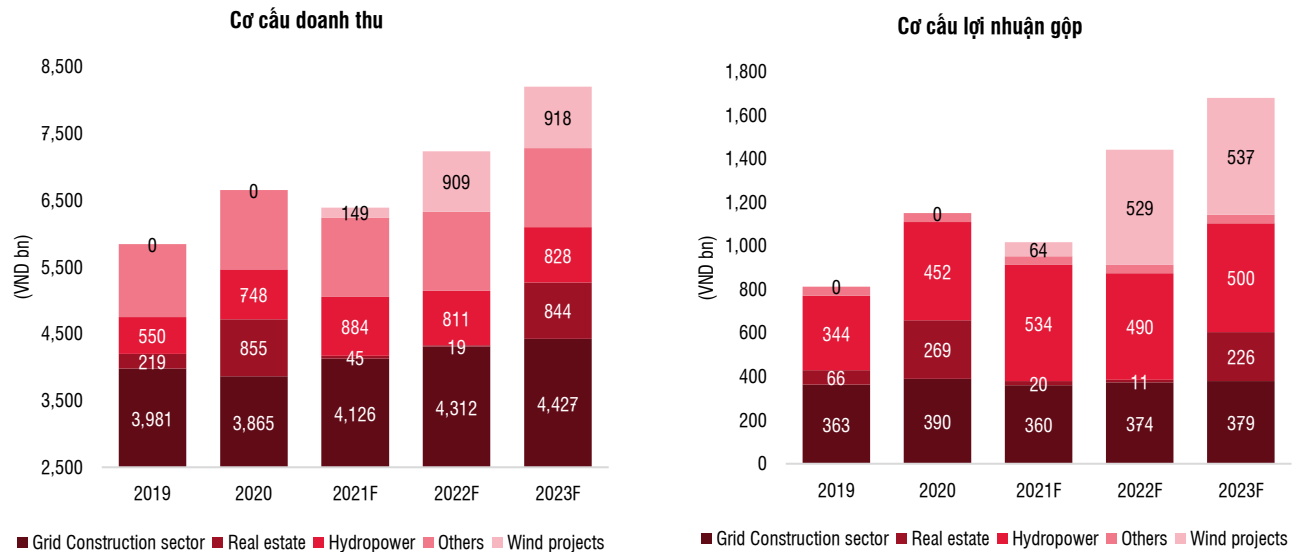
Biểu đồ 2: Xác suất xảy ra El Niño cao hơn vào 2022



Nguồn: Viện Nghiên cứu quốc tế khí hậu và xã hội, NOAA

PC1: Lợi nhuận năm 2022 khả quan nhờ điện gió

Biểu đồ 3: Ba dự án điện gió sẽ hoạt động hết vào năm 2022 và các dự án bất động sản Vĩnh Hưng & Bắc Từ Liêm sẽ được ghi nhận vào năm 2023-2024.



Nguồn: PC1, SSI Research

2021 outlook Triển vọng năm 2021

- Kế hoạch LNST năm 2021** đạt 513 tỷ đồng (-5,6% so với cùng kỳ) do không ghi nhận các dự án bất động sản. Chúng tôi ước tính LNST thận trọng hơn ở mức 455 tỷ đồng (-15% so với cùng kỳ) do tỷ suất lợi nhuận gộp mảng xây dựng lưới điện được điều chỉnh giảm do giá thép tăng. Thay vào đó, mảng thủy điện sẽ bù đắp 1 phần mức sụt giảm lợi nhuận.
- Mảng xây dựng**
 - Hoạt động xây dựng lưới điện vẫn được kỳ vọng do nguồn vốn capex lớn được phân bổ cho các hoạt động xây dựng lưới điện truyền tải. Trong dự thảo Quy hoạch điện VIII, capex hàng năm xây dựng lưới điện từ giai đoạn 2021-2025 dự kiến khoảng 85 nghìn tỷ đồng/năm, gấp 2 lần so với kế hoạch và mức giải ngân thực tế trong giai đoạn 2016-2020.
 - Do giá thép xây dựng ngày càng tăng, chúng tôi hạ dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp cho mảng xây dựng lưới điện xuống 8,6% vào năm 2021 (so với giả định trước đây là 9,1% và 10,1% trong năm 2020).
- Mảng thủy điện**
 - Lượng mưa trong năm 2021 tạo điều kiện thuận lợi cho mảng thủy điện. Ngoài ra, 3 nhà máy thủy điện mới bao gồm Mông Ân, Bảo Lạc B và Sông Nhiệm 4, sẽ đi vào hoạt động hết vào năm 2021 (các dự án này dự kiến đi vào hoạt động kể từ nửa cuối năm 2020). Tổng công suất từ các nhà máy thủy điện đã tăng từ 114MW lên 168 MW.
 - PC1 đang xây dựng 2 nhà máy thủy điện mới là Bảo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW). Dự án xây dựng Bảo Lạc A dự kiến khởi công vào tháng 6/2021 và dự kiến đi vào hoạt động từ Q4/2023. Nhà máy Thượng Hà đang được giải phóng mặt bằng.

- ✓ Hơn nữa, dự án 5 năm với công suất 100 MW sẽ được phát triển tại các tỉnh Điện Biên và Cao Bằng.
- **Các dự án điện gió:** Ban lãnh đạo PC1 khá tự tin vào tiến độ xây dựng 3 dự án Liên Lập, Phong Nguyên, Phong Huy (tổng công suất 144 MW). PC1 đã vay 180 triệu USD cho 3 dự án điện gió với lãi suất cố định thấp đáng ngạc nhiên là 5,4% trong vòng 15 năm.
- **Mảng bất động sản:** Việc bán các dự án Vĩnh Hưng và Bắc Từ Liêm tạm hoãn đến năm 2023 so với giá định trước đây của chúng tôi rằng 50% doanh thu từ 2 dự án (khoảng 1,6 nghìn tỷ đồng) sẽ được ghi nhận vào năm 2022.

Triển vọng năm 2022: Được thúc đẩy bởi các dự án điện gió

- Nhìn chung, tăng trưởng LNST (+30% so với cùng kỳ) trong năm 2022 phụ thuộc vào sự thành công của 3 dự án điện gió (Liên Lập, Phong Nguyên và Phong Huy). Các dự án này dự kiến sẽ khởi công vào tháng 11/2021 và đi vào hoạt động vào năm 2022, đồng thời bù đắp mức sụt giảm trong mảng thủy điện liên quan đến El Nino.

Bảng 4: Các chỉ số chính của 3 dự án điện gió của PC1

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sản lượng (triệu kwh) | 442 | 439 | 450 | 460 |
| Doanh thu (tỷ đồng) | 909,2 | 918,2 | 953,8 | 990,1 |
| Chi phí hoạt động (tỷ đồng) | -84,2 | -85,3 | -88,9 | -92,6 |
| % doanh thu | 9,3% | 9,3% | 9,3% | 9,4% |
| Chi phí quản lý và bán hàng (tỷ đồng) | -10,9 | -13,8 | -16,2 | -17,8 |
| % doanh thu | 1,2% | 1,5% | 1,7% | 1,8% |
| Chi phí khác (tỷ đồng) | -12,2 | -12,5 | -13,2 | -13,9 |
| % doanh thu | 1,3% | 1,4% | 1,4% | 1,4% |
| Khấu hao | -296 | -296 | -296 | -296 |
| EBITDA | 801,9 | 806,7 | 835,5 | 865,7 |
| Tỷ suất EBITDA | 88% | 88% | 88% | 87% |
| EBIT | 505,7 | 510,4 | 539,3 | 569,5 |
| Tỷ suất EBIT | 56% | 56% | 57% | 58% |
| Chi phí lãi vay | -272,3 | -245,1 | -217,9 | -190,6 |
| FED | -9 | -8,8 | -8,6 | -8,4 |
| Lợi nhuận trước thuế | 224,4 | 256,5 | 312,8 | 370,5 |
| Chi phí thuế TNDN (tỷ đồng) | - | - | - | -18,5 |
| Lợi nhuận sau thuế | 224,4 | 256,5 | 312,8 | 352 |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng (%) | 25% | 28% | 33% | 36% |

Nguồn: Công ty, SSI Research

Đối với ESG, PC1 là một trong những cơ hội đầu tư dài hạn và trọng điểm là sẽ đầu tư vào các nhà máy thủy điện nhỏ và các dự án điện gió. Tăng trưởng lợi nhuận năm 2021 có thể gặp thách thức do sự thiếu hụt các dự án bất động sản, nhưng nửa cuối năm 2021 có thể là thời điểm tốt hơn cho các nhà đầu tư vì lợi nhuận có khả năng chạm đáy. Tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2022 có thể được thúc đẩy bởi ba dự án điện gió và tăng trưởng năm 2023 sẽ được thúc đẩy bởi các dự án bất động sản Vĩnh Hưng & Bắc Từ Liêm. PC1 đang giao dịch với hệ số P/E năm 2021/2022/2023 lần lượt là 11,4x/10,4x/7,1x. Hiện chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với cổ phiếu là 32.900 đồng (+31% so với giá hiện tại), giảm 4% so với giá mục tiêu trước đó là 34.200 đồng/cổ phiếu do các dự án Vĩnh Hưng & Bắc Từ Liêm dời từ 2022 sang 2023 và tỷ suất lợi nhuận gộp mảng xây lắp giảm do giá thép tăng mạnh. **Dựa trên chủ đề biến đổi khí hậu & giảm phát thải khí nhà kính, chúng tôi vẫn ưa thích PC1 hơn và duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu.**

| Tóm tắt định giá | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT | 837 | 1.144 | 1.344 | 1.402 | 1.301 |
| Thuế suất thuế TNDN (%) | 14,2% | 9,7% | 11,1% | 10,5% | 11,3% |
| Cộng: Khấu hao | 291 | 516 | 516 | 516 | 516 |
| Trừ: CAPEX | 5.341 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Trừ: thay đổi vốn lưu động | 290 | -834 | -46 | 23 | -142 |
| Dòng tiền tự do | -4.621 | 2.382 | 1.756 | 1.748 | 1.812 |
| Giá trị đầu cuối | | | | | 13.042 |
| Giá trị hiện tại | -4.331 | 2.018 | 1.345 | 1.210 | 1.135 |
| Giá trị hiện tại đầu cuối | | | | | 9.032 |
| Tổng giá trị doanh nghiệp | 11.807 | | | | |
| Giá trị VCSH | 6.296 | | | | |
| Giá mục tiêu (đồng/cp) | 32.900 | | | | |
| % tăng giá | 31% | | | | |
| Giá mục tiêu (đồng/cp) loại trừ 3 dự án điện gió | 27.400 | | | | |
| % tăng giá | 8% | | | | |

Phụ lục 1: Nguồn cung/cầu điện trên toàn quốc kỳ vọng gần đạt mức cân bằng và ít có khả năng xảy ra tình trạng dư cung. Công suất của các nhà máy điện gió dự kiến sẽ ít biến động hơn so với các nhà máy điện mặt trời/thủy điện liên quan đến điều kiện thời tiết El Nino và La Nina.

| Đơn vị 2023 | Sản lượng sản xuất (GWh) | Sản lượng thương phẩm (GWh) | %YoY | Công suất (MW) | Hiệu suất % | |
|---|--------------------------------|--------------------------------------|-------------|----------------------|-------------------|--|
| Thủy điện | 72.724 | 63.270 | -3% | 22.015 | 38% | |
| Than | 144.010 | 125.289 | 9% | 26.547 | 64% | |
| Khí | 35.201 | 30.625 | 3% | 9.030 | 45% | ✓ Điều kiện thủy văn không thuận lợi có thể tiếp tục diễn ra. |
| Nhiệt điện | 179.211 | 155.913 | 8% | 35.577 | | |
| Trang trại điện mặt trời trước T6/2019 | 8.586 | 7.470 | | 5.159 | 19% | ✓ Hiệu suất các nhà máy nhiệt điện & năng lượng tái tạo cao hơn vào năm 2023. |
| Trang trại điện mặt trời trước T7/2019 đến T12/2020 | 6.127 | 5.331 | | 3.681 | 19% | |
| Điện áp mái từ T7/2019 đến T12/2020 | 12.982 | 11.295 | | 7.800 | 19% | ✓ Hiệu suất điện gió có khả năng đạt tỷ lệ thiết kế từ 33% -37% |
| Tổng điện mặt trời | 27.696 | 24.095 | 12% | 16.640 | | |
| Nhập khẩu và khác | - | - | | 1.272 | | |
| Điện gió & điện tái tạo khác | 27.248 | 23.706 | | 8.762 | 36% | |
| Tổng cộng 2023 | 306.879 | 266.985 | 7,8% | 82.994 | | |
| 2024 | | | | | | |
| Thủy điện | 86.685 | 75.416 | 19% | 22.965 | 44% | |
| Than | 151.933 | 132.181 | 6% | 28.513 | 63% | |
| Khí | 34.805 | 30.281 | -1% | 9.030 | 44% | ✓ Theo giả định của chúng tôi, sau El Nino 2022-2023, thủy điện có thể phục hồi trở lại |
| Nhiệt điện | 186.738 | 162.462 | 4% | 37.543 | | |
| Trang trại điện mặt trời trước T6/2019 | 7.682 | 6.684 | | 5.159 | 17% | ✓ Hiệu suất năng lượng mặt trời có thể sẽ giảm nhẹ |
| Trang trại điện mặt trời trước T7/2019 đến T12/2020 | 5.482 | 4.769 | | 3.681 | 17% | |
| Điện áp mái từ T7/2019 đến T12/2020 | 11.616 | 10.106 | | 7.800 | 17% | ✓ Năng lượng gió có thể ổn định để hỗ trợ tổng nhu cầu điện tăng +7,2%. |
| Tổng điện mặt trời | 24.780 | 21.559 | -11% | 16.640 | | |
| Nhập khẩu và khác | - | - | | 1.272 | | |
| Điện gió & điện tái tạo khác | 32.567 | 28.333 | | 10.327 | 36% | |
| Tổng cộng 2024 | 330.771 | 287.771 | 7,8% | 87.475 | | |
| 2025 | | | | | | |
| Thủy điện | 91.727 | 79.802 | 6% | 23.265 | 45% | |
| Than | 159.013 | 138.341 | 5% | 29.113 | 63% | |
| Khí | 36.387 | 31.657 | 5% | 9.030 | 46% | ✓ Hiệu suất của các nhà máy điện gió dự kiến sẽ ít biến động hơn so với các nhà máy điện mặt trời/thủy điện liên quan đến điều kiện thời tiết El Nino và La Nina, theo sự phân tích của chúng tôi với BCG, GEG và PC1. |
| Nhiệt điện | 195.400 | 169.998 | 5% | 38.143 | | |
| Trang trại điện mặt trời trước T6/2019 | 9.038 | 7.863 | | 5.159 | 20% | |
| Trang trại điện mặt trời trước T7/2019 đến T12/2020 | 6.450 | 5.611 | | 3.681 | 20% | |
| Điện áp mái từ T7/2019 đến T12/2020 | 13.666 | 11.889 | | 7.800 | 20% | |
| Tổng điện mặt trời | 29.153 | 25.363 | 18% | 16.640 | | |
| Nhập khẩu và khác | - | - | | 1.272 | | |
| Điện gió & điện tái tạo khác | 39.586 | 34.440 | | 11.892 | 38% | |
| Tổng cộng 2025 | 355.867 | 309.604 | 7,6% | 89.940 | | |

Nguồn:

- Quyết định 123/QĐ-ĐTDL ngày 31/12/2020 phê duyệt kế hoạch vận hành thị trường điện năm 2021
- Báo cáo số 32/BC-BCT ngày 25/5/2020 của Bộ Công Thương về tình hình thực hiện các dự án điện trong quy hoạch điện 7 điều chỉnh
- Dự thảo Quy hoạch điện 8
- SSI Research

Phụ lục 2: Lộ trình đi vào hoạt động của các nhà máy điện mới trong năm 2021

| Nhà máy | Loại hình | Địa điểm | Công suất (MW) | Lộ trình hoạt động | Đánh giá |
|------------------------------|-----------|--------------------------|----------------|--------------------|---|
| Long Tạo | Thủy điện | Điện Biên (Miền Bắc) | 44 | T1/2021 | |
| Sông Lô 6 | Thủy điện | Hà Giang (Miền Bắc) | 60 | T1/2021 | |
| Sông Tranh 4 | Thủy điện | Quảng Nam (Nam Trung Bộ) | 24 | T1/2021 | Dự án này đang chậm tiến độ do giải phóng mặt bằng & đền bù. Do đó, ngày đi vào hoạt động của dự án dự kiến sẽ kéo dài đến năm 2022 |
| Hải Xuân (giai đoạn 1) | Thủy điện | Thanh Hóa (Bắc Trung Bộ) | 34 | T7/2021 | |
| Hải Xuân (giai đoạn 2) | Thủy điện | Thanh Hóa (Bắc Trung Bộ) | 34 | T8/2021 | Dự án này đang chậm tiến độ do thiếu vốn. Do đó, ngày đi vào hoạt động của dự án dự kiến sẽ kéo dài đến năm 2022. |
| Hải Xuân (giai đoạn 3) | Thủy điện | Thanh Hóa (Bắc Trung Bộ) | 34 | T9/2021 | |
| Đắk Mi 2 (giai đoạn 1) | Thủy điện | Quảng Nam (Nam Trung Bộ) | 49 | T3/2021 | |
| Đắk Mi 2 (giai đoạn 2) | Thủy điện | Quảng Nam (Nam Trung Bộ) | 49 | T5/2021 | |
| Đắk Mi 2 (giai đoạn 3) | Thủy điện | Quảng Nam (Nam Trung Bộ) | 49 | T7/2021 | |
| Thượng Kon Tum (giai đoạn 1) | Thủy điện | Kon Tum | 110 | T3/2021 | |
| Thượng Kon Tum (giai đoạn 2) | Thủy điện | Kon Tum | 110 | | |
| BOT Hải Hương | Điện than | Hải Dương (Miền Bắc) | 600 | T5/2021 | Dự án này đã hoạt động từ đầu năm 2021. |
| Sông Hậu 1 (giai đoạn 1) | Điện than | Hậu Giang (Miền Nam) | 600 | T6/2021 | |
| Sông Hậu 1 (giai đoạn 2) | Điện than | Hậu Giang (Miền Nam) | 600 | T10/2021 | |
| Duyên Hải 2 (giai đoạn 1) | Điện than | Trà Vinh (Miền Nam) | 600 | T6/2021 | |
| Duyên Hải 2 (giai đoạn 2) | Điện than | Trà Vinh (Miền Nam) | 600 | T9/2021 | |
| Điện mặt trời | | | 130 | | |
| Điện gió | | | 2.711 | | Theo báo cáo của EVN ngày 22/3/2021 về các dự án gió, có khoảng 4,4GW đang được xây dựng. |

Nguồn: Quyết định 123/QĐ-ĐTĐL ngày 31/12/2020 phê duyệt vận hành thị trường điện năm 2021

Phụ lục 3: Lộ trình đi vào hoạt động của các nhà máy điện mới trong giai đoạn 2022-2025

| | Loại hình | Địa điểm | Công suất (MW) | Quyết định dự thảo QHĐ 8 | Cập nhật gần đây của EVN vào ngày 26/4/2021 |
|---|------------------------|---------------------------|----------------|--------------------------|---|
| 2022 | | | | | |
| Nam Cúm 3 | Thủy điện | Lai Châu (Miền Bắc) | 35 | | |
| Bảo Lâm 2 | Thủy điện | Cao Bằng (Miền Bắc) | 30 | | |
| Cấm Thủy 2 | Thủy điện | Thanh Hóa (Bắc Trung Bộ) | 32 | | |
| Trà Khúc 1 * | Thủy điện | Quảng Ngãi (Bắc Trung Bộ) | 36 | | |
| La Ngà 3 * | Thủy điện | Bình Thuận (Miền Trung) | 34 | | |
| Nhà máy thủy điện nhỏ Nghi Sơn 2 (giai đoạn I) | Thủy điện | | 300 | | |
| | Điện than | Thanh Hóa (Bắc Trung Bộ) | 600 | 2021-2025 | |
| Thái Bình 2 | Điện than | Thái Bình (Miền Bắc) | 1.200 | 2021-2025 | |
| 2023 | | | | | |
| Nhà máy thủy điện nhỏ Vân Phong 1 (giai đoạn 1) | Thủy điện | | 300 | | |
| | Điện than | Khánh Hòa (Miền Trung) | 716 | 2021-2025 | |
| Nghi Sơn 2 (giai đoạn 2) | Điện than | Thanh Hóa (Bắc Trung Bộ) | 600 | 2021-2025 | |
| Ô Môn IV | Điện khí (Block B) | Cần Thơ (Miền Nam) | 1.050 | 2021-2025 | Sau năm 2025 |
| Nhơn Trạch 3 | LNG | Nhơn Trạch (Miền Nam) | 750 | 2021-2025 | Sau năm 2025 |
| 2024 | | | | | |
| Nhà máy thủy điện nhỏ Hòa Bình nổi dài | Thủy điện | | 150 | | |
| | Thủy điện | Hòa Bình (Miền Bắc) | 440 | | |
| Yaly mở rộng | Thủy điện | Kon Tum-Gia Lai | 360 | | |
| Vân Phong 1 (giai đoạn II) | Điện than | Khánh Hòa (Miền Trung) | 716 | 2021-2025 | |
| Na Dương 2 | Điện than | Lạng Sơn (Miền Bắc) | 110 | 2021-2025 | Sau năm 2025 |
| An Khánh 2 | Điện than | Thái Nguyên (Miền Bắc) | 650 | 2021-2025 | |
| Quảng Trạch 1 (Giai đoạn I) | Điện than | Quảng Bình (Bắc Trung Bộ) | 600 | 2021-2025 | |
| Nhơn Trạch 4 | LNG | Nhơn Trạch (Miền Nam) | 750 | 2021-2025 | Sau năm 2025 |
| 2025 | | | | | |
| Nhà máy thủy điện nhỏ Trị An mở rộng | Thủy điện | | 100 | | |
| | Thủy điện | Đồng Nai (Miền Nam) | 200 | | |
| Quảng Trạch 1 (Giai đoạn II) | Điện than | Quảng Bình (Bắc Trung Bộ) | 600 | 2021-2025 | |
| Miền Trung 1 | Điện khí (Cá voi xanh) | Quảng Nam (Nam Trung Bộ) | 750 | 2026-2030 | |
| Miền Trung 2 | Điện khí (Cá voi xanh) | Quảng Nam (Nam Trung Bộ) | 750 | 2026-2030 | |
| Ô Môn III | Điện khí (Block B) | Cần Thơ (Miền Nam) | 1.050 | 2021-2025 | Sau năm 2025 |
| Ô Môn I | Điện khí (Block B) | Cần Thơ (Miền Nam) | 660 | 2021-2025 | Sau năm 2025 |

Nguồn:

- Văn bản 32/BC-BCT ngày 25/5/2020 của OIT về việc cập nhật dự án nhà máy điện trong sửa đổi Quy hoạch điện 7
- Dự thảo Quy hoạch điện 8
- Quyết định về Quy hoạch điện 8
- Cập nhật gần đây của EVN vào ngày 26/4/2021
- Trà Khúc 1 đang vướng đền bù đất và dự kiến lùi lịch đến năm 2023
- La Ngà 3 bị trùng với thủy điện La Ngâu.

Phụ lục 4: Báo cáo tài chính năm của PC1

| Tỷ VND | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Bảng cân đối kế toán | | | | |
| + Tiền và các khoản tương đương tiền | 1.476 | 79 | 457 | 1.065 |
| + Đầu tư ngắn hạn | 63 | 63 | 63 | 63 |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn | 3.421 | 2.533 | 2.869 | 3.251 |
| + Hàng tồn kho | 750 | 1.879 | 868 | 716 |
| + Tài sản ngắn hạn khác | 57 | 55 | 62 | 70 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 5.766 | 4.608 | 4.319 | 5.165 |
| + Các khoản phải thu dài hạn | 37 | 36 | 41 | 46 |
| + GTCL Tài sản cố định | 3.804 | 9.231 | 8.736 | 8.240 |
| + Bất động sản đầu tư | 227 | 127 | 107 | 87 |
| + Tài sản dài hạn dở dang | 377 | 99 | 99 | 99 |
| + Đầu tư dài hạn | 82 | 78 | 78 | 78 |
| + Tài sản dài hạn khác | 430 | 430 | 430 | 430 |
| Tổng tài sản dài hạn | 4.957 | 10.002 | 9.491 | 8.981 |
| Tổng tài sản | 10.724 | 14.611 | 13.810 | 14.146 |
| + Nợ ngắn hạn | 3.744 | 3.522 | 2.729 | 2.852 |
| Trong đó: vay ngắn hạn | 1.586 | 1.417 | 458 | 296 |
| + Nợ dài hạn | 2.218 | 5.903 | 5.340 | 4.766 |
| Trong đó: vay dài hạn | 2.171 | 5.885 | 5.320 | 4.744 |
| Tổng nợ phải trả | 5.961 | 9.425 | 8.069 | 7.618 |
| + Vốn góp | 1.912 | 1.912 | 1.912 | 1.912 |
| + Thặng dư vốn cổ phần | 711 | 711 | 711 | 711 |
| + Lợi nhuận chưa phân phối | 1.102 | 1.467 | 1.865 | 2.451 |
| + Quỹ khác | 1.038 | 1.095 | 1.253 | 1.454 |
| Vốn chủ sở hữu | 4.763 | 5.185 | 5.741 | 6.528 |
| Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu | 10.724 | 14.611 | 13.810 | 14.146 |
| Lưu chuyển tiền tệ | | | | |
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh | 638 | 397 | 1.902 | 1.346 |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư | -861 | -5.338 | 0 | 0 |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính | 1.133 | 3.544 | -1.523 | -738 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | 910 | -1.397 | 378 | 608 |
| Tiền đầu kỳ | 568 | 1.476 | 79 | 457 |
| Tiền cuối kỳ | 1.476 | 79 | 457 | 1.065 |
| Các hệ số khả năng thanh toán | | | | |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 1,54 | 1,31 | 1,58 | 1,81 |
| Hệ số thanh toán nhanh | 1,32 | 0,76 | 1,24 | 1,54 |
| Hệ số thanh toán tiền mặt | 0,41 | 0,04 | 0,19 | 0,4 |
| Nợ ròng / EBITDA | 2,05 | 4,21 | 3,78 | 2,5 |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 3,65 | 2,73 | 2,34 | 3,36 |
| Ngày phải thu | 77,9 | 91,5 | 84,4 | 84,4 |
| Ngày phải trả | 63,8 | 73,8 | 70,2 | 68,8 |
| Ngày tồn kho | 72,4 | 89,3 | 86,5 | 44,3 |
| Cơ cấu vốn | | | | |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản | 0,44 | 0,35 | 0,42 | 0,46 |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản | 0,56 | 0,65 | 0,58 | 0,54 |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu | 1,25 | 1,82 | 1,41 | 1,17 |
| Nợ/Vốn chủ sở hữu | 0,79 | 1,41 | 1,01 | 0,77 |
| Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu | 0,33 | 0,27 | 0,08 | 0,05 |

Nguồn: PC1, SSI Research

| Tỷ VND | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Báo cáo kết quả kinh doanh | | | | |
| Doanh thu thuần | 6.657 | 6.390 | 7.238 | 8.203 |
| Giá vốn hàng bán | -5.504 | -5.373 | -5.795 | -6.522 |
| Lợi nhuận gộp | 1.152 | 1.017 | 1.443 | 1.681 |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 37 | 72 | 7 | 24 |
| Chi phí tài chính | -247 | -309 | -499 | -410 |
| Thu nhập từ các công ty liên kết | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí bán hàng | -75 | -37 | -58 | -74 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | -260 | -245 | -264 | -305 |
| Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh | 626 | 516 | 647 | 934 |
| Thu nhập khác | 17 | 14 | 7 | 10 |
| Lợi nhuận trước thuế | 642 | 530 | 655 | 944 |
| Lợi nhuận ròng | 537 | 455 | 591 | 839 |
| Lợi nhuận chia cho cổ đông | 505 | 424 | 463 | 681 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 32 | 31 | 129 | 158 |
| Chỉ số tài chính | | | | |
| EPS cơ bản (VND) | 2.642 | 2.220 | 2.419 | 3.561 |
| Giá trị sổ sách (VND) | 20.820 | 22.871 | 25.106 | 28.396 |
| Cổ tức (VND/cổ phiếu) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 885 | 837 | 1.144 | 1.344 |
| EBITDA | 1.164 | 1.129 | 1.659 | 1.860 |
| Tăng trưởng | | | | |
| Doanh thu | 13,9% | -4,0% | 13,3% | 13,3% |
| EBITDA | 51,4% | -3,0% | 47,0% | 12,1% |
| EBIT | 46,5% | -5,4% | 36,6% | 17,5% |
| Lợi nhuận ròng | 42,8% | -15,4% | 29,9% | 41,9% |
| Vốn chủ sở hữu | 28,9% | 8,9% | 10,7% | 13,7% |
| Vốn điều lệ | 20,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Tổng tài sản | 29,0% | 36,2% | -5,5% | 2,4% |
| Định giá | | | | |
| PE | 9,5 | 11,4 | 10,4 | 7,1 |
| PB | 1,2 | 1,1 | 1 | 0,9 |
| Giá/Doanh thu | 0,5 | 0,8 | 0 | 0 |
| Tỷ suất cổ tức | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EV/EBITDA | 6 | 6,2 | 4,2 | 3,8 |
| EV/Doanh thu | 1,1 | 1,1 | 0 | 0 |
| Các hệ số khả năng sinh lời | | | | |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 17,3% | 15,9% | 19,9% | 20,5% |
| Tỷ suất lợi nhuận hoạt động | 12,5% | 11,8% | 15,6% | 16,0% |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng | 8,1% | 7,1% | 8,2% | 10,2% |
| Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần | 1,1% | 0,6% | 0,8% | 0,9% |
| Chi phí quản lý/Doanh thu thuần | 3,9% | 3,8% | 3,6% | 3,7% |
| ROE | 12,7% | 9,1% | 10,8% | 13,7% |
| ROA | 5,6% | 3,6% | 4,2% | 6,0% |
| ROIC | 9,7% | 6,8% | 8,6% | 10,3% |

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
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích
tamntd@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp
quyenlbn@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhtk@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
tuntt@ssi.com.vn
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SốĐT: (+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