

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 28) 3914.6888 ext 257

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Báo cáo cập nhật Ngành Điện

Thủy văn bất lợi cho các nhà máy thủy điện.

Công suất lắp đặt hệ thống điện tăng trưởng chậm so với sản lượng tiêu thụ.

Sản lượng điện thương phẩm của EVN liên tục duy trì tốc độ tăng trưởng 9-12%/năm từ năm 2014 trở lại đây. Tuy nhiên, kể từ năm 2014 trở lại đây, tốc độ tăng trưởng công suất đặt toàn hệ thống đã không theo kịp tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện. Nguồn cung điện tăng trưởng chậm kéo dài trong khi nhu cầu tiêu thụ điện vẫn tăng trưởng đều đặn khoảng 10%/năm đã gây áp lực lên khả năng cung ứng điện của hệ thống dẫn tới EVN cần đẩy mạnh huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện và mức giá trên thị trường cạnh tranh tăng cao. Dự kiến giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh sẽ vẫn tiếp tục ở mức cao trong nửa cuối năm 2019 nhu cầu tăng cao trong khi tình hình thủy văn tiếp tục không thuận lợi cho các công ty thủy điện.

Thủy văn bất lợi cho các nhà máy thủy điện khu vực Miền Trung và Tây Nguyên

Từ nửa cuối năm 2018 tới nay, hiện tượng thời tiết El Nino đã có tác động rõ rệt lên khu vực Miền Trung và Tây Nguyên làm cho lượng mưa ở các khu vực này thấp hơn nhiều so với trung bình nhiều năm. Thủy văn bất lợi đã làm cho kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp thủy sục giảm mạnh so với cùng kỳ với 15 trong tổng số 19 doanh nghiệp thủy điện được thống kê giảm doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ. Theo dự báo của Viện nghiên cứu thời tiết quốc tế của Đại học Columbia, xác suất hiện tượng El Nino trong cuối năm 2019 và đầu năm 2020 đã giảm mạnh và chỉ còn khoảng 40%. Tuy nhiên lượng mưa thấp trong mùa mưa năm 2019 làm cho các hồ thủy điện không tích được nước dẫn tới các doanh nghiệp thủy điện sẽ tiếp tục khó khăn cho ít nhất đến hết nửa đầu năm 2020.

Năng lượng mặt trời phát triển nhanh nhưng bắt đầu chững lại

Tính đến cuối năm 2018, Việt Nam mới có vài nhà máy năng lượng mặt trời với công suất chưa tới 100MW. Tuy nhiên bước sang nửa đầu năm 2019, Năng lượng mặt trời đã có bước nhảy vọt với tổng công suất lắp máy lên tới 4.464 MW vào cuối tháng 6 /2019 và dự kiến sẽ tăng lên 5.100 MW vào cuối năm 2019. Năng lượng mặt trời có bước tăng nhảy vọt này là do các nhà máy đều đẩy nhanh tiến độ để kịp hòa lưới trước 30/6/2019, là thời điểm cuối cùng được hưởng cơ chế ưu đãi theo Quyết định 11 của Thủ tướng Chính phủ. Hiện tại, Chính phủ đã ban hành dự thảo giá điện mặt trời cho những năm tới, theo đó giá điện mặt trời giảm đáng kể so với ưu đãi trước đó dẫn tới việc đầu tư vào năng lượng mặt trời có thể sẽ chậm lại.

Cơ chế dùng than trộn giúp cho các nhà máy điện than đủ nguyên liệu

Từ cuối năm 2018 đến đầu năm 2019, việc thiếu nguồn nguyên liệu than đã làm cho nhiều nhà máy nhiệt điện than không đủ nguyên liệu để tận dụng công suất phát khi giá trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng cao, thậm chí một số nhà máy phải tạm dừng phát ở một số tổ máy. Để giải quyết cho bài toán thiếu than và thiếu điện, Thủ tướng chính phủ và Bộ Công thương đã cho phép TKV và Tổng Công ty Đông Bắc nhập khẩu than về trộn với than trong nước phục vụ cho mục đích phát điện. Điều này đã giúp cho đa số các nhà máy đủ nguồn nguyên liệu than để phát điện.

Cập nhật quan điểm đầu tư một số cổ phiếu ngành điện

POW: Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu là 17.300 VND/CP.

NT2: Duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu 21.180 VND/CP.

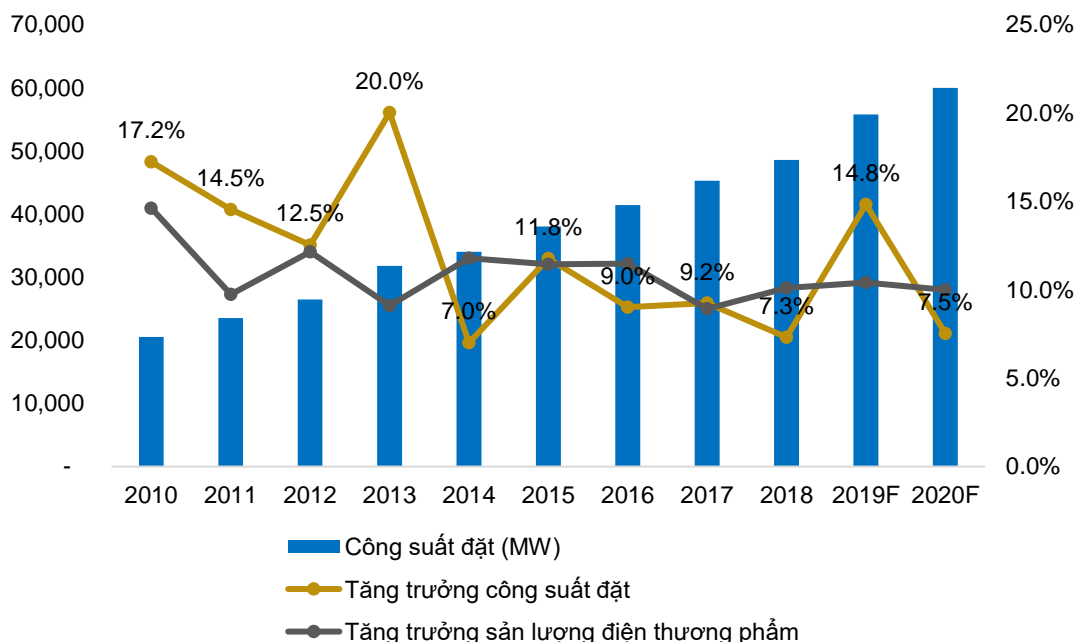
PPC: Duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu 21.760 VND/CP

Cập nhật Ngành Điện: Thủy văn bất lợi cho các nhà máy Thủy điện khu vực Miền Trung và Tây Nguyên

Công suất lắp đặt hệ thống điện tăng trưởng chậm so với sản lượng tiêu thụ.

Sản lượng điện thương phẩm của EVN liên tục duy trì tốc độ tăng trưởng 9-12%/năm từ năm 2014 trở lại đây. Theo dự báo của Quy hoạch điện 7 điều chỉnh và Quyết định 219 của Thủ tướng Chính phủ, sản lượng điện thương phẩm của EVN tiếp tục tăng bình quân khoảng 10%/năm từ năm 2018 đến 2020. Tuy nhiên, kể từ năm 2014 trở lại đây, tốc độ tăng trưởng công suất đặt toàn hệ thống đã không theo kịp tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện. Năm 2019, Công suất đặt dự kiến sẽ tăng khoảng 14,8% yoy tuy nhiên phần lớn công suất tăng lên đến từ điện mặt trời và điện gió là những nguồn năng lượng có tỷ lệ sản lượng thương phẩm thấp trên công suất lắp đặt hơn nhiều so với các nhà máy nhiệt điện (điện mặt trời sản xuất được khoảng 2 triệu kWh/1MW, điện gió sản xuất được khoảng 2,8 triệu kWh/1MW, nhiệt điện sản xuất được khoảng 6-7 triệu kWh/1MW). Nếu hiệu chỉnh công suất đặt theo khả năng phát điện thì công suất lắp đặt 2019 chỉ tăng khoảng 7,8%, thấp hơn so với mức tăng của nhu cầu điện là 10,4%. EVN sẽ cần phải tăng cường huy động từ các nhà máy chạy dầu có giá thành rất cao và tăng cường nhập khẩu điện nhưng vẫn có thể xảy ra nguy cơ thiếu điện nếu xuất hiện sự cố ở một số nhà máy có công suất lớn.

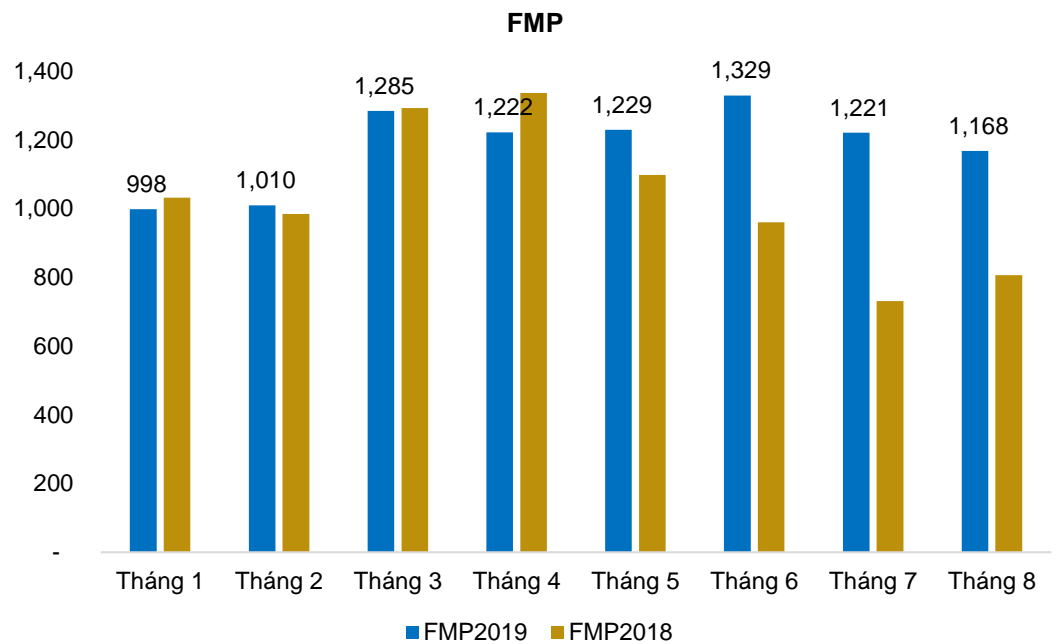
Công suất lắp đặt và sản lượng thương phẩm



Nguồn: BVSC, EVN

Nguồn cung điện tăng trưởng chậm kéo dài trong khi nhu cầu tiêu thụ điện vẫn tăng trưởng đều đặn khoảng 10%/năm đã gây áp lực lên khả năng cung ứng điện của hệ thống dẫn tới EVN cần đẩy mạnh huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện và mức giá trên thị trường cạnh tranh tăng cao. Giá điện

trên thị trường phát điện cạnh gần như giao dịch ở mức trần trong suốt mùa khô. Mặc dù giá điện có dấu hiệu hạ nhiệt khi vào mùa mưa nhưng vẫn cao hơn khá nhiều so với cùng kỳ. Dự kiến giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh sẽ vẫn tiếp tục ở mức cao trong nửa cuối năm 2019 do tình hình thủy vẫn tiếp tục không thuận lợi cho các công ty thủy điện.



Nguồn: Genco3

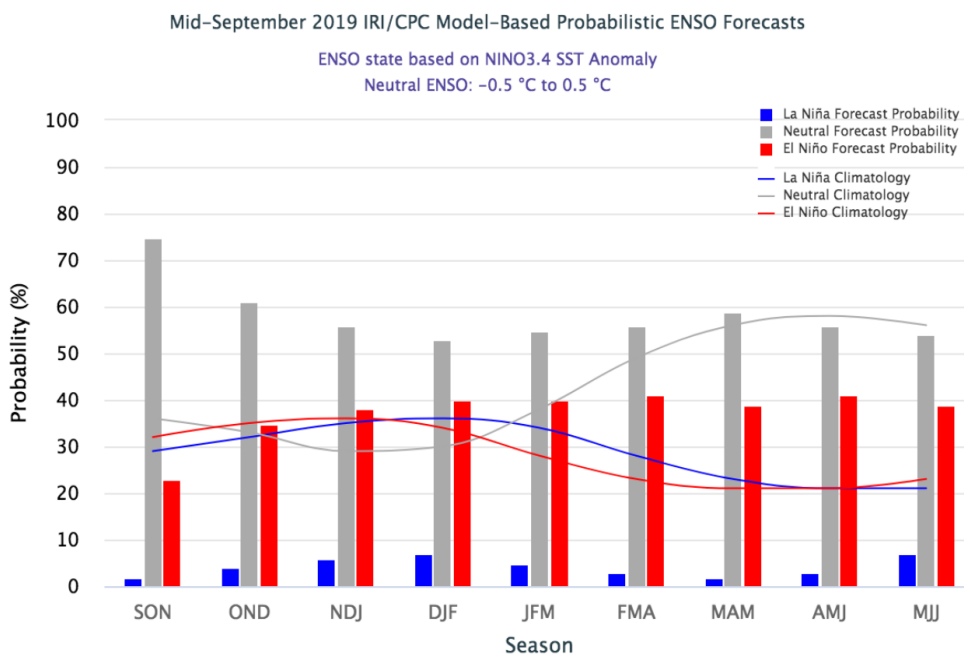
Thủy văn bất lợi cho các nhà máy thủy điện khu vực Miền Trung và Tây Nguyên

Từ nửa cuối năm 2018 tới nay, hiện tượng thời tiết El Nino đã có tác động rõ rệt lên khu vực Miền Trung và Tây Nguyên làm cho lượng mưa ở các khu vực này thấp hơn nhiều so với trung bình nhiều năm. Điều này làm cho mực nước ở nhiều hồ thủy điện thấp hơn mực nước chết và nhà máy không thể vận hành. Theo số liệu từ EVN thì mực nước hụt so với mức nước dâng bình thường là 29,37 tỷ m³, tương ứng sản lượng điện bị thiếu hụt lên tới 12,49 tỷ kWh. Thủy văn bất lợi đã làm cho kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp thủy sệt giảm mạnh so với cùng kỳ với 15 trong tổng số 19 doanh nghiệp thủy điện được thống kê giảm doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ.

STT	Mã CK	Doanh thu 6T2018	Doanh thu 6T2019	Tăng trưởng	Lợi nhuận gộp 6T2018	Lợi nhuận gộp 6T2019	Tăng trưởng	LNST 6T2018	LNST 6T2019	tăng trưởng
1	AVC	441,9	120,3	-72,8%	227,8	18,6	-91,9%	184,7	1,5	-99,2%
2	VSH	411,1	246,0	-40,2%	296,0	136,3	-54,0%	261,8	111,7	-57,3%
3	TMP	406,1	253,4	-37,6%	265,2	167,9	-36,7%	206,4	133,5	-35,3%
4	ISH	113,6	76,3	-32,8%	66,0	37,0	-44,0%	40,8	18,7	-54,1%
5	SJD	213,2	146,1	-31,5%	125,5	78,0	-37,9%	94,6	44,6	-52,8%
6	GSC	91,6	65,7	-28,3%	49,9	22,1	-55,7%	27,7	3,3	-88,0%
7	SEB	181,8	143,7	-21,0%	133,0	100,4	-24,5%	98,6	75,2	-23,7%
8	S4A	127,8	103,2	-19,3%	79,6	48,5	-39,0%	45,2	29,8	-34,1%
9	SBH	294,2	242,5	-17,6%	153,9	92,3	-40,0%	122,2	74,6	-38,9%
10	DNH	1.055,2	891,2	-15,5%	703,2	538,1	-23,5%	551,9	390,2	-29,3%
11	SHP	209,6	187,9	-10,3%	72,2	52,7	-27,1%	17,3	5,1	-70,8%
12	HNA	323,2	299,4	-7,4%	135,8	113,6	-16,4%	21,5	14,7	-31,7%
13	TBC	193,3	180,8	-6,4%	130,2	118,4	-9,0%	105,6	101,5	-3,9%
14	QPH	58,2	56,2	-3,4%	35,8	32,2	-10,2%	25,8	26,7	3,2%
15	HJS	93,4	93,0	-0,4%	44,6	45,2	1,4%	29,3	31,1	6,1%
16	DRL	46,0	48,0	4,5%	33,4	34,8	4,4%	30,9	32,2	4,2%
17	SVH	31,1	33,9	8,9%	17,7	20,6	16,3%	8,3	6,2	-24,8%
18	SBA	118,5	137,0	15,6%	85,2	100,3	17,8%	45,7	62,4	36,8%
19	GHC	70,2	88,3	25,8%	49,5	58,4	18,0%	48,0	45,0	-6,4%

Nguồn: Fiinpro

Theo dự báo của Viện nghiên cứu thời tiết quốc tế của Đại học Columbia, xác suất hiện tượng El Nino trong cuối năm 2019 và đầu năm 2020 đã giảm mạnh và chỉ còn khoảng 40%. Tuy nhiên lượng mưa thấp trong mùa mưa năm 2019 làm cho các hồ thủy điện không tích được nước dẫn tới các doanh nghiệp thủy điện sẽ tiếp tục khó khăn cho ít nhất đến hết nửa đầu năm 2020.



Nguồn: IRI

Năng lượng mặt trời phát triển nhanh nhưng bắt đầu chững lại

Tính đến cuối năm 2018, Việt Nam mới có vài nhà máy năng lượng mặt trời với công suất chưa tới 100MW. Tuy nhiên bước sang nửa đầu năm 2019, Năng lượng mặt trời đã có bước nhảy vọt với tổng công suất lắp máy lên tới 4.464 MW vào cuối tháng 6 /2019 và dự kiến sẽ tăng lên 5.100 MW vào cuối năm 2019. Năng lượng mặt trời có bước tăng nhảy vọt này là do các nhà máy đều đẩy nhanh tiến độ để kịp hòa lưới trước 30/6/2019, là thời điểm cuối cùng được hưởng cơ chế ưu đãi theo Quyết định 11 của Thủ tướng Chính phủ (ngoại trừ Bình Thuận và Ninh Thuận được kéo dài thêm thời gian ưu đãi đến 30/6/2020). Hiện tại, Chính phủ đã ban hành dự thảo giá điện mặt trời cho những năm tới, theo đó giá điện mặt trời giảm đáng kể so với ưu đãi trước đó dẫn tới việc đầu tư vào năng lượng mặt trời có thể sẽ chậm lại.

Dự thảo giá điện mặt trời mới

TT	Công nghệ điện mặt trời	Giá điện Vùng I		Giá điện Vùng II		Giá điện Vùng III		Giá điện Vùng IV	
		VNĐ/kWh	US cent/kWh	VNĐ/kWh	US cent/kWh	VNĐ/kWh	US cent/kWh	VNĐ/kWh	US cent/kWh
1	Dự án điện mặt trời nổi	2.159	9,44	1.857	8,13	1.664	7,28	1.566	6,85
2	Dự án điện mặt trời mặt đất	2.102	9,20	1.809	7,91	1.620	7,09	1.525	6,67
3	Dự án điện mặt trời tích hợp hệ thống lưu trữ	-	-	-	-	1.994	8,72	1.877	8,21
4	Dự án điện mặt trời mái nhà	2.486	10,87	2.139	9,36	1.916	8,38	1.803	7,89

Cơ chế dùng than trộn giúp cho các nhà máy điện than đủ nguyên liệu

Từ cuối năm 2018 đến đầu năm 2019, việc thiếu nguồn nguyên liệu than đã làm cho nhiều nhà máy nhiệt điện than không đủ nguyên liệu để tận dụng công suất phát khi giá trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng cao, thậm chí một số nhà máy phải tạm dừng phát ở một số tổ máy. Để giải quyết cho bài toán thiếu than và thiếu điện, Thủ tướng chính phủ và Bộ Công thương đã cho phép TKV và Tổng Công ty Đông Bắc nhập khẩu than về trộn với than trong nước phục vụ cho mục đích phát điện. Điều này đã giúp cho đa số các nhà máy đủ nguồn nguyên liệu than để phát điện. Mặc dù giá than nhập khẩu cao hơn so với giá than trong nước khoảng 5-10% nhưng điều này chưa tác động đáng kể lên kết quả hoạt động kinh doanh do giá than được chuyển qua giá điện đối với phần sản lượng theo hợp đồng. Bên cạnh đó giá than thế giới đang trong xu hướng giảm khá mạnh, giá than cho nhà máy điện Australia cuối tháng 9/2019 đã giảm 44,5% so với mức giá đỉnh vào tháng 7/2018. Theo dự báo được Bloomberg tổng hợp thì giá than dự kiến sẽ ổn định quanh mức hiện tại trong năm tới. Giá than nhập khẩu có độ trễ do thời gian đấu thầu nên giá than nhập khẩu trong giai đoạn vừa qua không giảm nhanh như giá than thế giới nhưng dự kiến sẽ giảm trong thời gian tới. Điều

này sẽ giúp cho các nhà máy nhiệt điện than gia tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường phát điện cạnh tranh và gia tăng lợi nhuận.



Nguồn: Bloomberg

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh trong 6T2019 nhờ giảm khấu hao.

Trong 6T2019, POW ghi nhận 18.315 tỷ đồng doanh thu (+2,8% yoy) và 1.523 tỷ đồng LNST (+38,1% yoy). Như vậy công ty đã hoàn thành 55,9% kế hoạch doanh thu và 66,9% kế hoạch lợi nhuận. Lợi nhuận của công ty tăng mạnh hơn doanh thu nhờ một số yếu tố như giảm khấu hao ở Nhà máy điện Cà Mau, giảm khấu hao ở Nhà máy Nhơn Trạch 1, giảm chi phí quản lý doanh nghiệp và giảm chi phí tài chính.

Giá than trộn cao hơn chưa tác động nhiều tới kết quả kinh doanh POW do giá than được chuyển vào giá điện đối với sản lượng bán theo hợp đồng mà trong năm 2019 phần lớn sản lượng điện thương phẩm của Nhà máy Vũng Áng là sản lượng theo hợp đồng. Trong 6T2019, Nhà máy Vũng Áng không đủ nguyên liệu than để phát điện theo sản lượng được giao, tổng sản lượng thương phẩm trong 6 tháng đầu năm 2019 của nhà máy Vũng Áng là 2.633 triệu kWh thấp hơn 8,4% so với sản lượng Qc được giao. Nguồn nguyên liệu than của Vũng Áng đã được cải thiện mạnh khi công ty có thể sử dụng than trộn vào tháng 9/2019 và sẽ đảm bảo khi POW có thể chủ động nhập khẩu than từ 2020 (hiện nay POW đã hoàn thành thủ tục xin cấp phép và đang ở trong giai đoạn chuẩn bị công tác nhập khẩu than).

PV Power đang đàm phán cơ chế tham gia thị trường điện cạnh tranh của Nhà máy điện Cà Mau. BVSC dự kiến nhà máy điện Cà Mau sẽ tham gia thị trường phát điện cạnh tranh vào năm 2020 với tỷ lệ sản lượng bán trên thị trường điện cạnh tranh vào khoảng 20%. Điều này sẽ làm giảm nhẹ lợi nhuận của Nhà máy Cà Mau do giá điện trên VCGM thường thấp hơn so với đơn giá

theo hợp đồng. Chúng tôi cũng lưu ý thêm rằng năm 2019 là năm cuối cùng Nhà máy điện Cà Mau được hưởng ưu đãi thuế.

Thương lượng lại hợp đồng PPA của NT2 vẫn đang trong quá trình đàm phán dự kiến sẽ có kết quả vào cuối tháng 10. Chúng tôi ước tính mức giá của hợp đồng PPA mới sẽ giảm khoảng 40 VND/kWh. Giả định mức Qc của NT2 không đổi trong năm tới thì với mức giảm giá điện này dự kiến sẽ làm cho NT2 giảm khoảng 150 tỷ đồng.

Khấu hao nhà máy Nhơn Trạch 1 giảm khoảng 310 tỷ trong năm 2020. Nhà máy Nhơn Trạch 1 giảm khoảng 160 tỷ đồng khấu hao trong năm 2019 và tiếp tục giảm thêm khoảng 310 tỷ đồng trong năm 2020. Từ năm 2020, chi phí khấu hao của nhà máy Nhơn Trạch 1 chỉ còn khoảng 80 tỷ đồng mỗi năm.

Dự báo kết quả kinh doanh

Năm 2019, BVSC dự phóng sản lượng điện thương phẩm là 22 tỷ kWh (+4,61% yoy), trong đó sản lượng Qc của nhiệt điện than, nhiệt điện khí và thủy điện lần lượt là 5,66 tỷ kWh (+15,8% yoy), 6,08 tỷ kWh (-6,1% yoy) và 0,85 tỷ kWh (-0,1% yoy). Theo đó, chúng tôi ước tính PV Power sẽ ghi nhận khoảng 34.025 tỷ doanh thu (+4,2% yoy) và 2.554 tỷ đồng LNST (+32,8% yoy) tương ứng với EPS là 1.091 VND/CP.

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019F
Doanh thu	28.212	29.710	32.662	34.026
Giá vốn	24.429	24.787	28.186	28.871
Lợi nhuận gộp	3.783	4.923	4.477	5.155
Doanh thu tài chính	459	414	516	322
Chi phí tài chính	(1.798)	(1.806)	(1.779)	(1.625)
Lợi nhuận sau thuế	1.075	2.233	1.921	2.554

Nguồn: BVSC

Quan điểm đầu tư

PV Power là một trong ba doanh nghiệp phát điện lớn nhất Việt Nam và có tiềm năng tăng trưởng mạnh trong 2019 nhờ hết khấu hao ở nhà máy Cà Mau và Nhơn Trạch 1 cũng như tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn nhờ đầu tư cũng như tiếp nhận thêm các nhà máy phát điện mới. Năm 2019, PV Power dự kiến sẽ tăng mạnh lợi nhuận sau thuế với mức tăng trên 30%. Sử dụng phương pháp định giá EV/EBITDA, BVSC đánh giá mức giá hợp lý của POW là 17.300 VND/CP tương đương với mức EV/EBITDA là 6,8 lần. Mức giá này cao hơn 34,6% so với mức giá đóng cửa ngày 01/10/2019 là 12.850 VND/CP. Vì vậy, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu POW với mức giá mục tiêu là 17.300 VND/CP.

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

Kết quả kinh doanh sụt giảm do giảm sản lượng Qc và doanh thu tài chính

Trong 6 tháng đầu năm 2019, NT2 ghi nhận 4.015 tỷ đồng doanh thu (-2,3% yoy) và 387 tỷ đồng LNST (-23,2% yoy). Như vậy công ty đã hoàn thành 53,7% kế hoạch doanh thu và 52,1% kế hoạch lợi nhuận. Trong 6T2019, Doanh thu và lợi nhuận gộp của NT2 đều suy giảm do Qc giảm cũng như sản lượng khí bị thiếu hụt dẫn tới NT2 đã không tận dụng được công suất hệ thống để phát điện khi giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng cao.

Giá điện bán theo hợp đồng có thể giảm khoảng 40 đồng/kWh. Hợp đồng mua bán điện (PPA) hiện tại của NT2 được đàm phán theo Thông tư 41. Đề phù hợp với quy định pháp luật mới, NT2 thực hiện đàm phán lại hợp đồng PPA theo Thông tư 56. Hiện tại hợp đồng vẫn đang trong quá trình đàm phán và chưa có kết quả cuối cùng. Chúng tôi ước tính mức giá điện theo hợp đồng của hợp đồng PPA mới sẽ giảm khoảng 40 VND/kWh. Giá định mức Qc của NT2 không đổi trong năm tới thì với mức giảm giá điện này lợi nhuận của NT2 sẽ giảm khoảng 150 tỷ đồng.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2019

Năm 2019, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của NT2 lần lượt là 7.482 tỷ đồng (-2,4% yoy) và 699 tỷ đồng (-10,6% yoy) tương đương với mức EPS là 2.343 VND/CP với một số giả định chính như sau: (1) giá dầu FO Platts bình quân giảm 11% yoy; (2) giá điện theo hợp đồng là 1.649 VND/kWh (-1% yoy); (3) sản lượng điện thương phẩm đạt 4.850 triệu kWh (+2% yoy), trong đó sản lượng Qc là 3.780 triệu kWh (-6,1% yoy).

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019F
Doanh thu	7.983	6.761	7.670	7.483
Giá vốn	6.632	5.368	6.654	6.533
Lợi nhuận gộp	1.351	1.393	1.015	950
Doanh thu tài chính	103	63	73	12
Chi phí tài chính	(249)	(490)	(192)	(111)
Lợi nhuận sau thuế	1.086	810	782	699

Nguồn: NT2, BVSC

Quan điểm đầu tư

NT2 là doanh nghiệp hoạt động tốt và thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao. Bên cạnh đó, NT2 được hưởng lợi nhờ EVN sẽ huy động nguồn điện từ các công ty nhiệt điện nhiều hơn và giá bán trên thị trường cạnh tranh có thể cao hơn do công suất lắp đặt tăng trưởng chậm hơn nhiều so với nhu cầu tiêu thụ điện và điều kiện thủy văn bất lợi cho các công ty thủy điện. Mặc dù giá khí đã bắt đầu có xu hướng giảm nhưng hệ số Qc cũng giảm cũng như nguồn khí thiếu hụt dẫn tới kết quả kinh doanh của NT2 năm 2019 dự kiến giảm khoảng hơn 10% so với cùng kỳ 2018.

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu NT2. Mức giá mục tiêu cho NT2 theo Phương pháp DCF là 21.800 VND/CP, thấp hơn 9,2% so mức giá đóng cửa ngày 27/09/2019 là 24.050 VND/CP.

CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HSX: PPC)

Thiếu hụt nguyên liệu làm cho kết quả kinh doanh sụt giảm

Trong 6T2019, PPC ghi nhận 3.950 tỷ đồng doanh thu (-1,7% yoy) và 584 tỷ đồng LNST (-18,3% yoy). Như vậy công ty đã hoàn thành 52,4% kế hoạch doanh thu và 90,5% kế hoạch lợi nhuận. Trong 6T2019, Doanh thu và lợi nhuận gộp của PPC đều suy giảm do PPC đã không có đủ nguyên liệu than để phát điện nhằm khai thác triệt để công suất hệ thống khi giá trên thị trường phát điện cạnh tranh luôn ở mức cao. Lợi nhuận sau thuế cũng suy giảm so với nửa đầu năm trước do trong 6T2018 chi phí tài chính âm 163 tỷ đồng nhờ khoản hoàn nhập đầu tư tài chính QTP.

Giá than nguyên liệu chưa tác động trọng yếu lên lợi nhuận. Trong nửa đầu năm 2019, giá than trong nước có 2 đợt tăng với tổng mức tăng xấp xỉ 7% so với cùng kỳ. TKV cũng phải nhập thêm than để trộn vào than trong nước nhằm bù đắp sản lượng thiếu hụt. Giá than nhập cao hơn giá than trong nước khoảng 5-10% so với giá than trong nước dẫn tới giá than mua vào bình quân của PPC cao hơn khoảng 9% so với cùng kỳ. Mức tăng giá nguyên liệu than này chưa tác động trọng yếu đến kết quả hoạt động kinh doanh của PPC do PPC có thể chuyển giá than vào giá bán điện đối với sản lượng điện theo hợp đồng Qc.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2019

BVSC dự báo PPC sẽ ghi nhận 7.534 tỷ đồng (+5,9% yoy) và LNST đạt 967 tỷ đồng (-13,6% yoy) tương đương với EPS là 2,822 VND/CP với một số giá định chính như sau:

- Sản lượng điện thương phẩm của PL1 và PL2 lần lượt là 1.747 triệu kWh (-0,6% yoy) và 3.332 (+2,6% yoy). Trong đó sản lượng Qc của PL1 là 1.444 triệu kWh (-4,5% yoy) và sản lượng Qc của PL2 là 2.786 triệu kWh (-3,1% yoy).
- Đơn giá theo hợp đồng PPA của PL1 là 1.620 VND/kWh và PL2 là 1.372 VND/kWh.
- EVN thực hiện thanh toán khoảng 105 tỷ đồng lỗ chênh lệch tỷ giá so với phương án giá điện của năm 2016 vào năm 2019.

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019F
Doanh thu	5.977	6.236	7.117	7.535
Giá vốn	5.474	5.445	5.970	6.495
Lợi nhuận gộp	504	791	1.147	1.040
Doanh thu tài chính	411	412	249	263
Chi phí tài chính	(254)	(120)	115	(13)
Lợi nhuận sau thuế	549	854	1.122	967

Nguồn: BVSC

Quan điểm đầu tư

PPC là doanh nghiệp ngành điện đã hết khấu hao và trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao. Bên cạnh đó, PPC được hưởng lợi nhờ EVN sẽ huy động nguồn điện từ các công ty nhiệt điện nhiều hơn và giá bán trên thị trường cạnh tranh có thể cao hơn do công suất lắp đặt tăng trưởng chậm hơn nhiều so với nhu cầu tiêu thụ điện và điều kiện thủy văn bất lợi cho các công ty thủy điện. Tuy nhiên, BVSC cũng lưu ý thêm về những thách thức về khả năng tỷ lệ Qc tiếp tục sụt giảm cũng như giá điện theo hợp đồng của Phả Lại 1 có thể sẽ bị giảm sau đàm phán. Cùng với việc cổ phiếu PPC đang giao dịch (giá đóng cửa tại ngày 27/09/2019 là 26.000 VND/CP) cao hơn mức giá mục tiêu theo phương pháp FCFF là 19,2% thì chúng tôi khuyến nghị chỉ nên nắm giữ PPC với mục tiêu đầu tư theo cổ tức.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888