

RONGVIET
SECURITIES



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH

6 THÁNG CUỐI NĂM



RONGVIET
SECURITIES



NGÀNH ĐIỆN

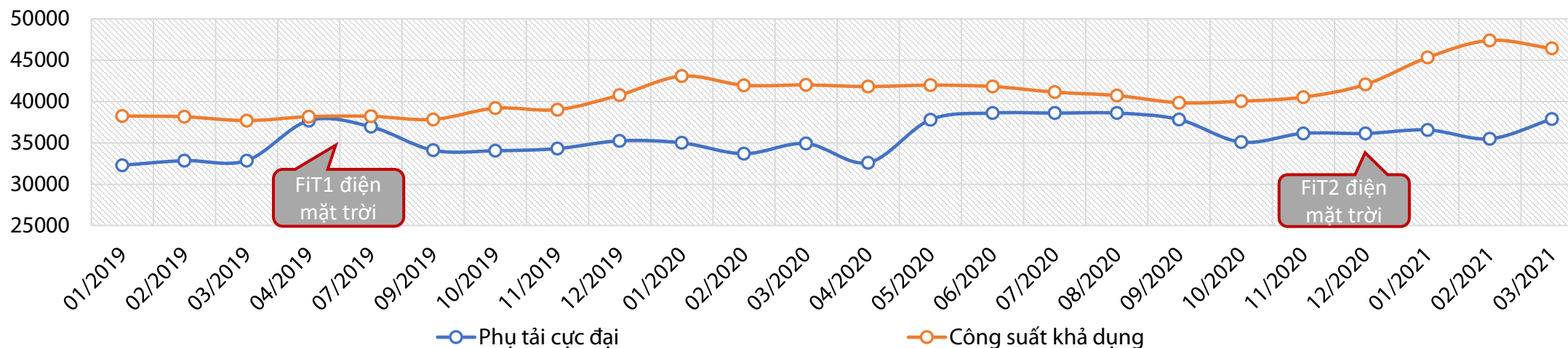
CUNG CẦU TẠM THỜI CHƯA
CÂN BẰNG



Nguyễn Ngọc Thảo - thao.nn@vdsc.com.vn



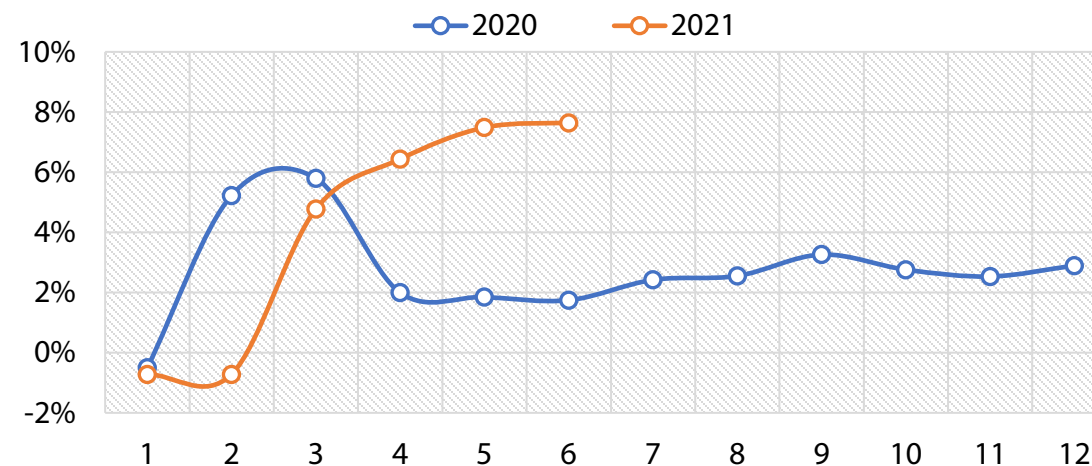
Hình 1: Phụ tải cực đại và công suất khả dụng (MW) (*)



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

(*) Không bao gồm các nhà máy thủy điện quy mô nhỏ (<30MW)

Hình 2: Tăng trưởng tiêu thụ điện theo tháng (YoY)



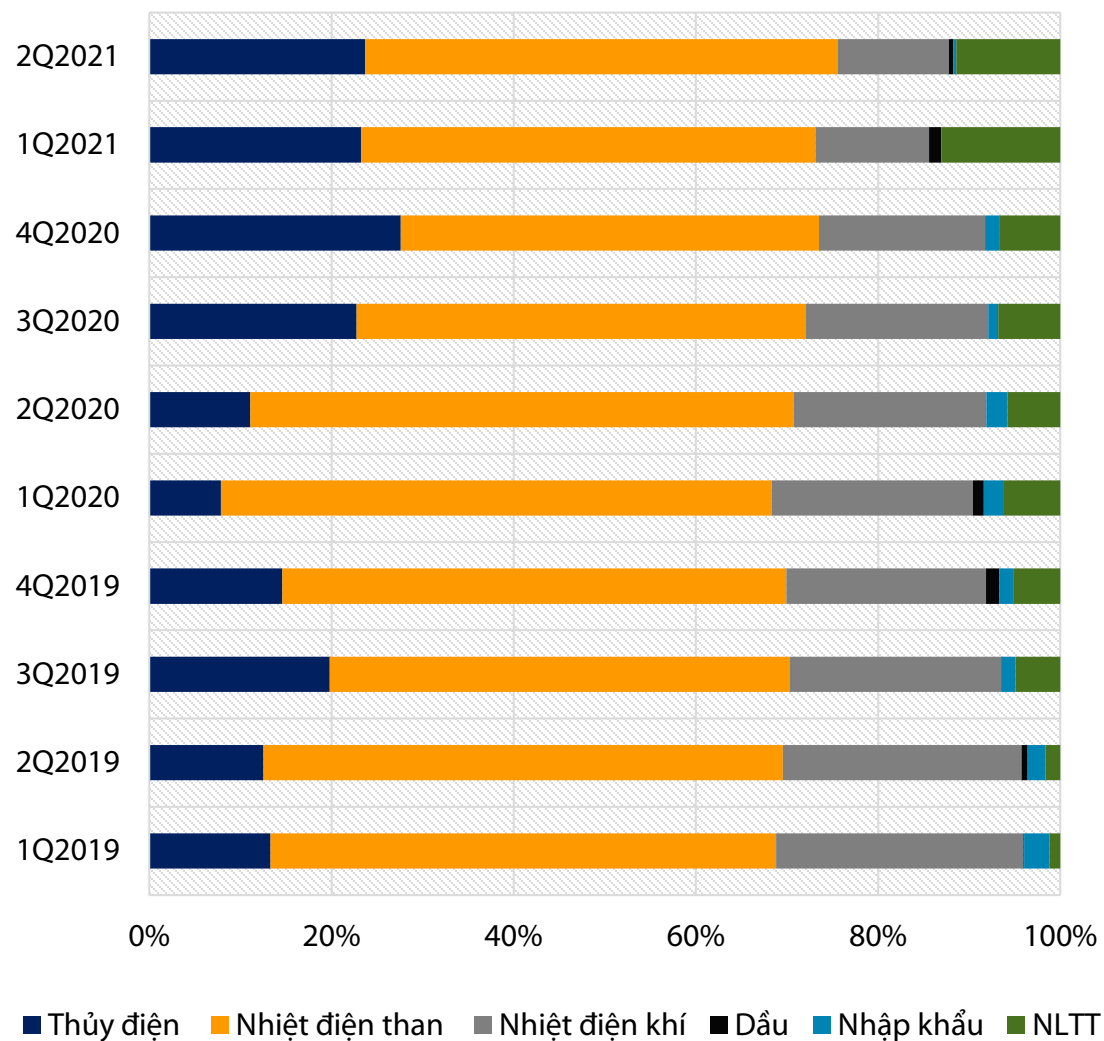
Nguồn: MoiT, EVN, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng nhu cầu chưa theo kịp tốc độ nguồn cung

- Công suất gia tăng đáng kể vào năm 2019 và 2020 (14% và 26% YoY) do sự bùng nổ năng lượng tái tạo trong khi tăng trưởng phụ tải chậm lại do Covid 19 (chỉ 2,9% vào năm 2020 và 7,4% trong 6T2021). (**)
- Do đó, sản lượng điện huy động của các nhà máy điện thấp đi, cả nhà máy nhiệt điện và nhà máy năng lượng tái tạo đều chưa huy động hết công suất.

(**) Tăng trưởng công suất được tính vào cuối năm

Hình 3: Tỷ trọng giữa các nhóm điện theo quý

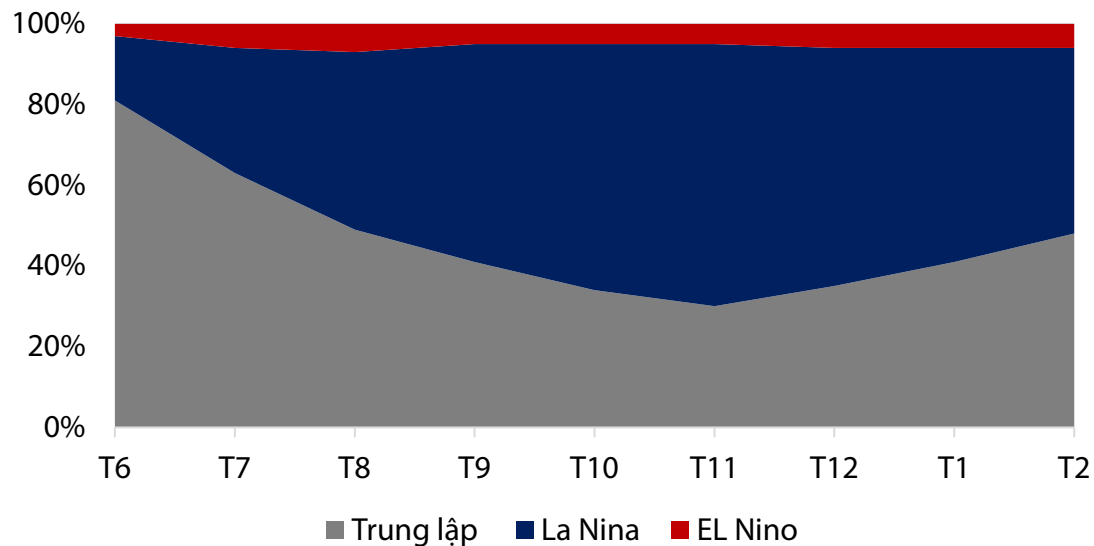


Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Các nhà máy thủy điện và năng lượng tái tạo bù đắp phần nhà máy nhiệt điện trong 6T2021

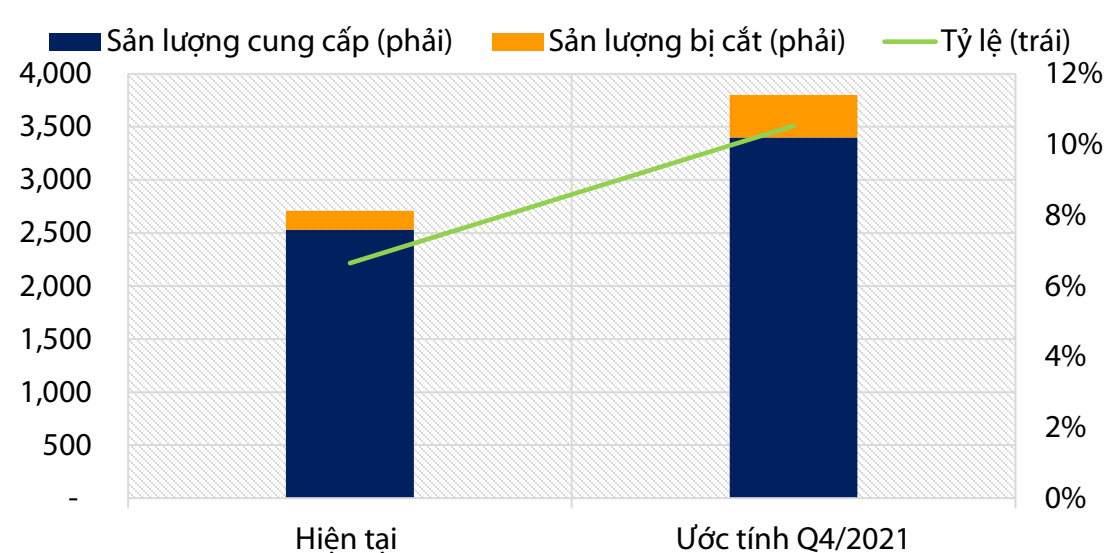
- Được hưởng lợi từ La Nina kể từ nửa cuối năm 2020, sản lượng các nhà máy thủy điện tăng 41% YoY, chiếm 24% tổng sản lượng trong nửa đầu năm 2021.
- Các nhà máy năng lượng tái tạo đã từng bước gia tăng tỷ trọng cung cấp kể từ lúc tham gia, đặc biệt là giai đoạn cuối năm 2020 (thời hạn FiT2 Điện mặt trời). Sản lượng của năng lượng tái tạo đã tăng lên 15 tỷ kWh, +172% YoY, chiếm 11,43% tổng sản lượng cả nước trong 6T2021. Tuy nhiên, các nhà máy này chỉ hoạt động trung bình 93% công suất do bị cắt sản lượng, mức độ cắt điện khác nhau giữa các khu vực.
- Các nhà máy nhiệt điện đã bị ảnh hưởng bởi thủy điện và năng lượng tái tạo, nhường chỗ cho thủy điện và năng lượng tái tạo (Hình 9, 10)
 - Sản lượng nhiệt điện than chiếm phần lớn với 52% tổng sản lượng cả nước, -4% YoY trong 6T2021. Mức giảm này thấp hơn so với quý 1/2021 (-12,4%) vì quý 2/2021 là mùa khô.
 - Các nhà máy nhiệt điện khí là nhóm bị thiệt hại nặng nề nhất do giá khí tăng mạnh. Công suất huy động và sản lượng giảm, theo đó sản lượng giảm -19% YoY (Hình 10).

Hình 4: Dự báo La Nina forecast từ T6 2021 đến T2 2022 (%)



Nguồn: MoIT, EIA, BMI, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Ước tính SL NLTT cung cấp và bị cắt theo tháng (triệu kWh)



Nguồn: EVN, Ước tính bởi CTCK Rồng Việt

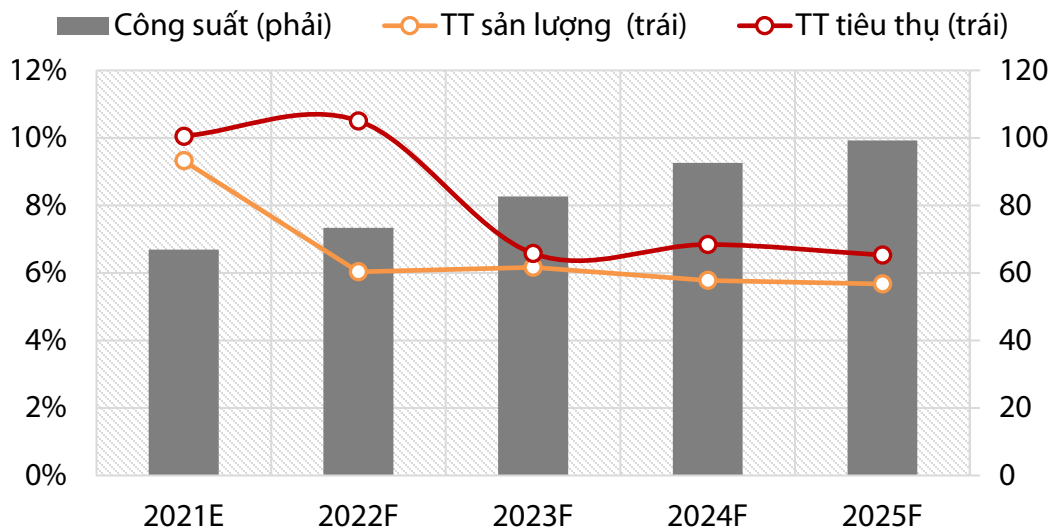
Điều kiện thủy văn tiếp tục hỗ trợ các nhà máy thủy điện. Hiện tượng La Nina được dự báo sẽ tiếp tục vào nửa cuối năm 2021, do đó các công ty thủy điện sẽ được hưởng lợi và ghi nhận hiệu suất hoạt động tốt hơn 6T2021. Các công ty hưởng lợi bao gồm REE, PC1, GEG, VSH,...

Nhiều nhà máy điện gió sẽ vận hành thương mại từ Q3/2021 do thời hạn FiT1. Tính đến thời điểm hiện tại, EVN ước tính sẽ bổ sung 5.656 MW điện gió vào hệ thống, tương đương 8% tổng công suất quốc gia. Vì vậy, cả các trang trại năng lượng tái tạo hiện tại và sắp tới sẽ bị cắt giảm sản lượng, tỷ lệ cắt giảm thực tế sẽ phụ thuộc vào sự phục hồi kinh tế trong Q4/2021. Một số công ty sẽ đóng điện gió và gia tăng lợi nhuận là REE, PC1, GEG,...

Các nhà máy nhiệt điện sẽ gặp khó khăn vào mùa mưa. Cả nhà máy nhiệt điện than và khí đều sẽ ghi nhận sản lượng huy động thấp vì sản lượng điện dồi dào từ thủy điện và điện gió. Tuy nhiên, thu nhập của từng doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào sản lượng hợp đồng và chi phí sản xuất.

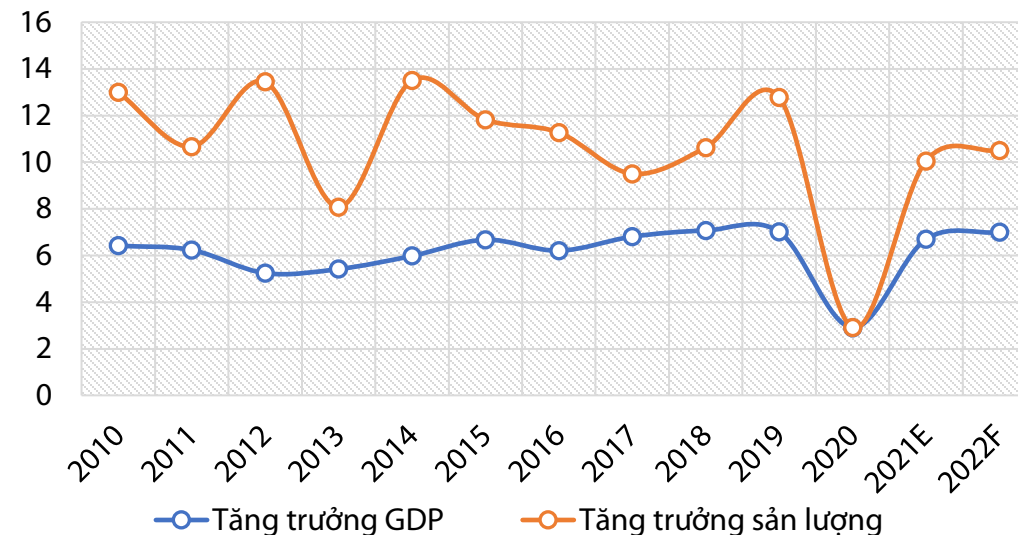
(*) Giai đoạn trung bình của La Nina là khoảng hai năm

Hình 6: Tăng trưởng SL và tiêu thụ (%) và công suất ('000 MW)



Nguồn: MofT, EIA, BMI, CTCK Rồng Việt

Hình 7: GDP dự báo, tăng trưởng tiêu thụ điện (%)

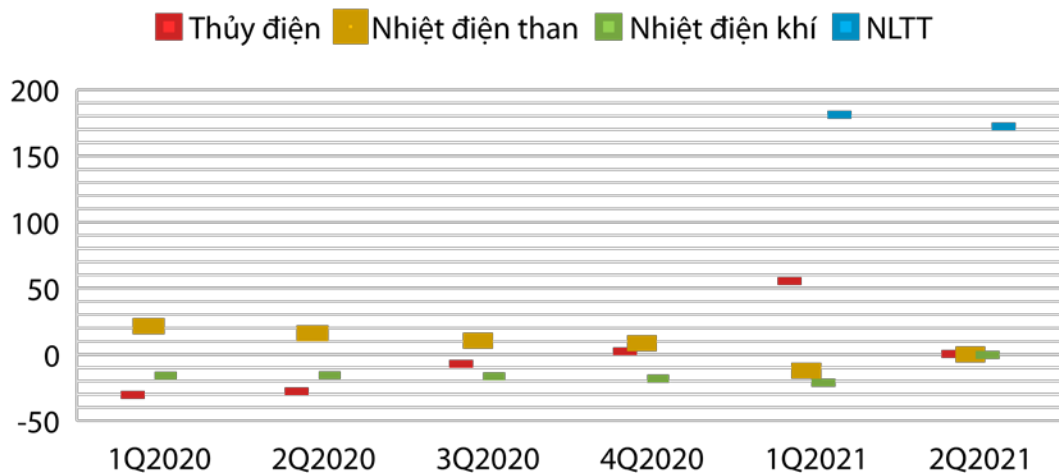


Nguồn: MofT, EVN, CTCK Rồng Việt

Hệ thống điện được kỳ vọng sẽ sớm đạt được điểm tối ưu giữa cung và cầu

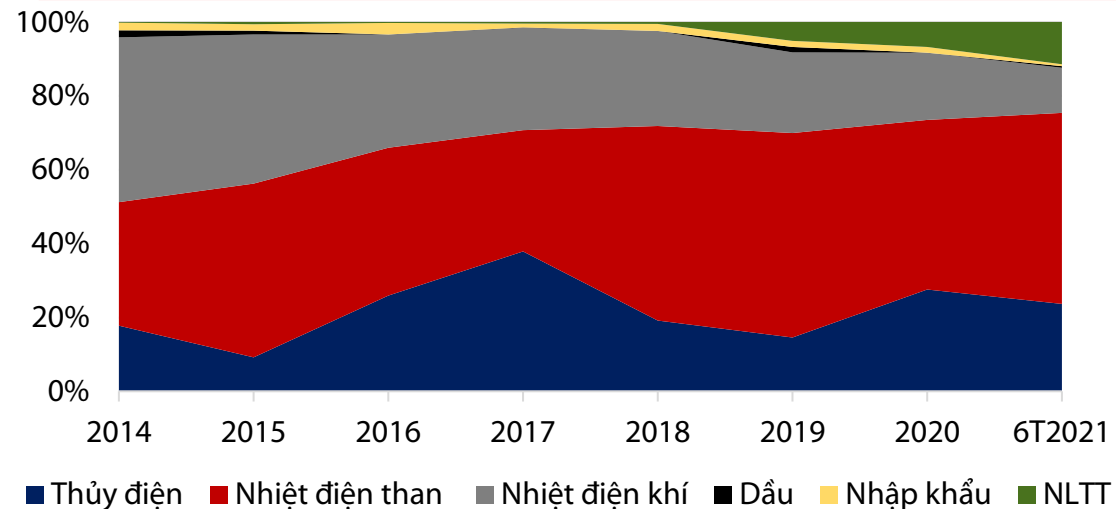
- Việc này được kỳ vọng xảy ra vào cuối năm 2022. Theo Chính phủ, Việt Nam sẽ được tiêm chủng đầy đủ vào giữa năm 2022, tăng trưởng kinh tế được kỳ vọng sẽ phục hồi, tăng trưởng phụ tải sẽ cao hơn so với năm 2020 và 2021. Về dài hạn, Việt Nam vẫn là nơi có thị trường điện phát triển nhanh nhất, dựa trên dự báo tăng trưởng GDP trong trung hạn.
- Cường độ La Nina thấp hơn dự kiến sẽ diễn ra vào cuối 2022 (Hình 11). Các nhà máy nhiệt điện và năng lượng tái tạo có thể cung cấp sản lượng cao hơn.
 - Các nhà máy nhiệt điện được dự báo sẽ có sản lượng huy động cao hơn vào nửa cuối năm 2022 nhờ nhu cầu tăng và cường độ La Nina thấp hơn.
 - Năng lượng tái tạo có thể được sử dụng tối đa, mở rộng tỷ suất lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng ta cần theo dõi việc xây dựng đường dây truyền tải do tình trạng thừa công suất ở một số khu vực (Hình 12) và việc gia tăng công suất năng lượng tái tạo trong những năm tới (Hình 13).

Hình 8: Tăng trưởng sản lượng theo nhóm (%)



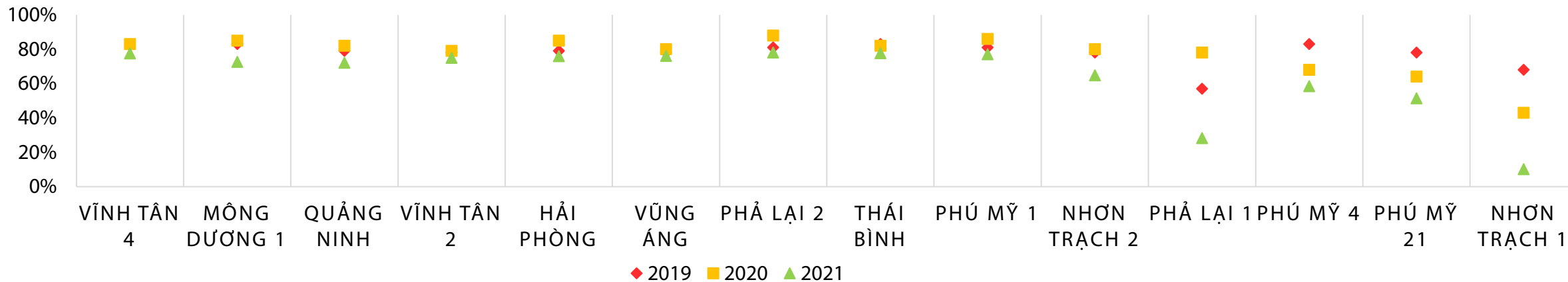
Nguồn: MoiT, CTCK Rông Việt

Hình 9 : Tỷ trọng huy động theo nhóm điện



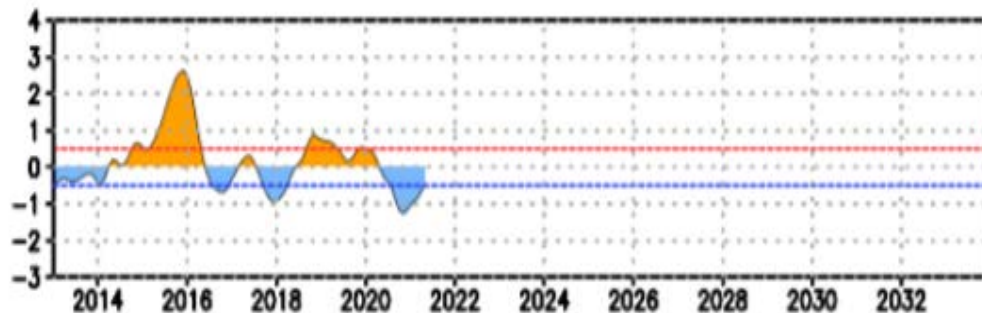
Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 10: Hệ số tải của các nhà máy nhiệt điện (%)



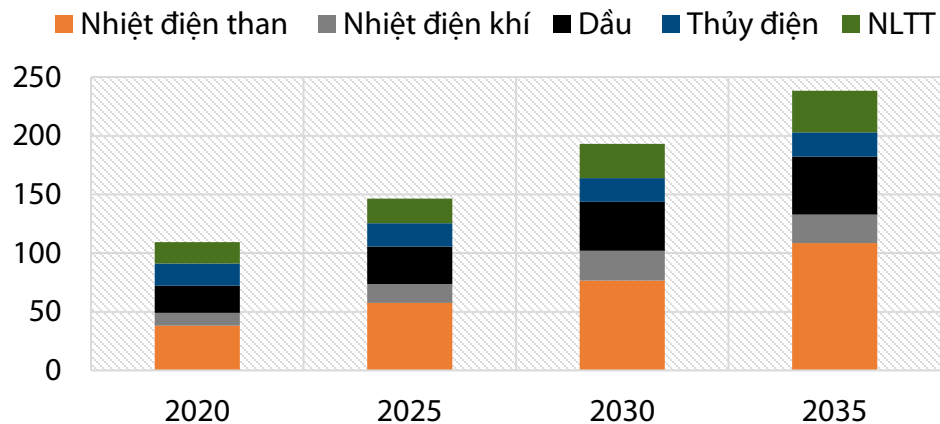
Nguồn: A0, CTCK Rông Việt

Hình 11: Cường độ La Nina (Màu xanh: La Nina, Màu cam: El Nino)



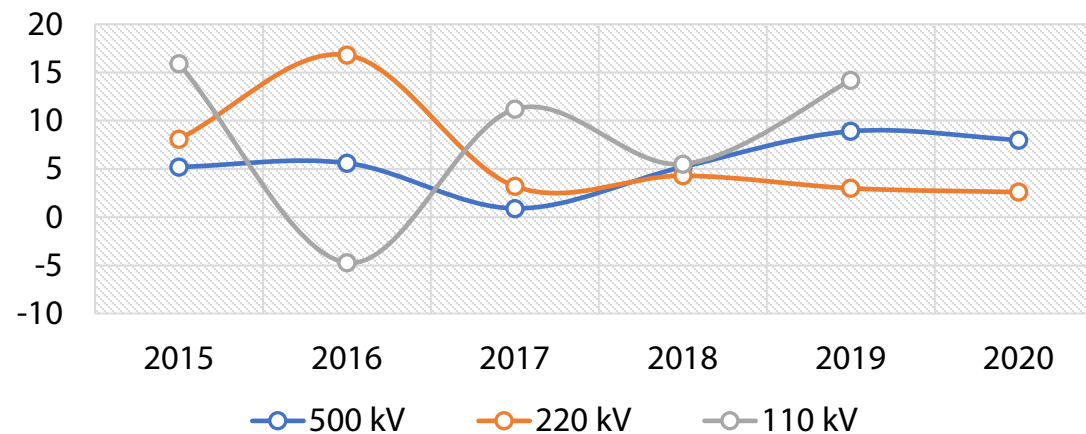
Nguồn: MoiT, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Sản lượng từng nhóm theo Quy hoạch lần 8 (MTOE)



Nguồn: A0, CTCK Rồng Việt

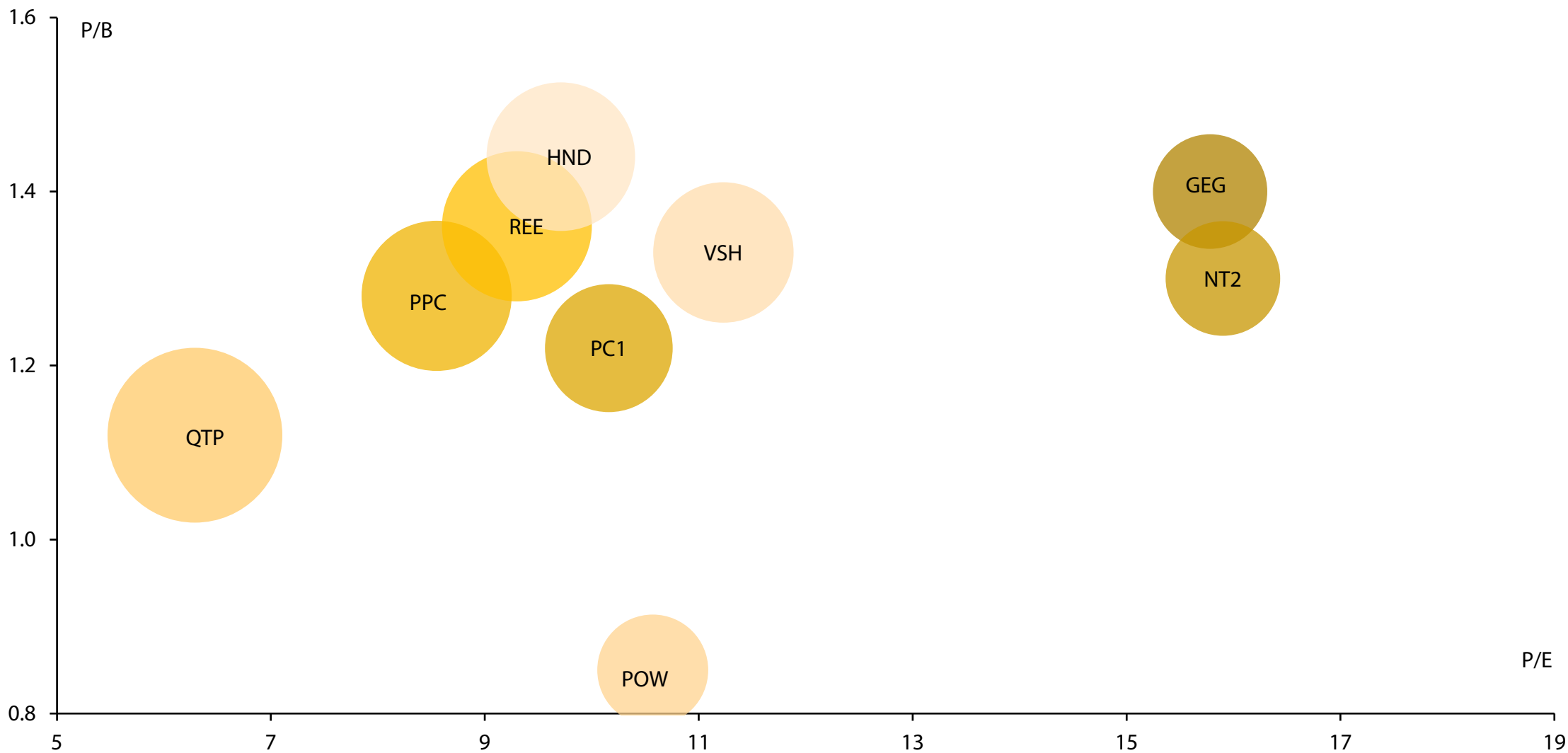
Hình 12: Tăng trưởng xây dựng đường truyền trên mỗi loại (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mã CP	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng Doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E hiện tại (lần)	P/B hiện tại (lần)
POW	25.175,1	N/A	-9,6%	-5,5%	20,1%	10,6%	3,4%	8,7%	4,2%	7,6%	1,9%	10,6	0,8
REE	16.688,8	65.300	19,2%	63,8%	34,7%	26,2%	25,5%	33,0%	7,9%	13,9%	0,0%	9,3	1,4
HND	8.572,5	17.900	-20,3%	-26,0%	28,3%	11,5%	-38,4%	9,5%	8,2%	13,6%	0,0%	9,7	1,4
PPC	7.277,9	21.200	-34,4%	-42,0%	10,0%	9,3%	-22,5%	14,9%	12,5%	13,9%	5,5%	8,5	1,3
QTP	6.633,5	N/A	-21,2%	-23,7%	26,2%	17,3%	161,4%	13,4%	10,7%	18,8%	6,8%	6,3	1,1
NT2	5.354,5	22.900	-20,6%	-27,8%	20,4%	8,4%	-57,9%	5,9%	5,0%	8,1%	5,4%	15,9	1,3
VSH	5.126,4	N/A	282,4%	451,0%	75,9%	53,3%	869,0%	45,6%	4,4%	12,1%	0,0%	11,2	1,3
PC1	5.085,6	30.100	61,4%	29,1%	12,0%	8,6%	53,0%	6,3%	4,1%	10,1%	0,0%	10,2	1,2
GEG	4.365,9	20.000	21,0%	7,5%	66,8%	43,0%	9,5%	20,1%	3,2%	8,1%	2,4%	15,8	1,4
TV2	1.935,8	N/A	93,8%	12,2%	7,0%	6,2%	27,4%	6,7%	8,2%	23,2%	0,0%	7,2	1,6

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

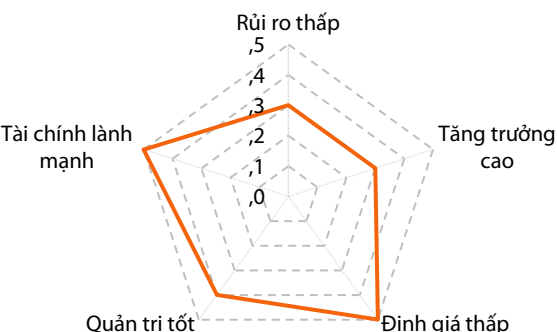
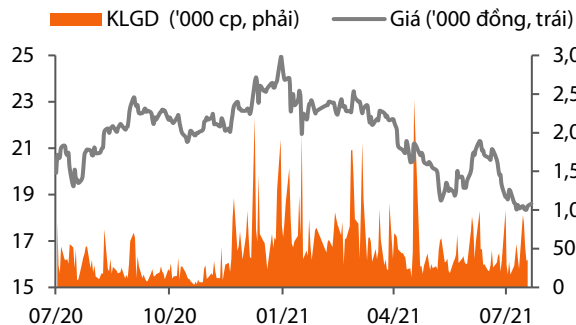


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<MUA: 28%>(*)

<Giá TT: 18,500>

<Giá mục tiêu: 22,900>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.354,5
SLCPĐLH (triệu cp)	287,9
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	434,0
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	8,5
SH NĐTNN còn lại (%)	35,1
ĐD giá 52 tuần (nghìn đồng)	18 - 26,0

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu	6.082	6.389	6.777
LNST	625	306	435
ROA (%)	9,8	5,4	8,3
ROE (%)	14,5	8,2	12,6
EPS (VND)	2.125	1.041	1.477
GTSS (VND)	14.928	12.970	11.947
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.498	2.000	1.500
P/E (x) (*)	7,5	15,6	12,8
P/B (x) (*)	1,2	1,4	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hoàn thành nghĩa vụ nợ dài hạn từ Q2/2021, dòng tiền doanh nghiệp sắp tới sẽ dồi dào

- Hoàn thành nghĩa vụ nợ vào tháng 6 năm 2021, toàn bộ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có khả năng sẽ dùng để trả cổ tức do không có hoạt động đầu tư và tài chính nào khác.
- Lợi nhuận của công ty có thể giảm do xu hướng khí tự nhiên tăng trong trung hạn và giá bán cố định giảm, nên giá cổ phiếu giảm hơn 30% kể từ mức đỉnh gần nhất. Với mức giá hiện tại, lợi suất cổ tức trong những năm tới tương đối hấp dẫn.

Khoảng thời gian khó khăn được kỳ vọng sẽ sớm chấm dứt. Triển vọng khởi sắc hơn cho các nhà máy nhiệt điện dự kiến sẽ quay trở lại

- NT2 gặp rất nhiều khó khăn trong bối cảnh Covid19. Sản lượng đã giảm đáng kể do phụ tải thấp và nguồn cung dồi dào từ thủy điện và năng lượng tái tạo.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng (1) Phụ tải sẽ gia tăng trở lại hậu Covid-19 và (2) Mức độ La Nina thấp hơn sẽ thúc đẩy sản lượng của công ty vào năm 2022.

Nằm trong Khu kinh tế trọng điểm phía Nam, hoạt động ổn định và hiệu quả là điểm mấu chốt

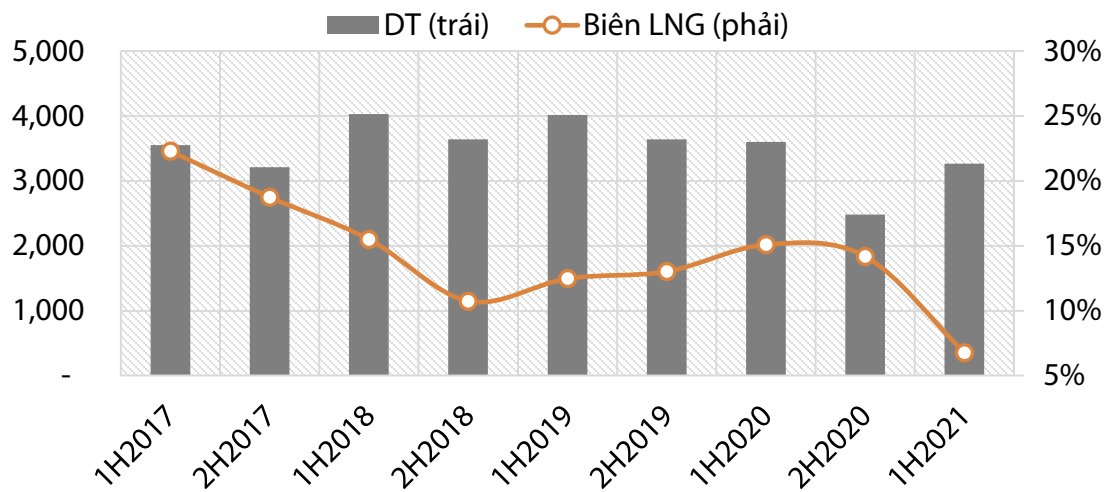
- NT2 tọa lạc tại Nhơn Trạch, một trong những khu kinh tế trọng điểm phía Nam. Bên cạnh đó, việc bảo trì thường xuyên đảm bảo hoạt động ổn định của công ty

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá khí. Giá khí đang có xu hướng tăng do mỏ khí mới có giá cao hơn mỏ cũ như Sao Vàng Đại Nguyệt.
- Tỷ lệ sản lượng hợp đồng tiếp tục giảm hơn so với kỳ vọng chúng tôi, có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty.

(*) Tổng lợi nhuận bao gồm 1.000 đồng cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng

Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng) và biên LNG (%)

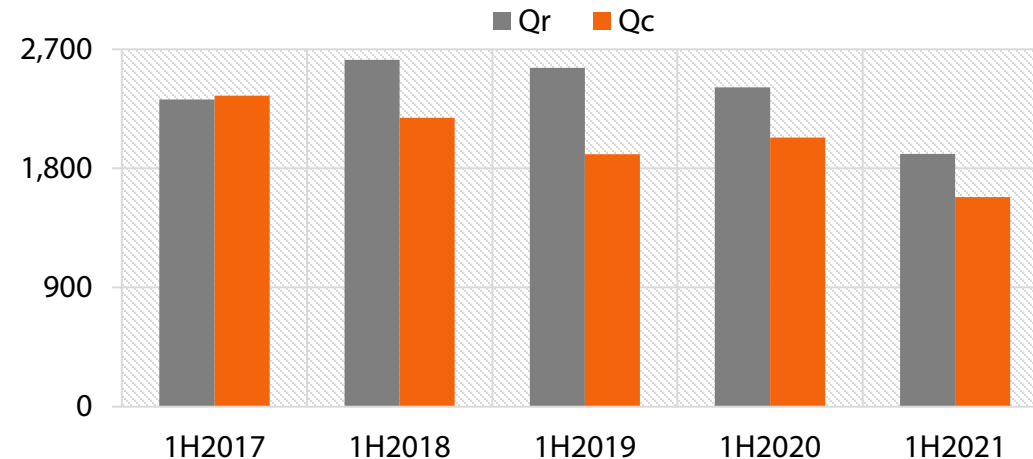


Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Sản lượng giảm mạnh do khó khăn chung toàn ngành

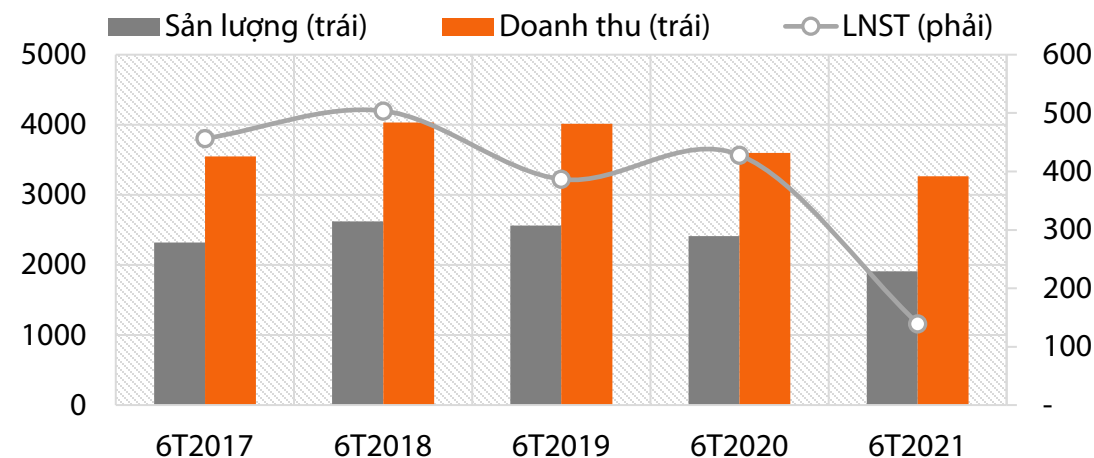
- Sản lượng huy động giảm trong 6T2021 do (1) Nhu cầu thấp do Covid19 19; (2) Nguồn cung dồi dào từ thủy điện và năng lượng tái tạo; (3) Giá khí tự nhiên tăng cao.
- Công ty đã cung cấp 1.909 triệu kWh trong 6T2021, -21% YoY. Trong đó, sản lượng hợp đồng (Qc) là 1.565 triệu kWh, chiếm khoảng 82% tổng sản lượng và -22% YoY.

Hình 2: Sản lượng hợp đồng và tổng sản lượng (triệu kWh) (*)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

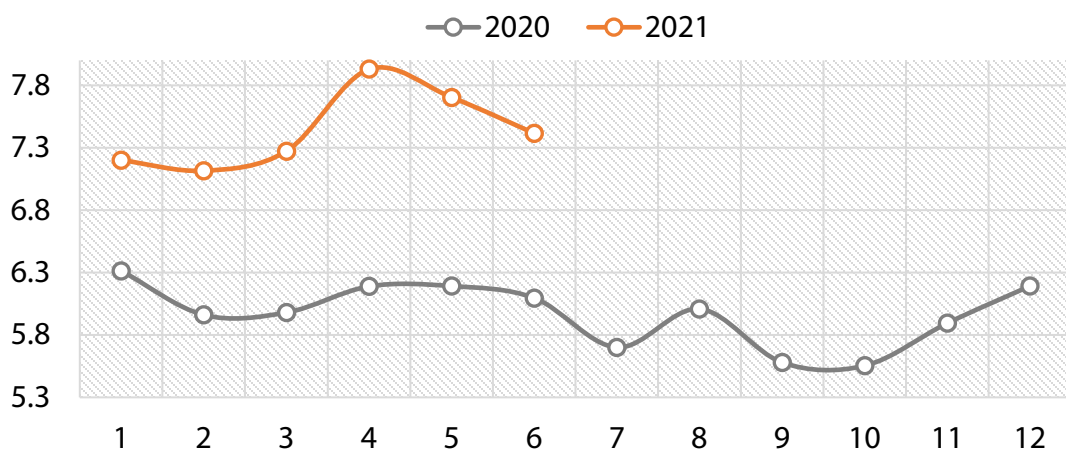
Hình 3: Sản lượng (triệu kWh) và KQKD 1H2021 (tỷ đồng)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

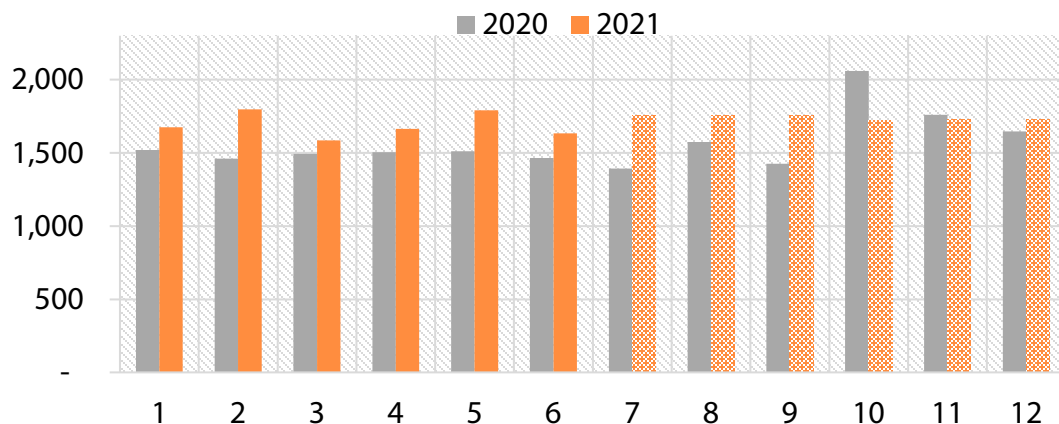
(*) Qr = Qc + Qm

Hình 4: Giá khí theo tháng (USD/triệu BTU)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá bán trung bình theo tháng (VND)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

(*) Giá hợp đồng (Pc) = giá cố định + giá biến đổi

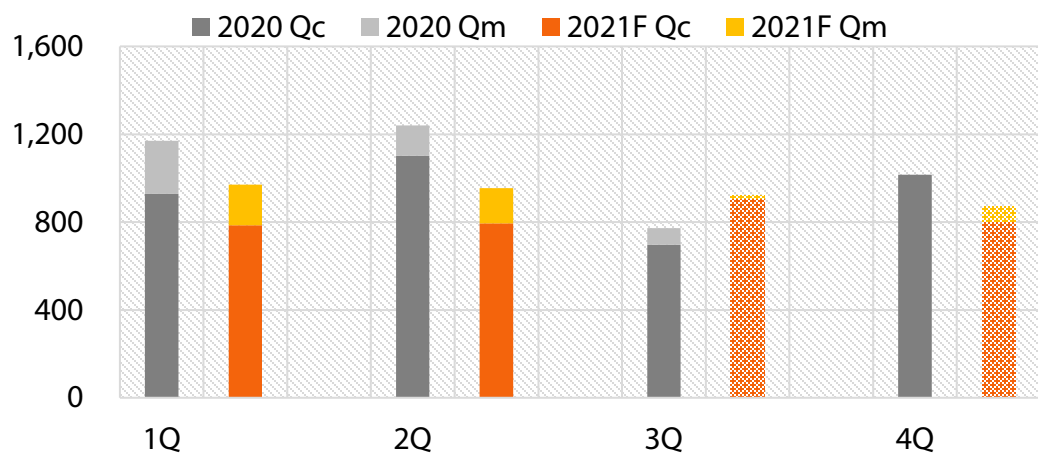
Giá PPA mới đã được áp dụng vào năm 2021, giảm bán cố định giảm

- Giá cố định trong Pc (*) giảm 37,59 đồng được công bố vào tháng 4. Theo đó, KQKD Q1 2021 vẫn tính theo giá cũ. Do đó, KQKD Q2 2021 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi khoản hồi tố của Q1 2021.
- Giá bán trong 6T2021 cao hơn năm 2020 do giá bán biến đổi tăng. Giá khí có xu hướng tăng do (1) Giá từ mỏ khí mới cao hơn (Sao Vàng Đại Nguyệt - SVDN), (2) Giá dầu phục hồi. Do đó, giá khí bình quân trong 6T2021 là 7,44 USD/triệu BTU, +22% YoY.
- Giá bán trung bình trong 6T2021 là 1.711 VND, +15% YoY.

Doanh thu giảm nhẹ nhưng LNST giảm đáng kể

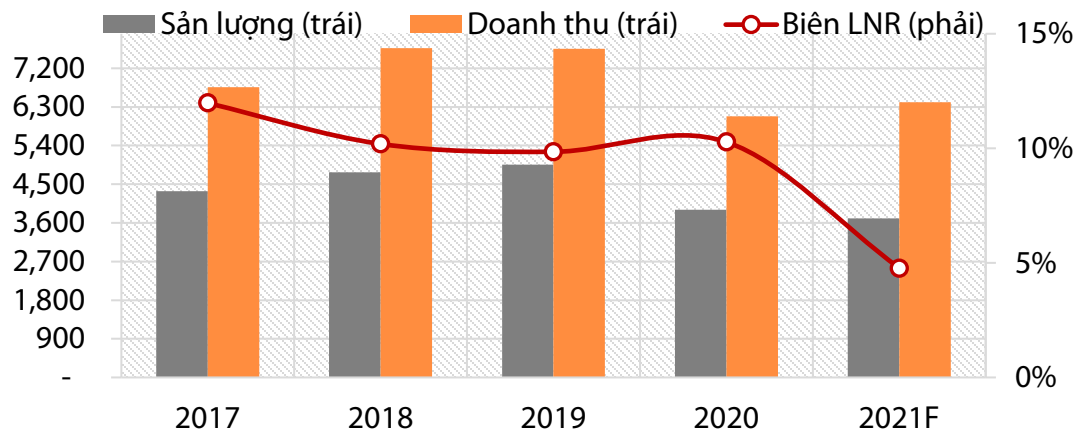
- Doanh thu đạt 3.265 tỷ đồng trong 6T2021, -9% YoY do sản lượng giảm so với năm 2020.
- Biên LN gộp giảm xuống 7% trong 6T2021 từ 15% trong 6T2020, -831 bps (Hình 1). Nguyên nhân từ Qc thấp và áp dụng Pc mới.
- Theo đó, LNST đạt 139 tỷ đồng, -67% YoY, hoàn thành 30% kế hoạch năm 2021. Kết quả là, NPM giảm xuống còn 4%, -762 bps.

Hình 6: Sản lượng hợp đồng và CGM theo quý (triệu kWh) (*)



Source: Rong Viet Securities

Hình 7: KQKD ước tính năm 2021 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

(*) Qr = contract volume (Qc)+ CGM volume (Qm)

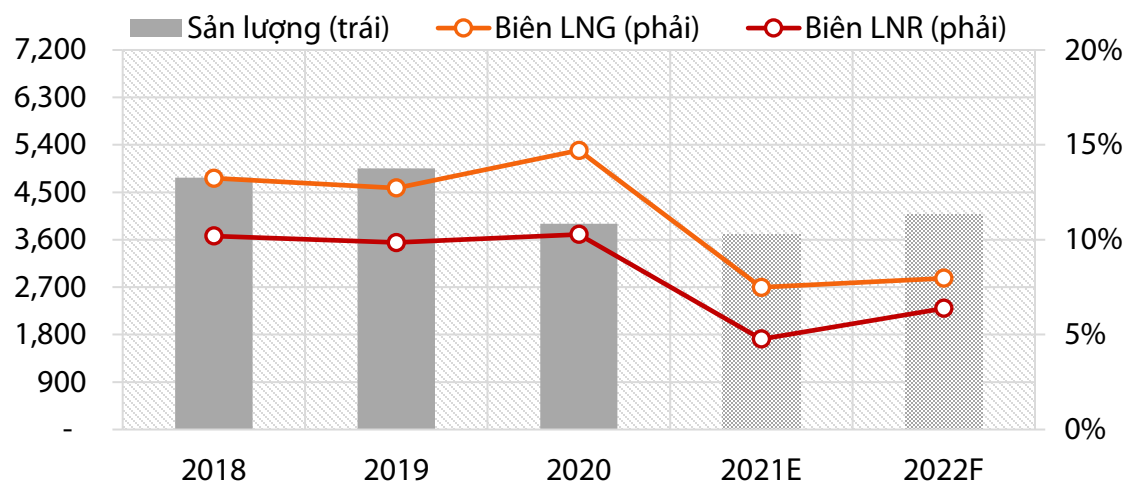
Qc cao hơn trong 2H2021 so với 1H2021

- Trong 2H2021, Qc đạt 1.711 triệu kWh, +8% so với 6T2021 và gần bằng trong 2H2020. Qc trong 2H2020 bị ảnh hưởng do bảo trì 36 ngày trong tháng 9 và tháng 10 năm 2020. Tổng cộng, Qr (*) dự phóng là 1.794 triệu kWh, +20% YoY, có nghĩa là Qc sẽ chiếm 95% tổng sản lượng trong nửa cuối năm 2021.
- Cho năm 2021, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 6.410 tỷ đồng, +5% YoY, chủ yếu do giá bán tăng (giá khí tăng) trong khi sản lượng giảm. LNST ước tính đạt 306 tỷ đồng, -51% YoY đến từ (1) Sản lượng giảm do khó khăn của ngành; (2) Pc giảm do áp dụng giá mới (3) Giá khí tăng chủ yếu đến từ mỏ khí mới Sao Vàng Đại Nguyệt.

Triển vọng tươi sáng hơn cho các nhà máy nhiệt điện dự kiến sẽ trở lại

- Công ty đã gặp rất nhiều khó khăn, ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty trong năm 2021. Năm 2022, phụ tải dự kiến sẽ phục hồi hậu Covid19. Ngoài ra, sản khối lượng huy động dự kiến sẽ cao hơn năm 2021.
- Chúng tôi dự báo sản lượng sẽ vào khoảng 4.073 triệu kWh, +10% YoY vào năm 2022 (Hình 8). Biên lợi nhuận gộp và NPM sẽ phục hồi sau năm 2021. Sản lượng huy động có thể tốt hơn giả định của chúng tôi nếu tốc độ phục hồi nhu cầu điện nhanh hơn dự phóng của chúng tôi.

Hình 8: Doanh thu ước tính (tỷ đồng) và biên lợi nhuận (%)

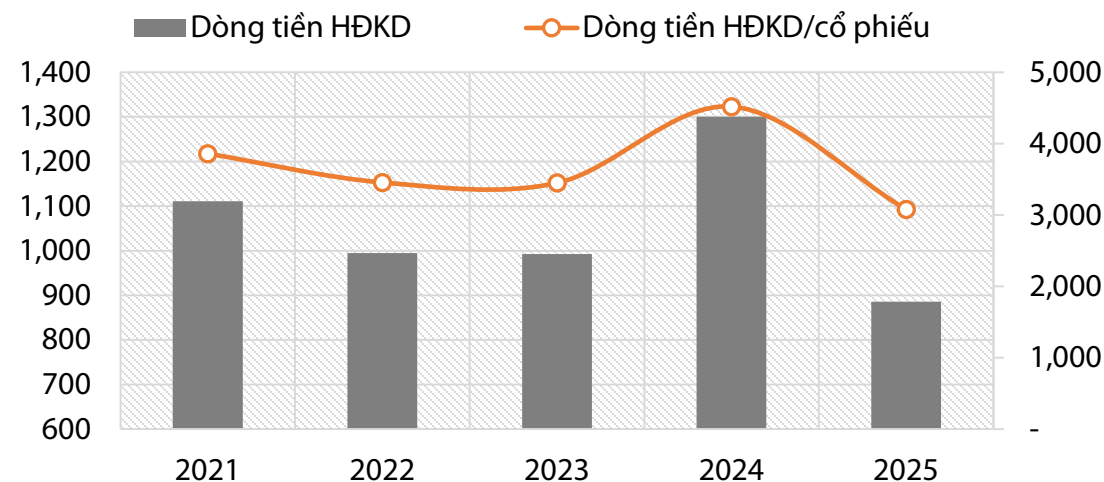


Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Trở thành “con gà đẻ trứng vàng” với nguồn sẵn sàng chia cổ tức

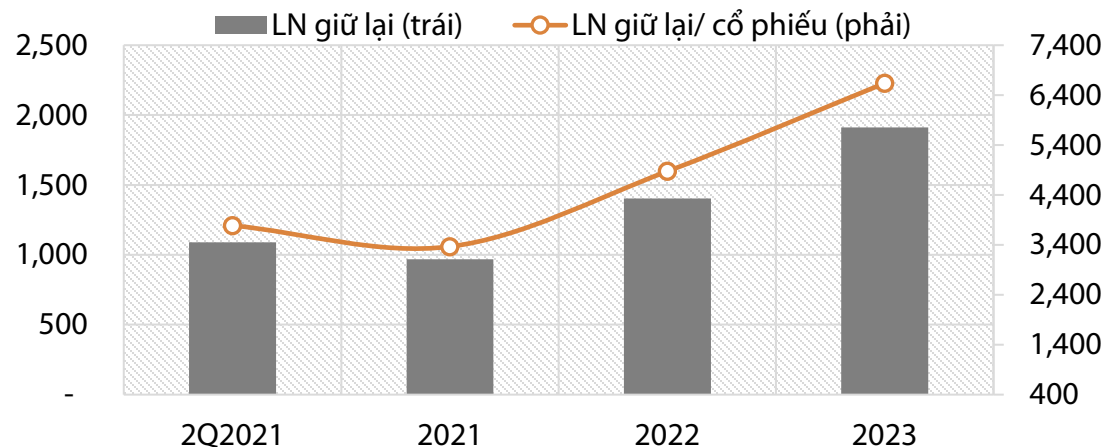
- Lợi nhuận của công ty bị ảnh hưởng bởi xu hướng tăng giá khí và giảm giá cố định trong giá bán. Tuy nhiên, công ty đã hoàn thành nghĩa vụ nợ, dòng tiền hoạt động sẽ được sử dụng để trả cổ tức do không còn hoạt động đầu tư.
- Chúng tôi ước tính dòng tiền tối đa và lợi nhuận giữ lại trên mỗi CP vào cuối năm nay vào khoảng 3.000 đồng.
- Bên cạnh đó, theo ban lãnh đạo công ty đang đàm phán về thu nhập ngoại hối cho giai đoạn 2016 - 2020, khoảng 400 tỷ đồng.

Hình 9: Dự phóng dòng tiền HĐKD ước tính (tỷ đồng) và DT HĐKD/CP



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Hình 10: LN giữ lại ước tính (tỷ đồng) LN giữ lại trên mỗi CP (VND) (*)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt; (*) RE sau năm 2021 giả định không chia cổ tức kể từ đó

MUA: +27%(*)

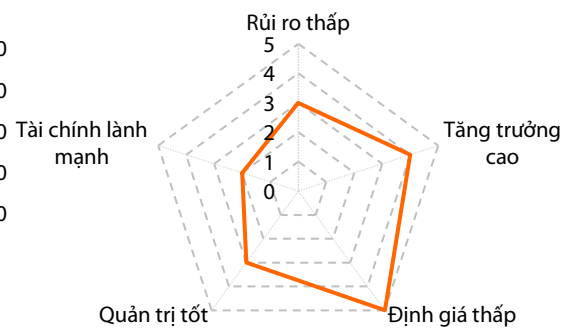
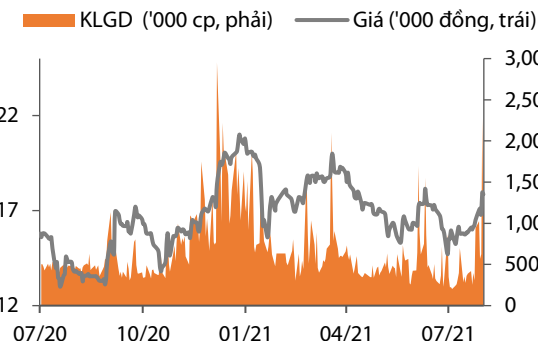
<GTT: 16,100>

GMT: 20,000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.085,6
SLCPĐLH (triệu cp)	191,2
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	568,5
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	14,9
SH NĐTNN còn lại (%)	38,9
BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	17 – 30,5

Doanh thu (tỷ đồng)	1.493	1.550	2.197
LNST (tỷ đồng)	257	273	320
ROA (%)	3	2	3
ROE (%)	11	8	8
EPS (VND)	934	982	1.151
GTSS (VND)	11.274	12.949	13.100
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	400	400
P/E (x)	17,1	16,4	14,0
P/B (x)	1,8	1,5	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Năng lượng gió thúc đẩy sự tăng trưởng của công ty, gia tăng lợi nhuận cho công ty từ tháng 11 năm nay

- Công suất tăng 57% lên 433 MW. Năm 2021, điện gió sẽ chiếm tỷ trọng thấp trong LNST do chỉ hoạt động trong hai tháng cuối năm nhưng sẽ đóng góp lợi nhuận trọng yếu vào năm 2022.
- Các dự án này có biên lợi nhuận gộp cao (khoảng 55% - 60%) và sẽ mang lại lợi nhuận bền vững cho công ty trong trung hạn.

Thủy điện tiếp tục hưởng lợi từ điều kiện thủy văn. Hiện tượng La Nina được dự báo sẽ kéo dài sang đầu năm sau

- Thủy điện sẽ hưởng lợi từ La Nina và mùa mưa trong nửa cuối năm 2021. Sản lượng và doanh thu được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 240% và 180% so với 6 tháng đầu năm 2020.

Sở hữu nhà máy điện mặt trời đạt được giá bán FiT1, mảng này là trụ cột chính cho thu nhập của GEG trong trung hạn

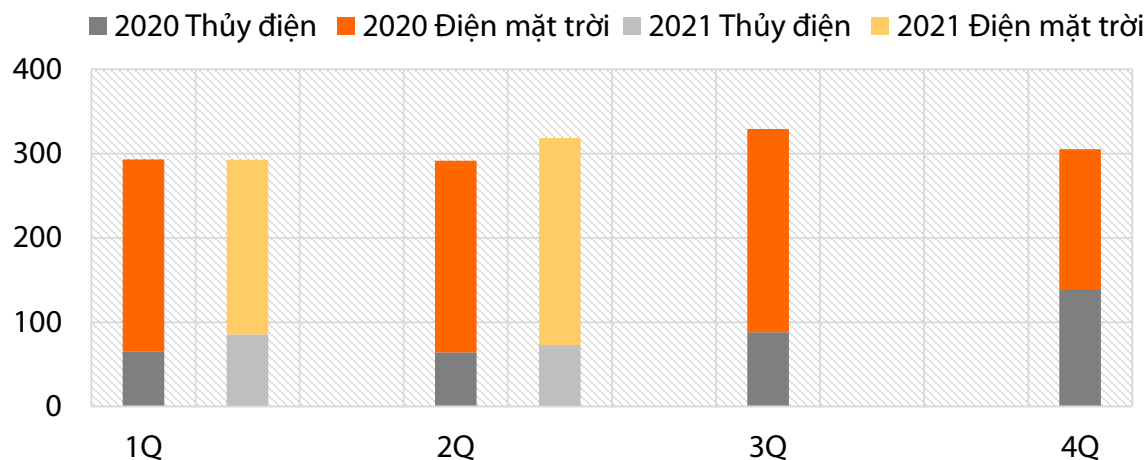
- Mảng này không phát được hết công suất trong 6T2021 do bị cắt giảm sản lượng. Đây được coi là rủi ro ngắn hạn do mất cân bằng cung cầu và được kỳ vọng sẽ giải quyết sau Covid19.
- Trong trung hạn, điện mặt trời sẽ đóng góp phần lớn vào cả doanh thu và lợi nhuận của công ty. Năm 2021, điện mặt trời sẽ đóng góp 58% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhiều dự án trong kế hoạch triển khai đòi hỏi phải có vốn đầu tư lớn, có thể chịu rủi ro về vốn bao gồm rủi ro lãi suất cho vay và pha loãng để tăng vốn chủ sở hữu.
- Rủi ro của ngành năng lượng tái tạo như (1) Hoàn thành các trang trại điện gió đúng thời hạn FiT1; (2) EVN cắt giảm sản lượng; (3) Tình trạng tắt nghẽn công suất ở một số khu vực.

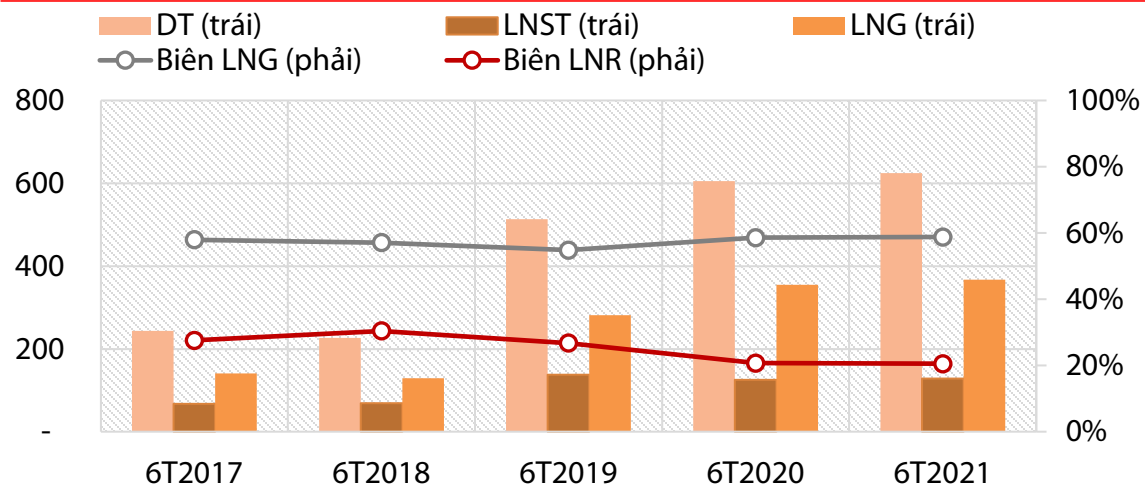
(*) Tổng mức sinh lời bao gồm 400 cổ tức tiền mặt

Hình 1: Doanh thu theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Kết quả kinh doanh (tỷ đồng) và biên lợi nhuận



Nguồn: CTCK Rồng Việt

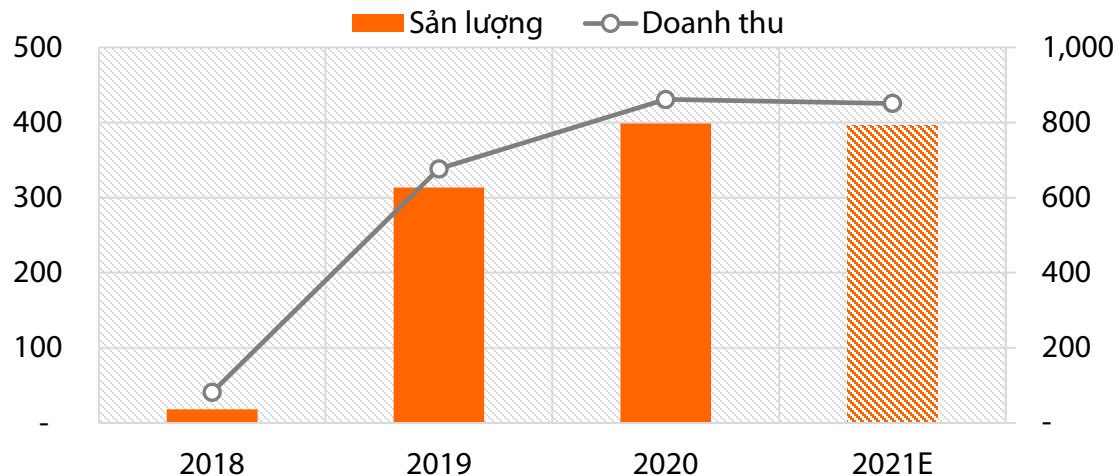
Trụ cột chính - điện mặt trời bị ảnh hưởng do rủi ro ngành

- Sản lượng thủy điện trong 6T2021 tăng 30% YoY, doanh thu tăng 15% YoY nhờ điều kiện thủy văn hỗ trợ.
- Ngược lại, công suất của điện mặt trời bị cắt giảm vì phụ tải thấp. Tổng sản lượng trong nửa đầu năm 2021 tăng nhẹ 1% ngay cả khi điện mặt trời trên áp mái được vận hành (30 MW đi vào hoạt động vào cuối năm 2020). Chúng tôi ước tính rằng sản lượng trang trại điện mặt trời đã cắt giảm khoảng 10% so với năm 2020. Vì là giá cố định nên sản lượng sụt giảm dẫn đến doanh thu điện mặt trời giảm tương ứng.

Doanh thu và LNST tăng nhẹ

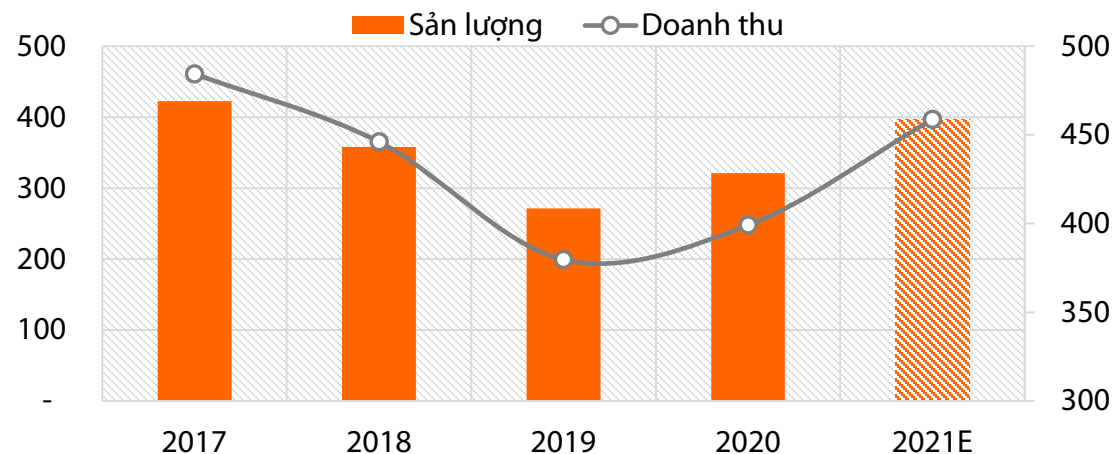
- Doanh thu 6T2021 đạt 627 tỷ đồng, +3% YoY mặc dù bổ sung điện mặt trời áp mái và tăng trưởng thủy điện.
- LNST-MI đạt 128 tỷ đồng trong 6T2021, +3% YoY. Biên lợi nhuận gộp và LNST lần lượt đạt 59% và 21%, không thay đổi so với năm 2020.

Hình 3: Sản lượng điện mặt trời (triệu kWh) và doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Sản lượng thủy điện (triệu kWh) và doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

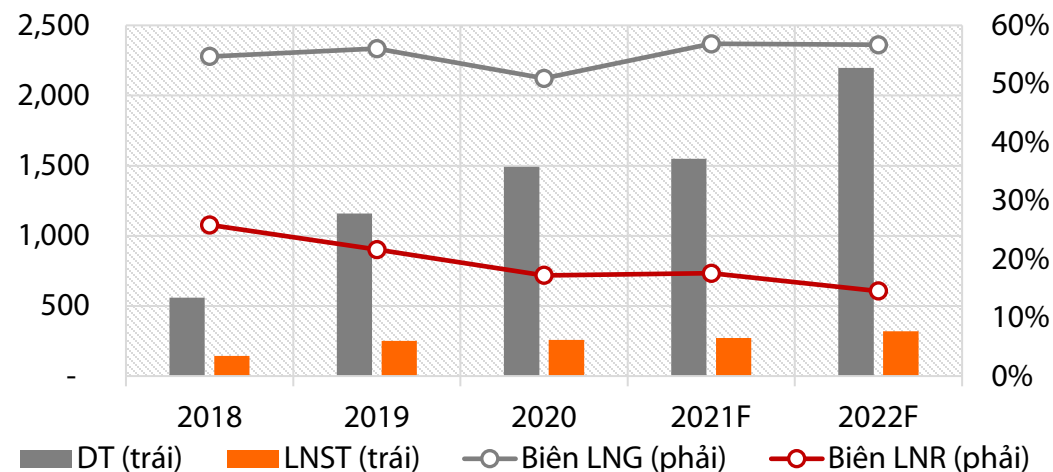
Thủy điện sẽ được hỗ trợ bởi mùa mưa sắp tới và La Nina

- La Nina được dự báo sẽ kéo dài đến tháng 2/2022, do đó, mảng thủy điện trong 2H2021 sẽ ghi nhận hoạt động tốt như năm 2020.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu từ thủy điện sẽ đạt 459 tỷ đồng, +17% YoY và lợi nhuận gộp là 249 tỷ VND, +21% YoY.

Mảng điện mặt trời có thể bị cắt giảm như 1H2021

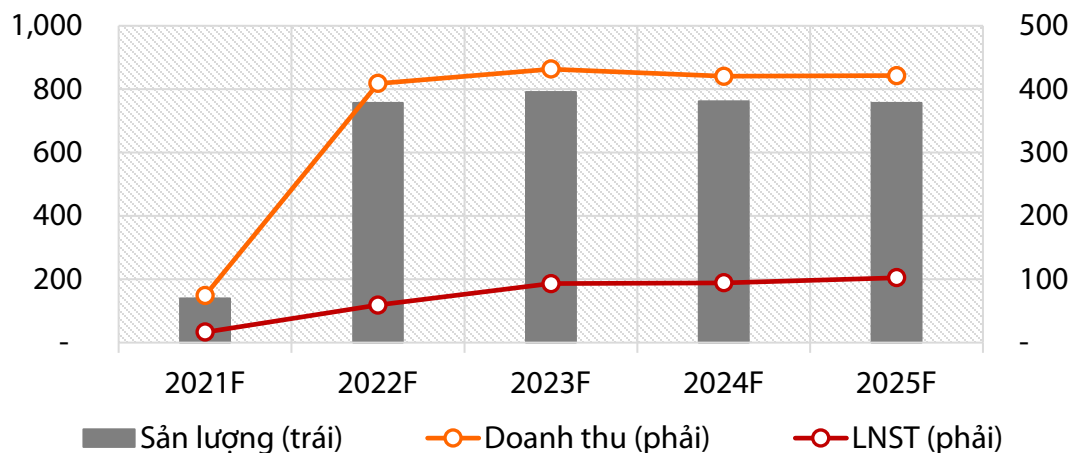
- Chúng tôi dự phóng doanh thu điện mặt trời đạt 850 tỷ đồng, gần như không đổi so với năm 2020 do sản lượng cắt giảm được bù đắp bằng việc bổ sung điện mặt trời áp mái.

Hình 5: KQKD ước tính (tỷ đồng)



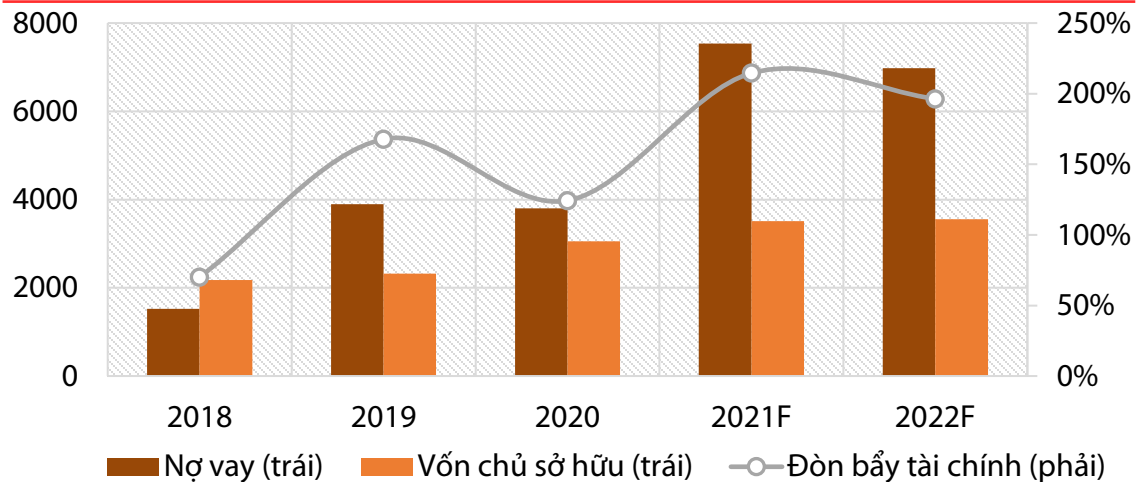
Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng sản lượng (triệu kWh) và kết quả điện gió (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 7: Tổng nợ và vốn chủ sở hữu (tỷ đồng) và đòn bẩy tài chính



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Các dự án điện gió sẽ thúc đẩy thu nhập của công ty từ Q4/2021

- Công ty đang xây dựng 3 nhà máy điện gió (130 MW) và sẽ vận hành thương mại trong tháng 11 tới. Tính đến hiện tại, các nhà máy đã hoàn thành hầu hết các trụ và đang trong giai đoạn lắp đặt turbin.
- Các dự án có thể sẽ gánh áp lực tài chính trong giai đoạn đầu. Tuy nhiên, công ty sẽ sớm hoàn thành nghĩa vụ nợ nhờ dòng tiền bền vững từ các dự án này.

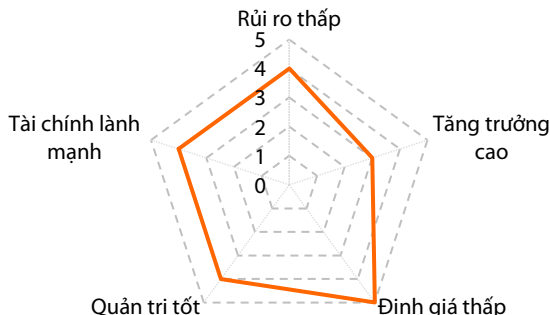
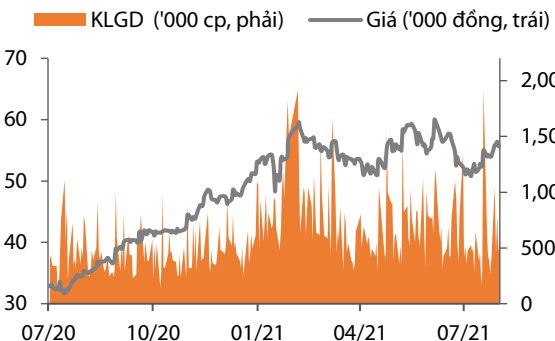
Công suất huy động cả năm từ 3 nhà máy điện gió sẽ dẫn dắt tăng trưởng cho GEG trong trung hạn

- Các nhà máy điện gió sẽ được huy động hết công suất vào năm 2022, đóng góp hơn 800 tỷ đồng doanh thu và khoảng 26% vào tổng LNST năm 2022. Năm 2022, doanh thu và LNST dự phóng sẽ tăng hơn gấp ba lần.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng các trang trại năng lượng tái tạo sẽ bị cắt giảm sản lượng thấp hơn vào đầu năm 2022 và sẽ được huy động hết vào cuối năm 2022 nhờ phụ tải tăng trở lại sau Covid 19.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2022 sẽ tăng lần lượt 42% YoY và 17% YoY do chi phí tài chính sẽ tăng 64% YoY. Chúng tôi thấy rằng trong trường hợp nhu cầu phục hồi sớm hơn kỳ vọng của chúng tôi, sản lượng lớn huy động từ các trang trại có thể đóng góp tăng trưởng LNST cao hơn.

MUA: +21%

<GTT: 54.300>

GMT: 65.300



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.688,8
SLCPĐLH (triệu cp)	309,1
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	717,4
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	40,0
SH NĐTNN còn lại (%)	-
BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	32 - 60,0

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.640	6.705	8.336
LNST (tỷ đồng)	1.628	1.712	2.103
ROA (%)	7,9	5,5	6,6
ROE (%)	13,3	12,3	13,1
EPS (VND)	5.251	5.651	6.783
GTSS (VND)	39.389	45.040	51.823
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0
P/E (x)	10,3	9,6	8,0
P/B (x)	1,0	1,2	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Việc nắm giữ danh mục đầu tư đa dạng trong phân khúc điện sẽ tạo sự tăng trưởng bền vững của công ty

- La Nina được dự báo sẽ kéo dài đến tháng 2/2022, do đó, mảng thủy điện tiếp tục được hưởng lợi và ghi nhận hiệu suất tốt trong 2H2021. Bên cạnh đó, REE vừa hợp nhất VSH vào tháng 5 và nhà máy Thượng Kon Tum đi vào hoạt động vào tháng 4, điều này sẽ thúc đẩy sản lượng và lợi nhuận của công ty.
- Hiệu suất huy động cả năm từ điện mặt trời mái nhà, vận hành thương mại vào cuối năm 2020 cũng góp phần tăng lợi nhuận của công ty trong mảng điện.
- Ba nhà máy điện gió đang được phát triển và sẽ vận hành thương mại vào Quý 4/2021 với công suất 102 MW, đóng góp lợi nhuận và dòng tiền bền vững cho công ty.

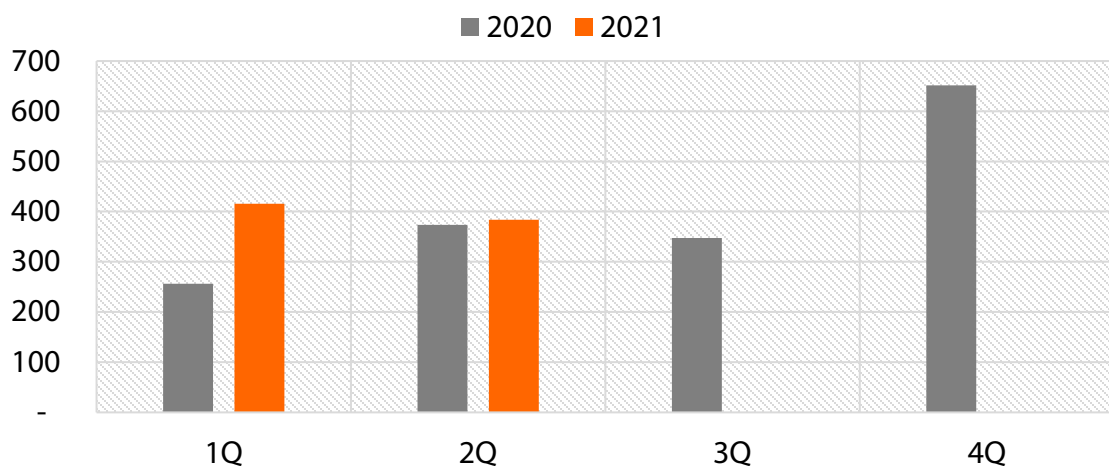
Đóng góp vững chắc từ mảng cho thuê và mảng nước, tạo ra dòng tiền ổn định cho công ty

- Tỷ lệ lấp đầy mảng cho thuê văn phòng đạt gần mức tuyệt đối tạo ra thu nhập và dòng tiền ổn định cho công ty. Ngoài ra, dự án E.Town6 sẽ hoàn thành vào tháng 4/2023, nâng diện tích cho thuê thêm 33% lên 200.000 m2.
- Tận dụng nguồn lực tài chính để tích lũy danh mục đầu tư nước, lợi nhuận từ mảng này bền vững qua từng năm.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

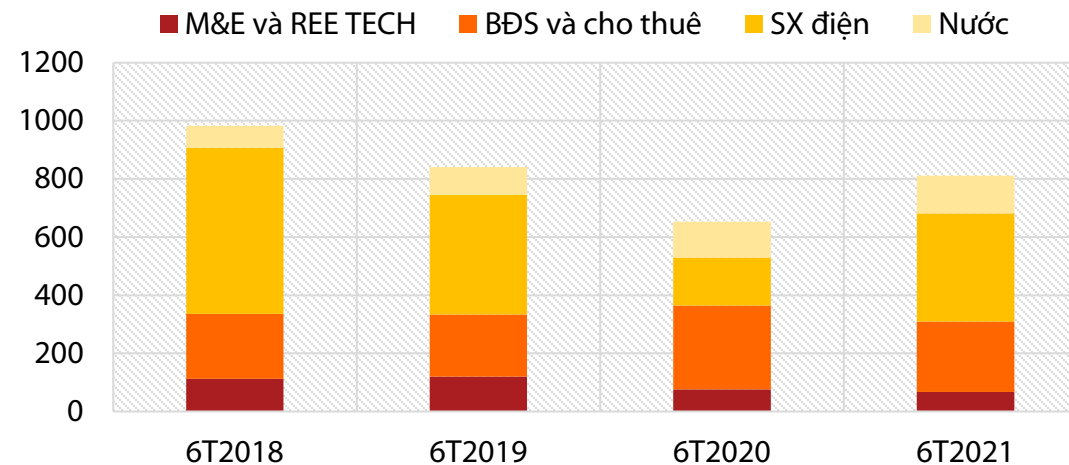
- Dịch vụ M&E và các mảng kinh doanh, cho thuê văn phòng có thể bị ảnh hưởng mạnh hơn dự kiến của chúng tôi do giãn cách xã hội trong nửa cuối năm 2021.
- Rủi ro của ngành năng lượng tái tạo bao gồm (1) Hoàn thành các nhà máy điện gió đúng thời hạn, (2) Cắt giảm sản lượng do thừa công suất và nhu cầu thấp.

Hình 1: LNST theo quý (tỷ đồng)



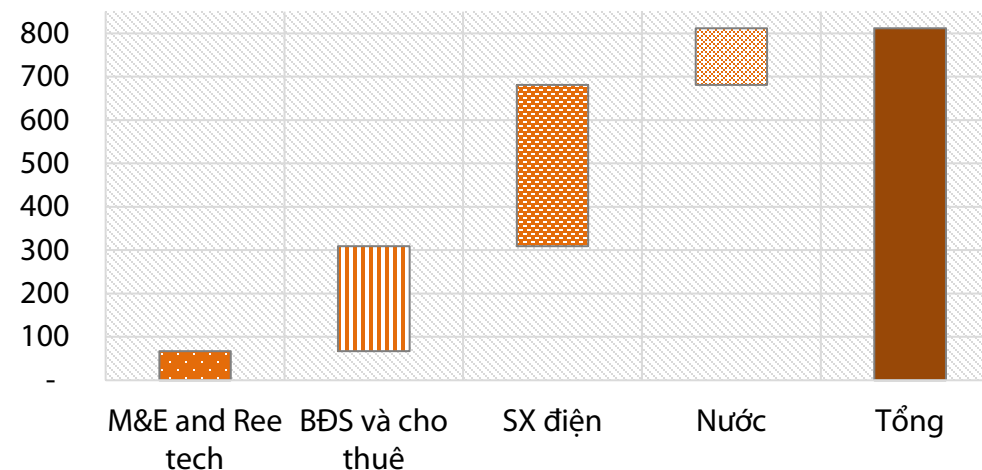
Nguồn: REE, CTCK Rông Việt

Hình 2: LNST theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rông Việt

Hình 3: LNST theo mảng trong 1H2021 (tỷ đồng)

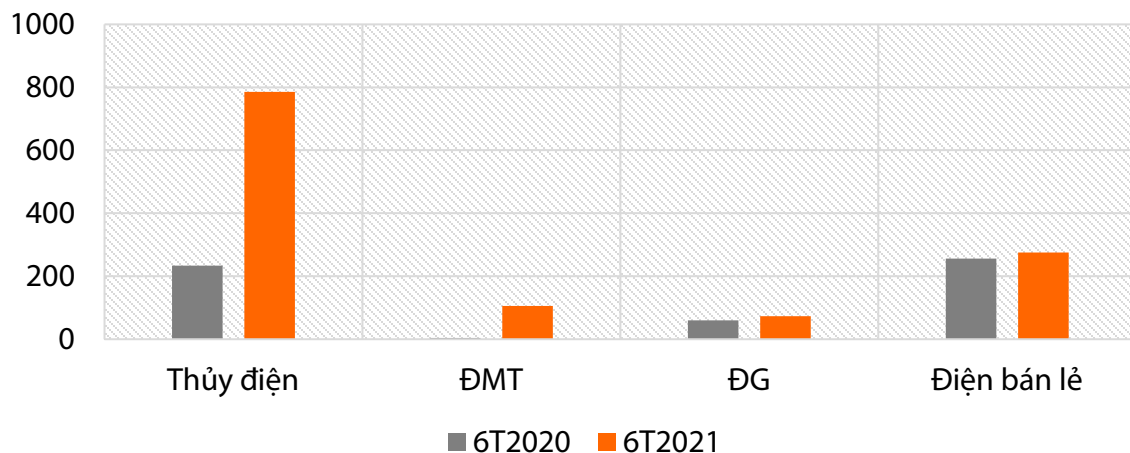


Nguồn: REE, CTCK Rông Việt

Mảng năng lượng tăng trưởng trong khi mảng dịch vụ cơ điện lạnh và thương mại bị ảnh hưởng bởi Covid19

- Doanh thu tăng 14% trong 6T2021 do hợp nhất VSH và mảng thủy điện tăng đột biến. LNST công ty mẹ tăng 37% YoY trong 6T2021 nhờ điều kiện thủy văn hỗ trợ và mùa khô 6T2020.
- Trong 6T2021, mảng thủy điện tăng 25% YoY, dịch vụ cơ điện lạnh và thương mại giảm 12% YoY, các mảng khác thay đổi không đáng kể.

Hình 4: Doanh thu trong mảng năng lượng (tỷ đồng)

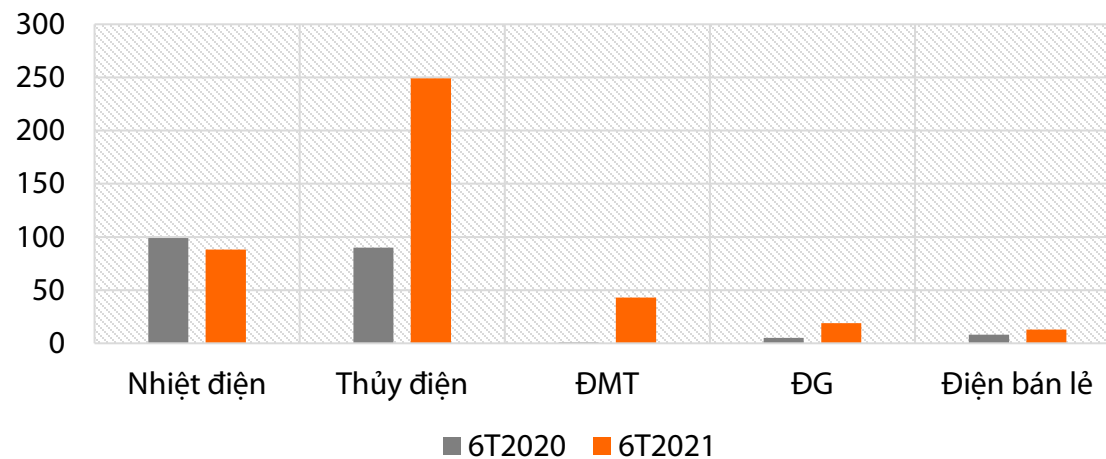


Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Điều kiện thủy văn hỗ trợ các nhà máy thủy điện

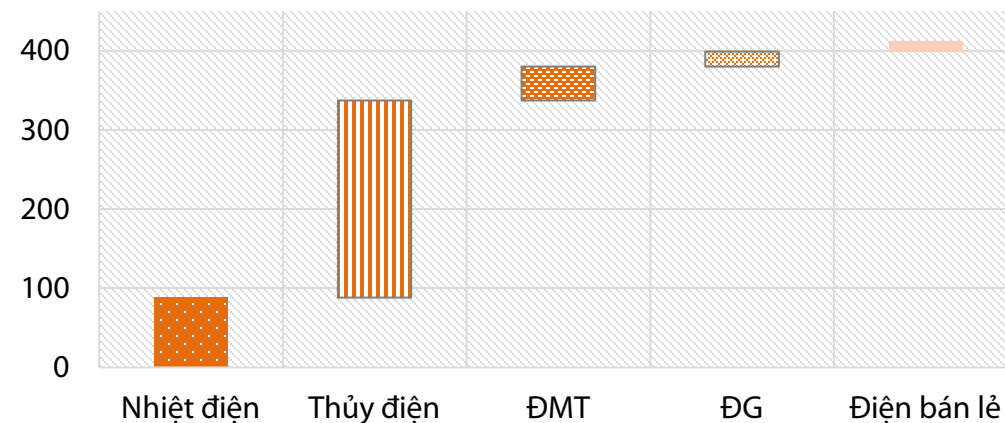
- Doanh thu thủy điện 6T2021 cao gấp 2,5 lần so với năm 2020 nhờ hợp nhất VSH và điều kiện thủy văn hỗ trợ các nhà máy thủy điện. Mức tăng này sẽ ghi nhận 79% trong trường hợp loại trừ VSH.
- Thủy điện đóng góp 60% vào LNST của mảng điện, tăng vọt 177% YoY. Ngược lại, các nhà máy nhiệt điện giảm nhẹ. Điện mặt trời đã được huy động hết công suất trong năm 2021, đóng góp 10% vào tổng LNST.

Hình 5: LNST của mảng năng lượng (tỷ đồng)



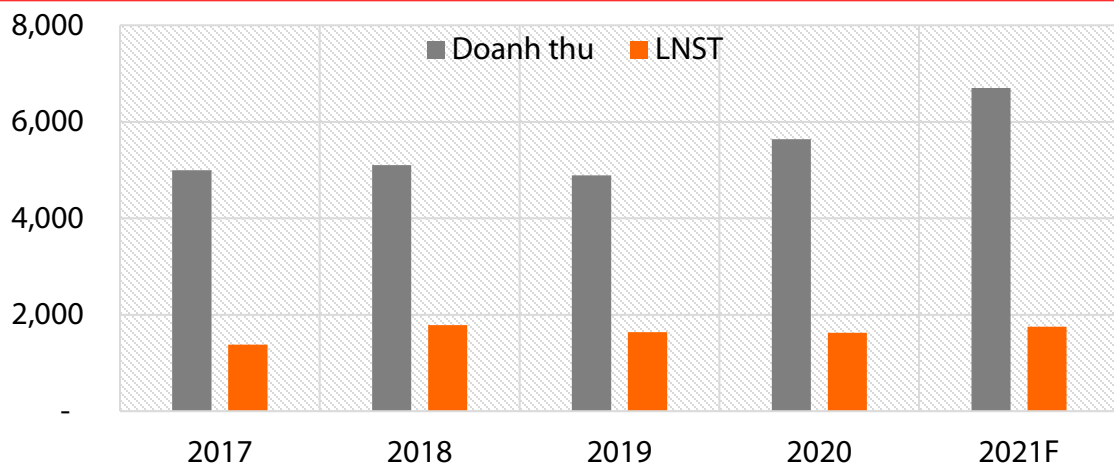
Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Cơ cấu LNST của mảng năng lượng trong 6T2021 (tỷ đồng)



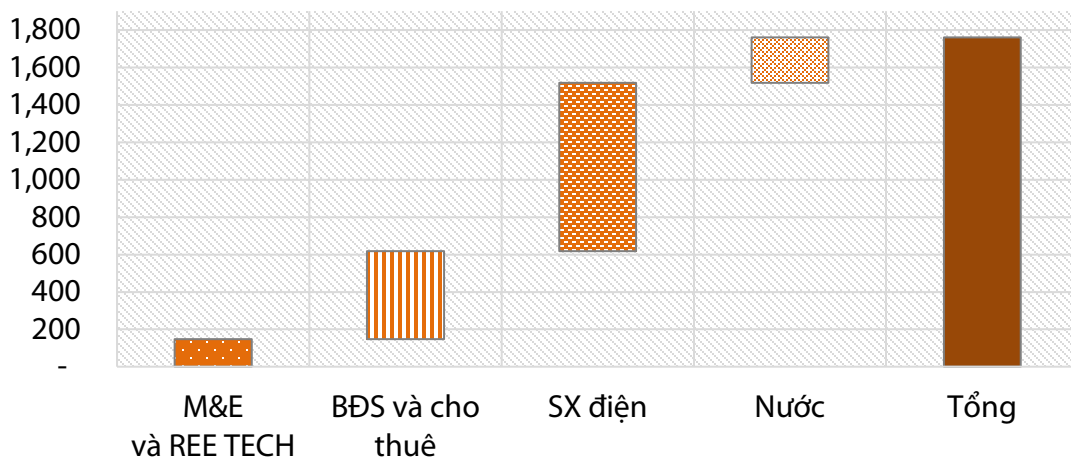
Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Doanh thu và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 8: LNST năm 2021 theo phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mảng năng lượng tiếp tục đóng vai trò trụ cột trong 2H2021

- REE đã và đang tích lũy dần các nhà máy thủy điện trong danh mục đầu tư của mình, các nhà máy này sẽ hưởng lợi từ mùa mưa và La Nina sẽ tạo ra lợi nhuận trong nửa cuối năm 2021. Ba nhà máy điện gió 102 MW sẽ đi vào vận hành thương mại vào quý 4/2021, mang lại lợi nhuận cho công ty. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khoản đóng góp này sẽ bù đắp cho hiệu suất thấp của các nhà máy nhiệt điện. Mảng điện được dự báo sẽ đóng góp 51% tổng LNST năm 2021.
- Mảng cho thuê văn phòng và mảng nước khá ổn định và sẽ đóng góp lần lượt 27% và 14% vào tổng LNST.
- Mảng dịch vụ cơ điện lạnh và thương mại được dự báo sẽ phục hồi vào cuối năm 2021, điều này phụ thuộc tương đối vào sự phục hồi của kinh tế và ngành xây dựng. Chúng tôi dự phóng mảng này sẽ đóng góp 8% vào tổng LNST năm 2021.

Tận dụng nguồn lực tài chính để tiếp tục tích lũy các công ty tiện ích trong danh mục đầu tư của mình

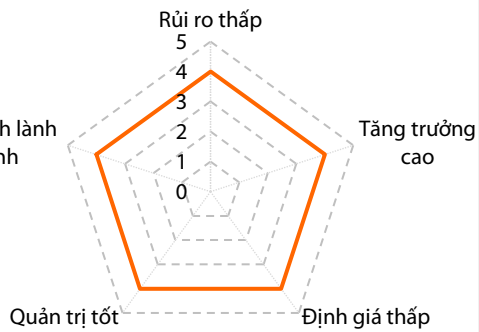
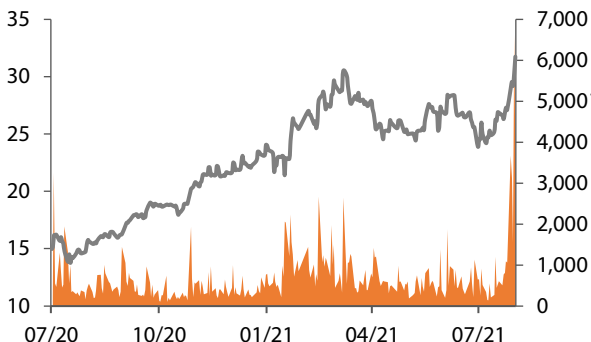
- Theo ban lãnh đạo, công ty sẽ không chia cổ tức trong thời gian tới để tập trung vào sáp nhập các công ty tiện ích và phát triển các dự án năng lượng tái tạo.
- Theo đó, REE sẽ từng bước mở rộng lợi nhuận trong mảng điện và có được dòng tiền bền vững từ mảng tiện ích và cho thuê văn phòng.

TÍCH LŨY: +13%

<MP: 27,100>

<TP: 30,100>

KLGD ('000 cp, phải) — Giá ('000 đồng, trái)



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.085,6
SLCPĐLH (triệu cp)	191,2
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	568,5
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	14,9
SH NĐTNN còn lại (%)	38,9
BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	17 – 30,5

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.656	8.513	6.965
LNST (tỷ đồng)	506	450	445
ROA (%)	5,3	3,7	3,4
ROE (%)	13,6	10,7	9,6
EPS (VND)	2.526	2.117	2.096
GTSS (VND)	20.820	23.099	25.357
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0
P/E (x)	10,0	12,6	12,7
P/B (x)	0,9	1,2	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng phát điện mở rộng dần công suất

- Công suất điện đang được mở rộng liên tục sẽ là yếu tố đóng góp vững chắc vào lợi nhuận của công ty trong trung hạn. Trong 2H2021, chúng tôi kỳ vọng rằng (1) Sản lượng thủy điện tiếp tục được hưởng lợi từ La Nina và mùa mưa; (2) Các nhà máy điện gió sẽ vận hành thương mại từ Quý 3/2021, điều này sẽ thúc đẩy lợi nhuận PC1 trong mảng phát điện.
- Mảng phát điện sẽ đạt doanh thu và lợi nhuận lần lượt 1.003 tỷ đồng, + 34% YoY và 572 tỷ VND, + 27% YoY vào năm 2021.

Đứng đầu trong việc làm tổng thầu các dự án xây lắp điện sẽ là yếu tố giúp PC1 có thêm nhiều hợp đồng tổng thầu trong thời gian tới

- Với 57 năm kinh nghiệm trong thị trường xây lắp điện kể từ khi thành lập, là DN đầu tiên làm tổng thầu dự án điện gió, là điểm tiên quyết giúp PC1 có thêm nhiều hợp đồng xây lắp.
- Năm 2021, phân khúc này được dự báo sẽ đóng góp lần lượt 5.530 tỷ đồng, +81% YoY và 376 tỷ đồng, +22% YoY vào doanh thu và lợi nhuận gộp.

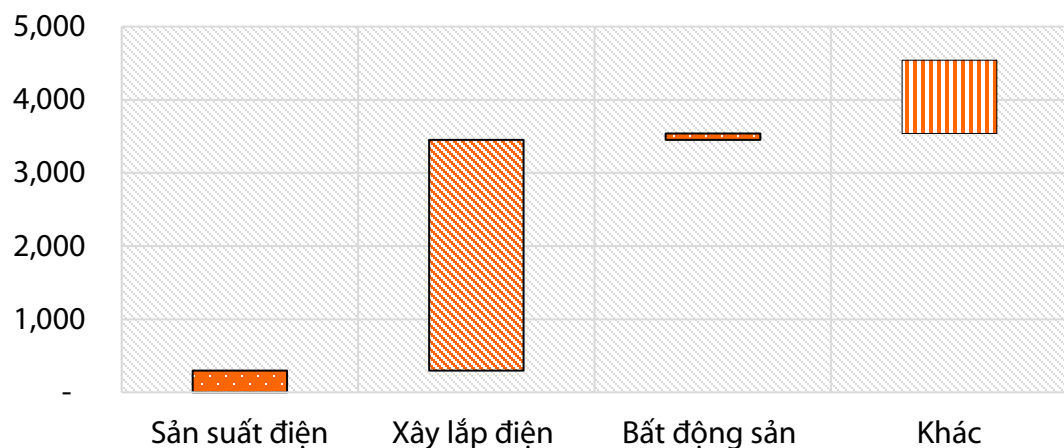
Mảng bất động sản sẽ bắt đầu đóng góp vào năm 2023

- Việc thiếu sự đóng góp từ mảng bất động sản đã thu hẹp biên lợi nhuận của PC1 vào năm 2021. BĐS dự báo sẽ đóng góp từ năm 2023 thông qua các dự án Vinh Hưng và Bắc Từ Liêm.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

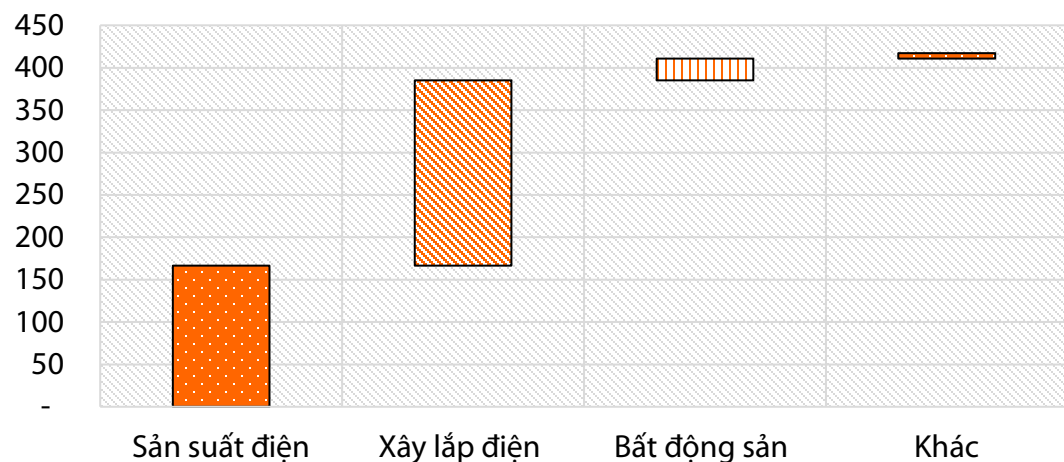
- Việc các dự án năng lượng tái tạo gặp phải các vấn đề về cắt giảm sản lượng và thừa công suất có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng của công ty.
- Nhiều dự án xây lắp điện và dự án bất động sản có thể được ghi nhận sớm hơn dự kiến của chúng tôi. Kết quả là công ty sẽ kiếm được nhiều lợi nhuận hơn so với dự báo trong năm 2022.

Hình 1: Doanh thu trong 6T2021 theo từng mảng (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Lợi nhuận gộp trong 6T2021 theo từng mảng (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

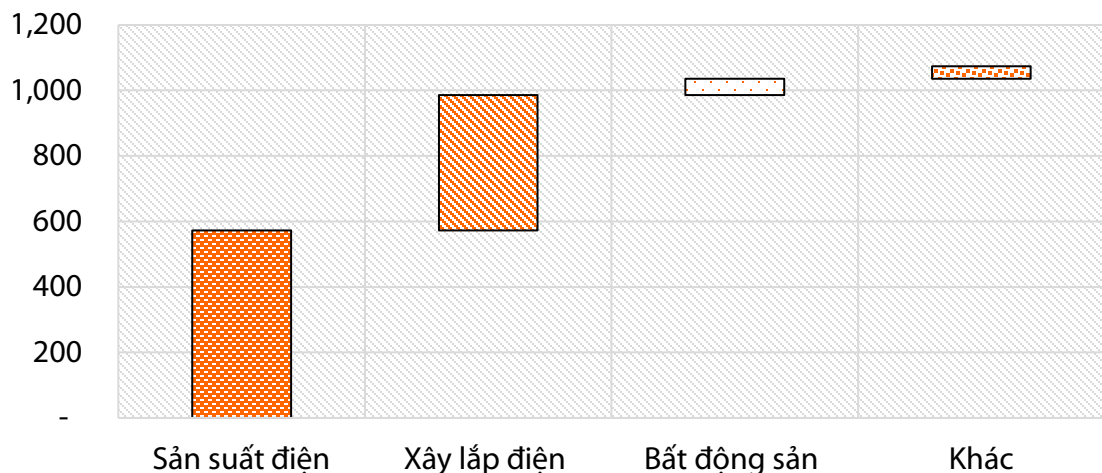
Doanh thu tăng đột biến nhờ mảng xây lắp điện

- Tổng doanh thu đạt 4.540 tỷ đồng trong 6T2021, tăng 79% YoY chủ yếu nhờ đóng góp từ mảng xây lắp điện.
- Doanh thu mảng xây lắp điện đóng góp 65% vào tổng doanh thu, tăng gần gấp ba lần so với năm 2020. Kết quả kinh doanh ấn tượng đến từ hoạt động xây dựng các dự án điện gió.
- Sản lượng điện tăng trưởng 7% YoY do điều kiện thủy văn thuận lợi, đóng góp 7% vào tổng doanh thu.

Thiếu đóng góp từ mảng bất động sản, mảng xây lắp điện cố gắng bù đắp lợi nhuận nên LNST đi ngang trong 6T2021

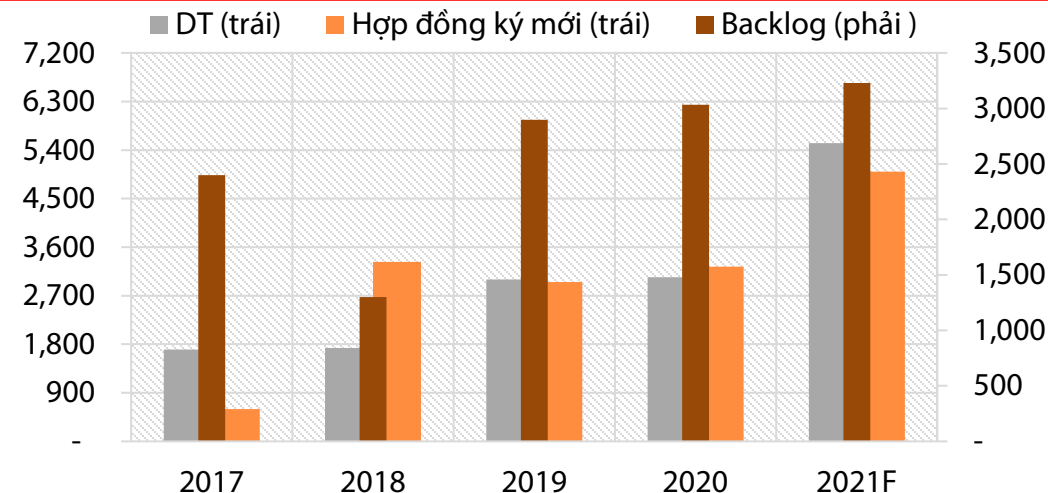
- Lợi nhuận gộp giảm 12% xuống 438 tỷ do thiếu đóng góp từ mảng bất động sản. Mảng xây lắp điện đóng góp 43% vào tổng lợi nhuận gộp, tăng +85% YoY trong 6T2021. Giá nguyên liệu tăng mạnh trong Quý 2/2021 đã làm giảm tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này xuống 4,8% từ mức 10,7% trong Quý 1/2021. Lợi nhuận gộp của mảng phát điện tăng nhẹ 1% YoY.
- Doanh thu tăng trưởng cao, chủ yếu đóng góp từ mảng biên lợi nhuận gộp thấp - xây lắp điện, LNST-MI 6T2021 chỉ giảm 2% YoY xuống mức 209 tỷ đồng.

Hình 3: Lợi nhuận gộp theo từng mảng năm 2021 (tỷ đồng)



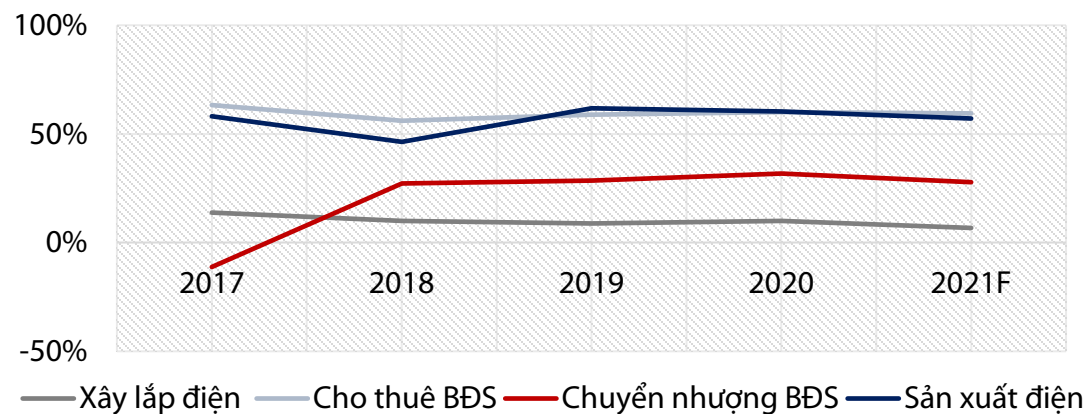
Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Kết quả kinh doanh mảng xây lắp điện (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Biên lợi nhuận gộp theo từng mảng

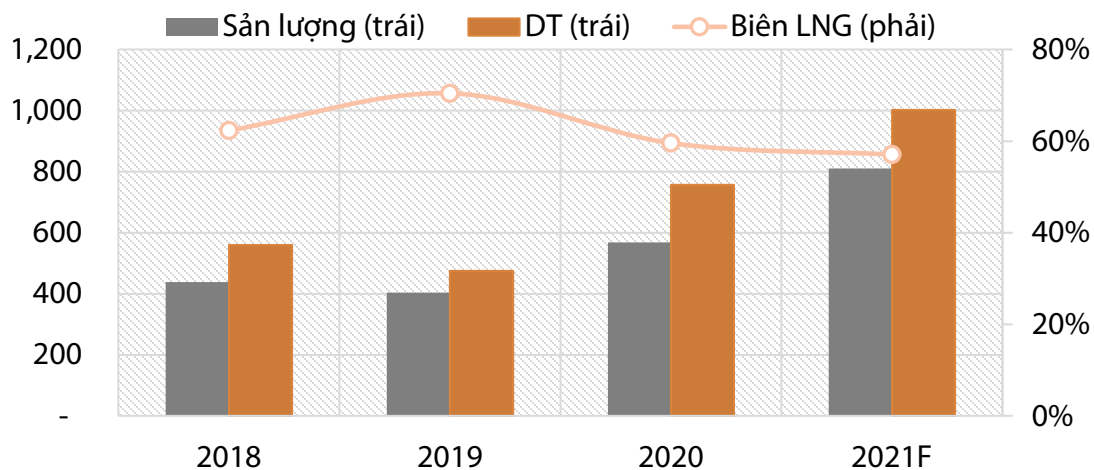


Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Mảng xây lắp điện chịu ảnh hưởng tiêu cực do giá vật liệu tăng

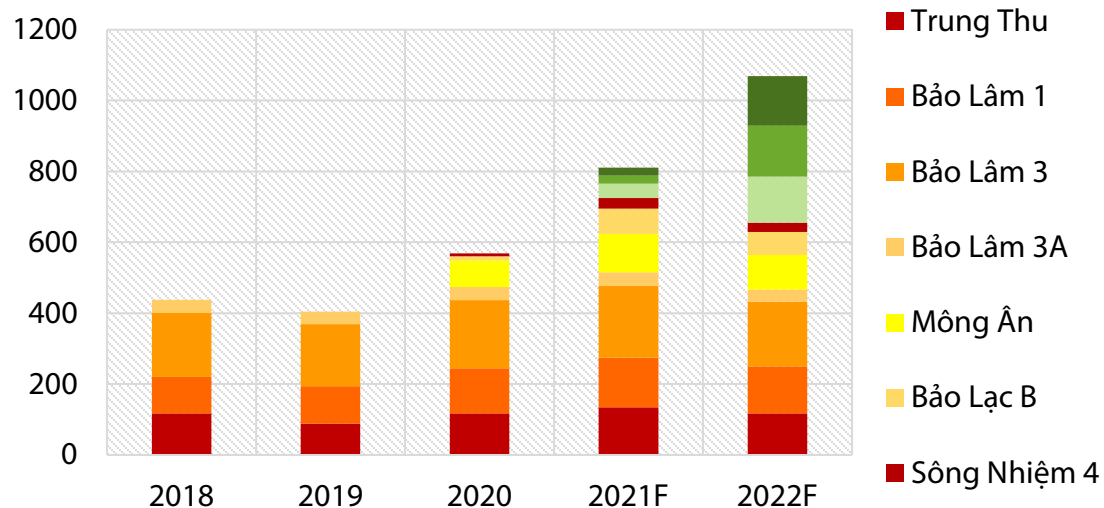
- Doanh thu của mảng này vào năm 2021 sẽ tăng đột biến nhờ hợp đồng xây lắp điện gió. Chúng tôi dự báo doanh thu của mảng này trong nửa cuối năm 2021 sẽ là 2.600 tỷ đồng dựa trên lượng backlog hiện tại.
- Tuy doanh thu tăng mạnh nhưng giá nguyên liệu tăng đã làm thu hẹp tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này. Do đó, doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2021 được dự báo lần lượt là 5.530 tỷ đồng và 376 tỷ đồng, tăng +81% YoY và +22% YoY.

Hình 6: Sản lượng (mn kWh) và doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 7: Sản lượng điện theo từng nhà máy (triệu kWh)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mảng phát điện sẽ đóng góp chính vào lợi nhuận gộp trong nửa cuối năm 2021

- Ba nhà máy điện gió sẽ nâng công suất thêm 86% lên 312 MW vào 2H2021. Ngoài ra, thủy điện sẽ tăng đột biến trong nửa cuối năm do bắt đầu vào mùa mưa, mảng phát điện sẽ đóng góp chính 65% tổng lợi nhuận gộp 2H2021. Doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2021 được dự phóng lần lượt đạt 1.003 tỷ đồng, + 34% YoY và 572 tỷ VND, + 27% YoY.
- Doanh thu bất động sản dự phóng đạt 114 tỷ đồng vào năm 2021, đến từ các dự án cũ còn tồn đọng, -86% YoY.
- Tổng doanh thu và LNST công ty mẹ dự phóng lần lượt là 8.513 tỷ đồng và 450 tỷ đồng, +28% YoY và -11% YoY.

Ba nhà máy điện gió sẽ được sử dụng hết công suất vào năm 2022

- Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng mảng phát điện tiếp tục là mảng đóng góp chính vào lợi nhuận gộp trong khi mảng bất động sản sẽ không đóng góp do chậm tiến độ chịu ảnh hưởng của Covid 19. Doanh thu mảng xây lắp điện dự báo đạt 3.350 tỷ đồng.
- Do đó, chúng tôi ước tính LNST năm 2022 tăng nhẹ 9% YoY lên mức 529 tỷ đồng.

<TÍCH LŨY: 5%>

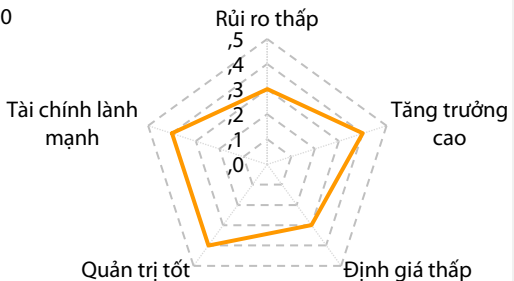
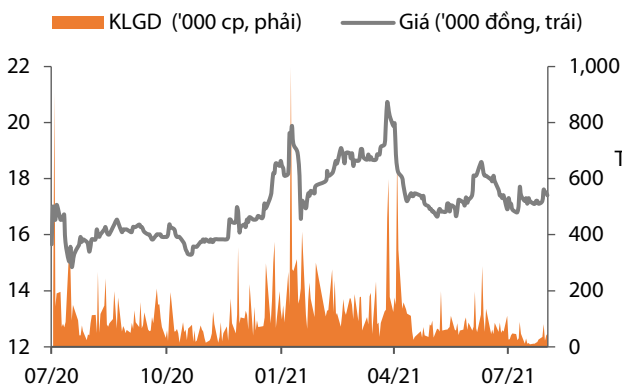
<GTT: 17.100>

<GMT: 17.900>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.572,5
SLCPĐLH (triệu cp)	500,0
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	66,8
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1,2
SH NĐTNN còn lại (%)	49,0
ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	16 – 22,4

Doanh thu (tỷ đồng)	10.867	8.700	9.947
LNST (tỷ đồng)	1.438	265	799
ROA (%)	12,5	2,7	9,0
ROE (%)	20,5	3,4	11,4
EPS (VND)	2.791	500	1.508
GTSS (VND)	13.862	13.138	13.205
Cổ tức tiền mặt (VND) (*)	1.350	1.350	2.175
P/E (x)	3,5	34,2	11,3
P/B (x)	0,7	0,8	0,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhà máy hoạt động tốt và hiệu quả là điểm nổi trội của công ty

- Lợi thế công nghệ giúp HND hoạt động hiệu quả. Nhà máy còn mới và hiệu quả đóng vai trò then chốt trong việc tạo ra lợi nhuận cho công ty.
- Ngoài ra, việc quản lý tốt chi phí cố định và biến đổi sẽ giúp công ty tiết kiệm được chi phí. Tiêu thụ than thấp so với các nhà máy khác là một lợi thế để cạnh tranh trong CGM.

Công ty đang dần trở thành một “gà đẻ trứng vàng”

- Trả nợ nhanh chóng và đều đặn qua từng năm. Công ty sẽ hoàn thành nghĩa vụ nợ trong hai năm tới. Sau đó, dòng tiền hoạt động kinh doanh sẽ được sử dụng để trả cổ tức.
- Cổ tức tiền mặt năm 2021 sẽ thấp hơn 10%/mệnh giá. Tuy nhiên, tỷ lệ chi trả cổ tức được kỳ vọng sẽ tăng trưởng bền vững trong những năm tới.

Khoảng thời gian khó khăn của nhiệt điện được kỳ vọng sẽ sớm qua đi

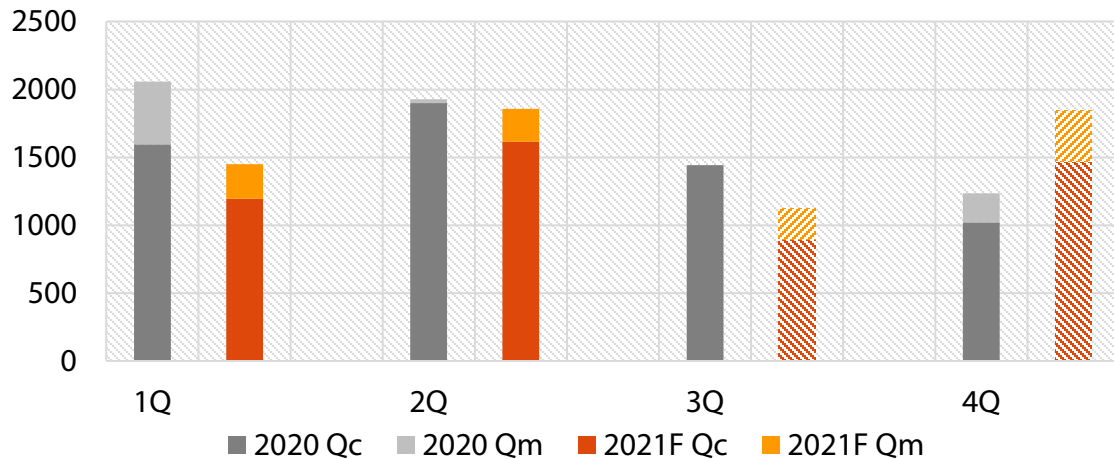
- HND bị tác động tiêu cực bởi (1) Tăng trưởng nguồn cung vượt tang trưởng phụ tải; (2) Điều kiện thủy văn hỗ trợ các nhà máy thủy điện. Những khó khăn này dự báo sẽ hạ nhiệt vào năm 2022.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nửa cuối năm 2021 có thể tác động tiêu cực hơn dự phóng chúng tôi, làm ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận. Do đó, tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2021 có thể thấp hơn.
- Công ty phải lắp đặt hệ thống xử lý môi trường do yêu cầu của Chính phủ. Do đó, điều này có thể ảnh hưởng đến dòng tiền của công ty.

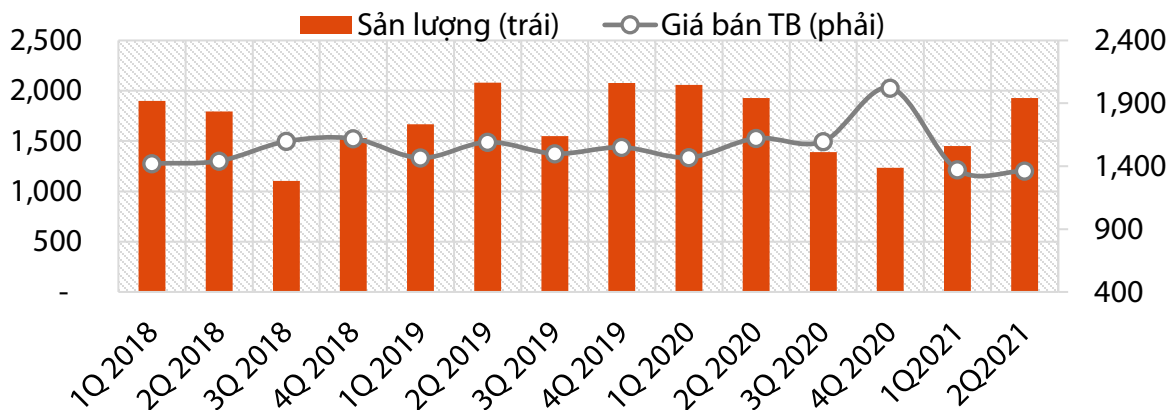
(*) Tỷ lệ trả cổ tức tại năm đó

Hình 1: Sản lượng hợp đồng và trên TT điện cạnh tranh (triệu kWh) (*)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt (*) Sản lượng trong Q3 2021 và Q4 2021 ước tính

Hình 2: Sản lượng (triệu kWh) và giá bán trung bình (VND)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

(**) Giá hợp đồng (Pc) = giá cố định + giá biến đổi

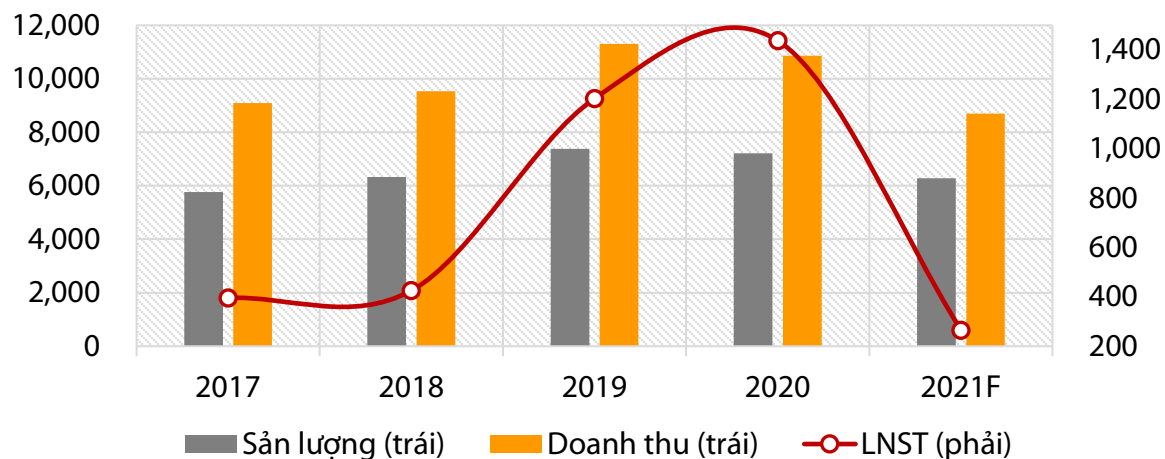
Sản lượng sụt giảm do nhiệt điện gặp khó khăn

- Sản lượng giảm mạnh do (1) Tốc độ tăng trưởng cung vượt tăng trưởng phụ tải (2) Điều kiện thủy văn hỗ trợ các nhà máy thủy điện nên sản lượng điện dồi dào, nên sản lượng huy động từ nhiệt điện thấp.
- Tổng sản lượng là 3,3 triệu kWh trong 6T2021, -17% YoY, Qc chiếm 85% tổng sản lượng, -20% YoY.

Sản lượng và giá bán giảm khiến lợi nhuận công ty giảm trong 6T2021

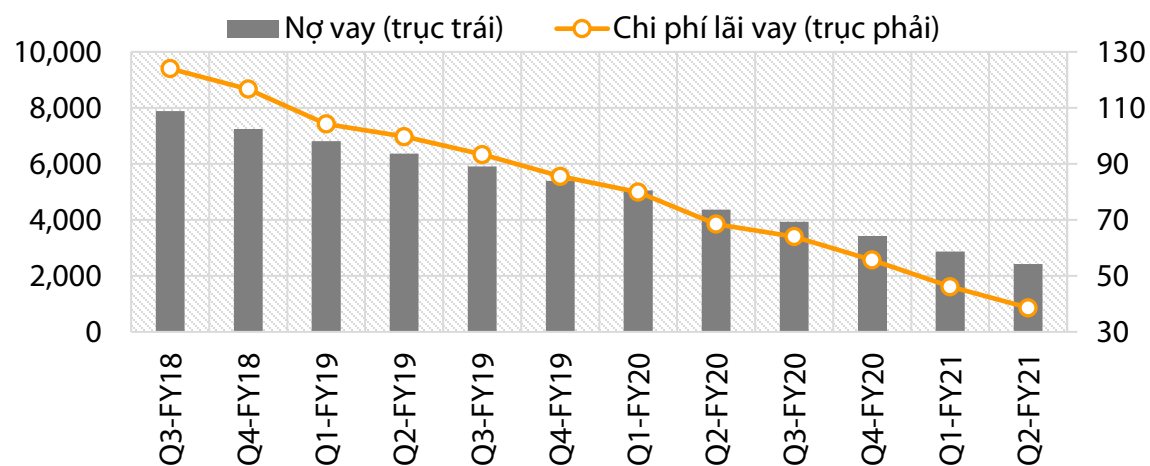
- Giá cố định trong Pc (**) giảm 40% từ 601 đồng xuống 410 đồng. Giá bán bình quân năm 2021 của công ty giảm 10%, bao gồm cả tăng trưởng chi phí biến đổi trong năm 2021 (do giá than tăng gần đây).
- Giá bán trung bình trong 6T2021 là 1.393 đồng, tương đương Pc được công bố trong tài liệu ĐHCĐ, -10% YoY.
- Doanh thu và LNST trong 6T2021 lần lượt là 4.613 tỷ đồng và 177 tỷ đồng, -25% YoY và -76% YoY. Tỷ suất lợi nhuận giảm do giá bán tăng.

Hình 3: Sản lượng (triệu kWh) và KQKD (tỷ đồng)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dư nợ và chi phí lãi vay (tỷ đồng)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hoạt động kinh doanh 2021 kém khả quan và chờ đợi triển vọng tốt hơn trong năm 2022

- Khó kiếm được lợi nhuận trong Q3/2021 (mùa mưa) do sản lượng và giá bán thấp. Công ty sẽ thực hiện bảo trì từ tháng 8 đến tháng 10 (tổng cộng 92 ngày).
- Nhìn chung, cả sản lượng và giá bán đều giảm trong năm 2021, do đó hiệu quả hoạt động được dự báo sẽ thấp hơn đáng kể so với các năm trước. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2021 lần lượt là 8.700 tỷ đồng (-20% YoY) và 265 tỷ đồng (-82% YoY).
- Kỳ vọng vào triển vọng tốt hơn năm 2022 nhờ sự cân bằng cung cầu nguồn điện và cường độ La Nina thấp hơn năm 2021.

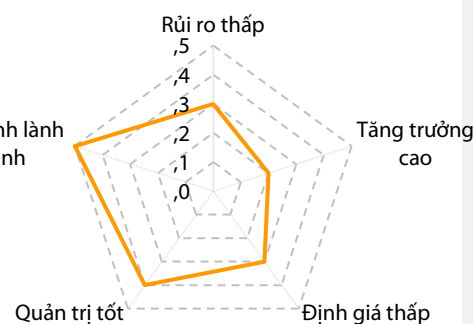
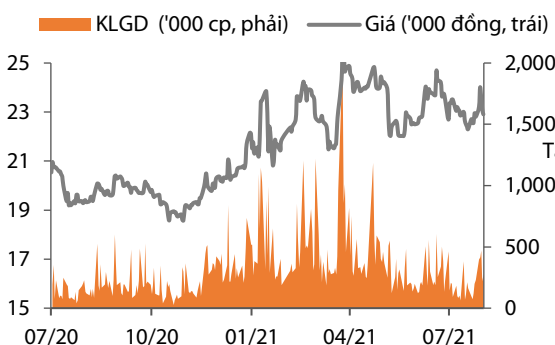
Sớm trở thành “con gà đẻ trứng vàng”

- Tỷ lệ chi trả cổ tức cho năm 2021 có thể thấp hơn năm 2020 (kế hoạch là 4% hoặc 8%) do KQKD thấp.
- Tuy nhiên, cổ tức tiền mặt sẽ trả cho cổ đông trong những năm tới được kỳ vọng sẽ tăng lên nhờ việc thanh toán nợ nhanh chóng và đều đặn. Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt dự kiến sẽ cao hơn 20% sau năm 2023.

<TRUNG LẬP: -1%>*

<Giá TT: 22,700>

<Giá MT: 21,200>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.277,9
SLCPĐLH (triệu cp)	320,6
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	314,1
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	7,9
SH NĐTNN còn lại (%)	34,1
BD giá 52 tuần (nghìn đồng)	22 - 29,1

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.929	4.546	7.115
LNST (tỷ đồng)	1.011	92	692
ROA (%)	14,0	1,8	12,3
ROE (%)	15,6	2,1	14,7
EPS (VND)	2.992	274	2.047
GTSS (VND)	20.050	13.528	14.550
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.350	5.544	500
P/E (x)	7,4	82,9	11,1
P/B (x)	1,2	1,7	1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khó khăn đến từ nội tại và ngành cản trở hoạt động ổn định của công ty

- Việc bảo trì máy móc có thể cản trở hoạt động của công ty trong ngắn hạn. Nhà máy Phả Lại 2 gặp sự cố máy móc và cần thời gian khắc phục trước khi hoạt động trở lại.
- Năm 2021 là năm khó khăn nhất đối với các nhà máy nhiệt điện do: (1) Cung tăng vượt cầu; (2) Điều kiện thủy văn hỗ trợ các nhà máy thủy điện. Do đó, sản lượng huy động từ các nhà máy nhiệt điện bị giảm đáng kể, ảnh hưởng đến lợi nhuận.

Cổ tức cao và ổn định đóng vai trò tiên quyết đối với cổ phiếu này

- Phần lớn dòng tiền của công ty được chi để trả cổ tức, thu hút các nhà đầu tư ưa thích cổ tức. Trong lịch sử, công ty trả trung bình hơn 25% mệnh giá, đây là chính sách chi trả cổ tức cao và ổn định qua từng năm. Tuy nhiên, điều này có thể không tiếp diễn trong năm 2021 vì sự cố máy móc làm ảnh hưởng đến lợi nhuận doanh nghiệp.

Hiệu suất ổn định dự kiến sẽ quay trở lại

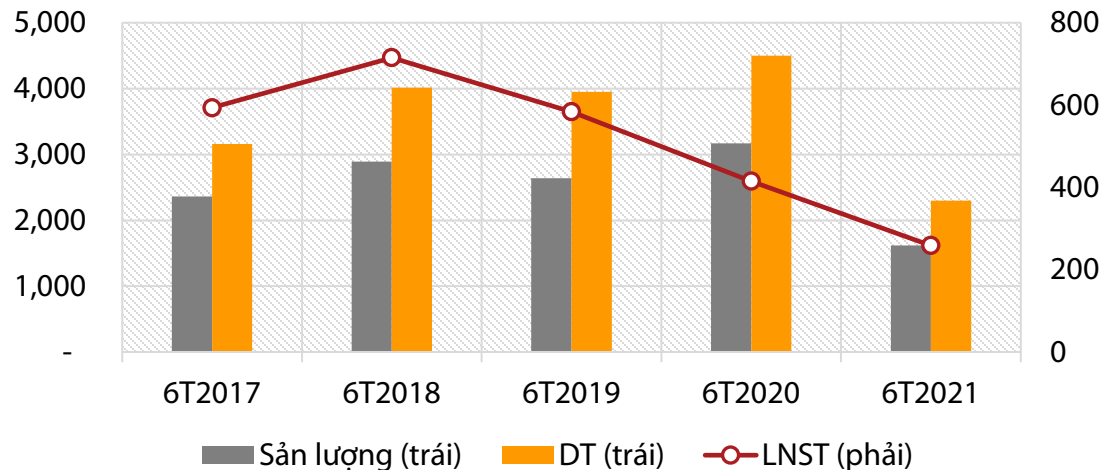
- PPC nằm trong vùng trọng điểm phía Bắc nên được huy động cao. Bên cạnh đó, PPC đang trong giai đoạn hoạt động ổn định. Do đó, sau khi bảo trì, KQKD bền vững được kỳ vọng sẽ trở lại.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhà máy lâu năm ở Phả Lại 1 có thể ngừng hoạt động bất cứ lúc nào vì lo ngại về vấn đề môi trường, điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty.
- Sự cố máy móc có thể xảy ra do máy móc tương đối lâu năm, có thể ảnh hưởng đến sản lượng và lợi nhuận của công ty.

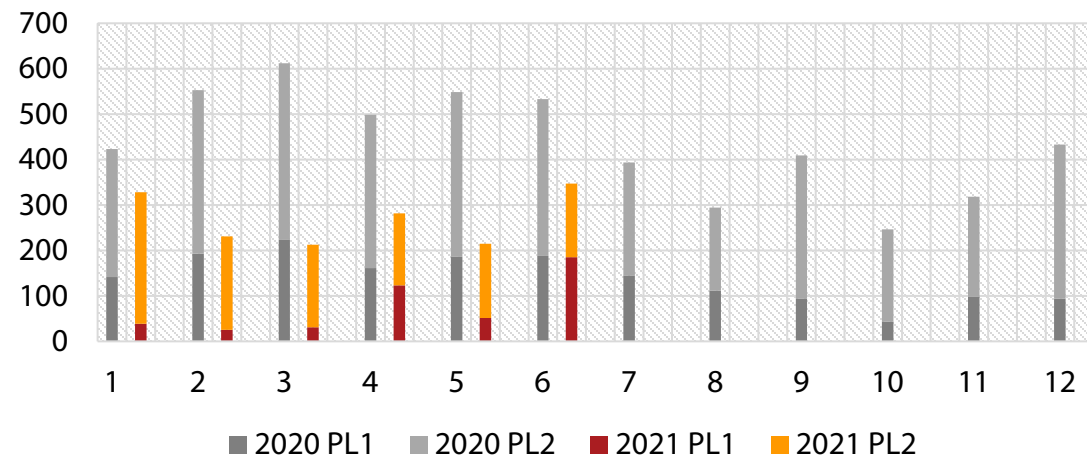
(* Tổng lợi nhuận bao gồm cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng tới)

Hình 1: Sản lượng 6T2021 (triệu kWh), DT và LNST(tỷ đồng)



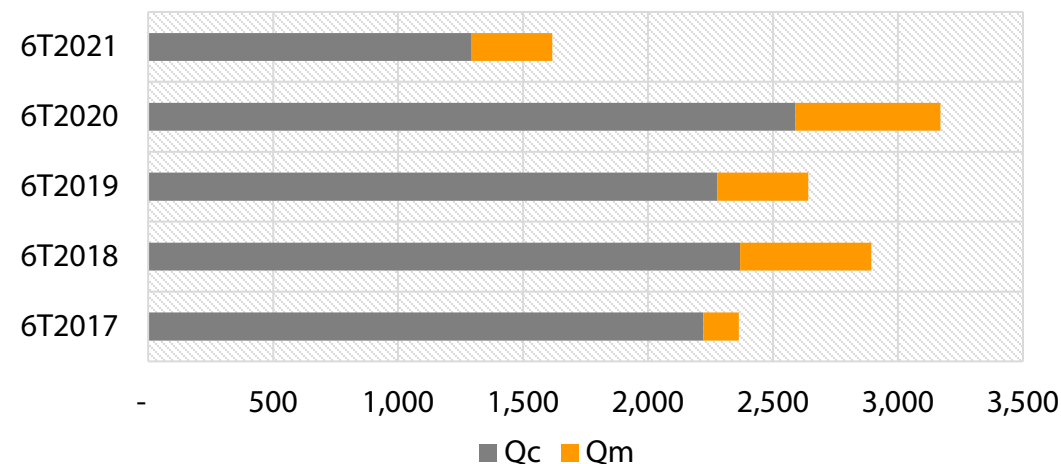
Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng cung cấp của các nhà máy (triệu kWh)



Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Sản lượng hợp đồng và CGM trong 1H 2021 (triệu kWh)



Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

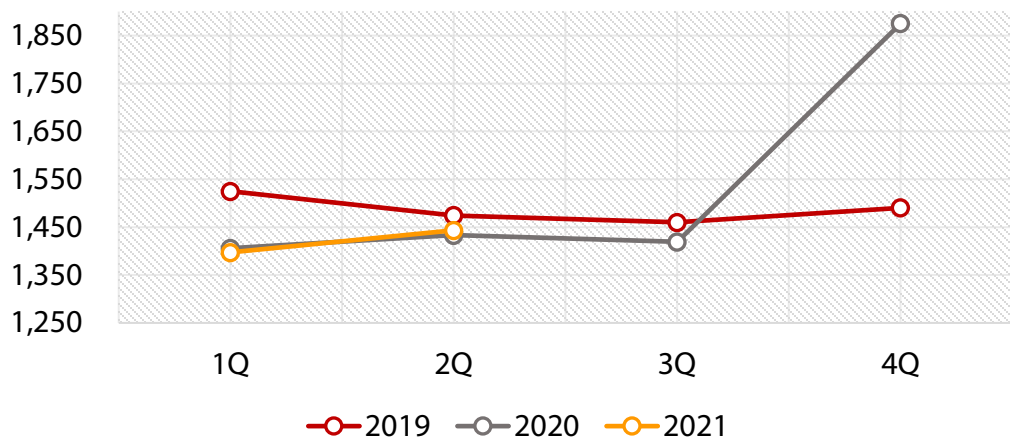
Sản lượng sụt giảm làm suy yếu hoạt động kinh doanh chính trong 6T2021

- Sản lượng giảm mạnh xuống còn 1,6 tỷ kWh, -49% YoY, Qc đạt 1,3 tỷ kWh, -50% YoY. Quý 2/2021 là mùa khô với sản lượng huy động Qc cao. Tuy nhiên, PPC đã gặp phải sự cố máy móc làm giảm lợi nhuận của công ty.
- DT đạt 2.297 tỷ đồng, -49% YoY, lợi nhuận gộp là -46 tỷ đồng trong 6T2021.

Lợi nhuận 6T2021 đến từ hoạt động tài chính

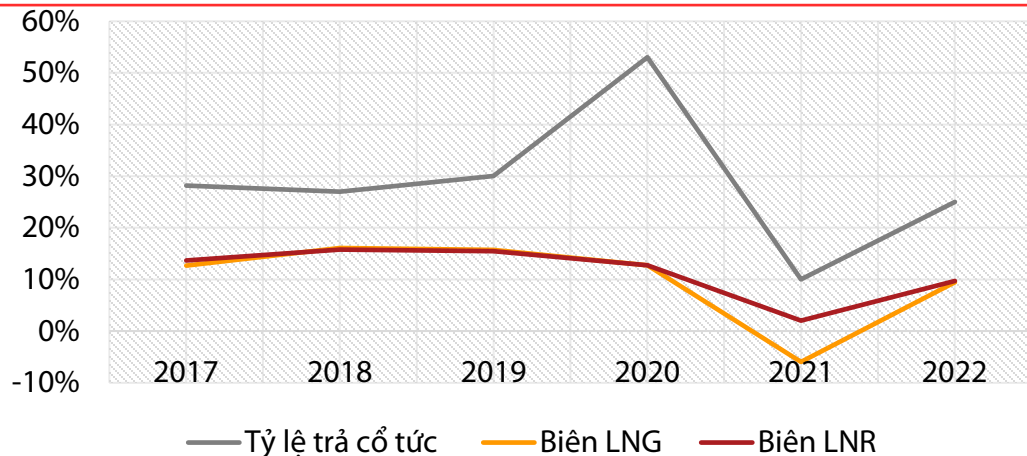
- Doanh thu hoạt động tài chính đạt 329 tỷ đồng, trong đó cổ tức từ HND đạt khoảng 185 tỷ đồng.
- Khoản lỗ từ hoạt động kinh doanh chính ăn mất phần thu nhập tài chính, dẫn đến LNST 6T2021 đạt 259 tỷ đồng, -38% YoY.

Hình 4: Giá bán trung bình mỗi năm – ASP (VND)



Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 5: Tỷ lệ chi trả tiền mặt, lợi nhuận gộp và biên LN ròng



Nguồn: CTCK Rông Việt

2H2021 dự phóng sẽ là khoảng thời gian khó khăn cho PPC

- Sự cố máy kỹ thuật có thể mất một thời gian để bảo trì, đặc biệt là do Covid 19.
- Hiệu suất hoạt động của công ty bị ảnh hưởng bởi (1) Sản lượng huy động thấp do nhiều nguyên nhân. (2) Giá CGM thấp do mùa mưa sắp đến. (3) Thu nhập tài chính là phần tiền gửi và cổ tức của QTP.
- Cho năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 4.546 tỷ đồng và EPS thấp hơn 300 đồng do khoản lỗ trong 6T2021.

Triển vọng tươi sáng hơn được kỳ vọng trong năm 2022

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng huy động năm 2022 sẽ cao hơn năm 2021 do: (1) Mức độ La Nina suy yếu nửa cuối năm (2) Tăng trưởng cung và cầu dần cân bằng.
- Sau khi hết thời gian bảo trì, máy móc được sẽ hoạt động hiệu quả, tạo ra lợi nhuận.
- Giá bán trung bình dự kiến sẽ cao hơn vào cuối năm 2022 vì: (1) Mức độ La Nina kém hơn và (2) Nhu cầu phục hồi sau Covid 19.
- Điểm hấp dẫn cơ bản đối với cổ phiếu PPC là cổ tức. Công ty có thể tiếp tục chia cổ tức cao từ năm 2022.

RONGVIET
SECURITIES



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

vdsc.com.vn



Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

Nguyễn Anh Vũ
Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)
M: vu.na@vdsc.com.vn