

Điện

Không định giá

► Luận điểm chính

- Thủy điện tăng trưởng tốt nhờ hiện tượng La Nina trong khi sản lượng điện khí sụt giảm vì chi phí cao trong năm 2021.
- Sản lượng điện than tăng để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng điện đang trên đà hồi phục trong năm 2022.
- Sự tăng tốc của các dự án năng lượng tái tạo sau Quy hoạch điện 8 (QHĐ 8) và Hội nghị thượng đỉnh về Biến đổi khí hậu của Liên hợp quốc năm 2021 (COP26)

► Cổ phiếu khuyến nghị

Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP, Không định giá)			
	2018A	2019A	2020A
PE (x)	17.8	7.9	4.1
PB (x)	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	4.3	3.4	2.7
DY (%)	n/a	n/a	2.0
EPS (đồng)	612	1,447	2,901

Tăng trưởng được dẫn dắt bởi điện than

Luận điểm đầu tư

Thủy điện tăng trưởng tốt, bù đắp cho suy giảm điện khí

Trong 11T21, tổng tiêu thụ điện đạt mức 235 tỷ kWh, tăng 4.2% n/n, thấp hơn mức tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2016-2020 (8.62%) do đợt bùng phát dịch lần thứ 4, ảnh hưởng đến các hoạt động sản xuất và dịch vụ. Điện khí bị ảnh hưởng nặng nề bởi đà tăng mạnh mẽ của giá khí đầu vào trên toàn cầu (143% n/n). Thủy điện tăng trưởng tốt nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi bởi chu kỳ La Nina, dẫn đến việc EVN tăng mua từ các nhà máy thủy điện để tận dụng nguồn điện giá rẻ. Trong 10T21, sản lượng thủy điện, điện khí, điện than, điện năng lượng tái tạo, điện đốt dầu/ nhập khẩu lần lượt là 63.5 tỷ kWh, 22.4 tỷ kWh, 100.8 tỷ kWh, 24.1 tỷ kWh và 1.39 tỷ kWh, tương ứng tăng trưởng 7.8% n/n, -24.4% n/n, -2.9% n/n, 169.3% n/n và -61.7% n/n.

Nhu cầu tiêu thụ và giá bán điện sẽ phục hồi trong năm 2022

Cùng với việc kiểm soát được dịch COVID-19 và việc gỡ bỏ các chính sách phong tỏa ở hầu hết các tỉnh thành lớn, chúng tôi tin rằng nhu cầu tiêu dùng điện sẽ phục hồi bắt đầu từ năm 2022. Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) dự báo rằng tiêu dùng điện sẽ tăng 8.2% trong năm 2022. Bên cạnh đó, sự suy giảm của hiệu ứng La Nina kể từ đầu năm 2022 (theo Tổ chức khí tượng thế giới) sẽ làm cho sản lượng thủy điện giá rẻ không còn dồi dào như năm 2020, dẫn đến giá mua điện của EVN sẽ tăng lên.

Tăng mua điện than để đáp ứng sự phục hồi của nhu cầu

EVN sẽ ưu tiên mua điện từ các nhà máy nhiệt điện than xuất phát từ dự báo giá điện than sẽ thấp hơn giá điện khí mua vào trong 2022. Hiện tại, than nhập khẩu chiếm 24% trong tổng lượng than tiêu thụ của Việt Nam, trong đó chủ yếu là than nhập từ Indonesia và Australia. Giá than tương lai Newcastle đã đạt mức 168 USD/tấn, tăng 101% kể từ đầu năm. Chúng tôi dự phóng rằng giá than nội địa sẽ tăng trong năm 2022 khi EVN ưu tiên mua điện từ các nhà máy điện than. Bất chấp xu hướng tăng của giá than, giá mua vào điện than được dự phóng nằm trong mức 1,300 - 1,569 đồng/kWh, một mức giá hấp dẫn so với điện khí có giá từ 1,800 - 2,800 đồng cho 1 kWh. Chúng tôi kỳ vọng các nhà máy nhiệt điện than sẽ có triển vọng sáng hơn điện khí trong 2022.

Năng lượng tái tạo đang trên đà tăng tốc

Theo sau Quy hoạch điện 8 (QHĐ 8), Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục phụ thuộc vào điện than và điện khí nhằm đảm bảo nguồn cung năng lượng phục vụ cho tăng trưởng kinh tế. Tuy vậy, hướng ứng cam kết trung hòa khí thải (net-zero) của Việt Nam tại Hội nghị thượng đỉnh Liên hiệp quốc về Biến đổi khí hậu năm 2021 (COP26), năng lượng tái tạo được chính phủ khuyến khích là đầu tàu cho việc mở rộng nguồn cung năng

Thuy Nguyen

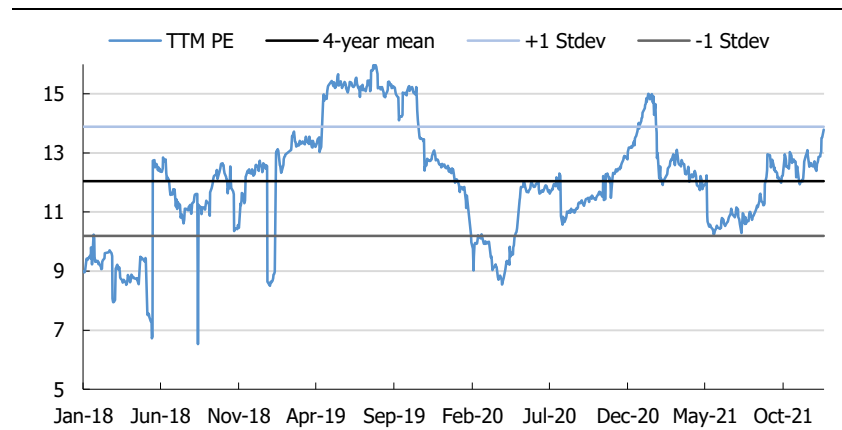
thuy.nt@kisvn.vn

lượng ở Việt Nam, bắt đầu từ năm 2022. Hiện tại, điện tái tạo chỉ chiếm 12% tổng nguồn điện của Việt Nam và cần từ 1 đến 3 năm để một dự án điện tái tạo vận hành thương mại, chúng tôi kỳ vọng các dự án năng lượng tái tạo có thể hái quả ngọt từ năm 2024.

Định giá

Hiện tại, cổ phiếu ngành điện đang giao dịch ở mức 13.8x PE trượt 12 tháng, gần vùng +1 độ lệch chuẩn so với trung bình 4 năm (14.0x). Nhìn vào định giá cao của các công ty trong ngành, chúng tôi thấy rằng thị trường đang đánh giá ngành điện một cách khá quan. ROE trượt 12 tháng của ngành đang ở mức thấp hơn 0.06 điểm so với năm 2020, được cho là vì kết quả kinh doanh của ngành trong 9T21 không đáp ứng được kỳ vọng.

Định giá của các công ty ngành điện



Nguồn: Fiin Pro

Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)

Giá cổ phiếu (23/12, đồng)	18,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,325
SLCP lưu hành (triệu)	450
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	19,100/10,843
GTGD TB 6T (USD mn)	1.36
Tỷ lệ cổ phần tự do (%)	88.4
Sở hữu nước ngoài (%)	0.3
Cổ đông lớn	
EVNGENCO 1 (%)	42.0
Nhiệt điện Phả Lại (%)	16.4

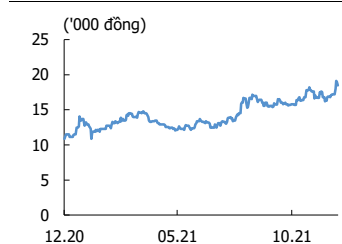
	Không định giá										
	D.thu (tỷ đồng)	LNHD (tỷ đồng)	LN ròng (tỷ đồng)	EPS (đồng)	% tăng (n/n)	EBITDA (tỷ đồng)	PE EV/EBITDA (x)	PB (x)	ROE (%)	Cổ tức (%)	
2018A	9,018	1,131	275	612		2,803	17.8	4.3	1.2	7.0	n/a
2019A	10,127	1,200	651	1,447	136.4	2,997	7.9	3.4	1.1	14.4	n/a
2020A	9,182	1,834	1,306	2,901	100.5	2,833	4.1	2.7	0.9	23.8	2.0
2021F	8,339	833	613	1,314	(54.7)	1,914	13.1	4.6	1.2	9.9	n/a
2022F	10,358	975	782	1,677	27.6	1,919	10.3	4.6	1.2	12.5	n/a

Ghi chú: LN ròng, EPS dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.6	13.3	33.3
Tương đối với VNI (%p)	0.6	4.8	(5.6)

Giá cổ phiếu



Điện than kỳ vọng tỏa sáng trong năm 2022

Phong tỏa toàn quốc tác động xấu tới kết quả kinh doanh trong 9T21: Mặc dù sản lượng suy giảm trong 9T21 do các biện pháp phong tỏa nghiêm ngặt trên toàn quốc, lợi nhuận hoạt động 9T21 của QTP vẫn tăng 1.825 lần n/n do sự sụt giảm mạnh mẽ trong chi phí khấu hao. Trong 9T21, QTP ghi nhận LN ròng là 396 tỷ đồng, vượt 24.6% so với kế hoạch năm. Kể từ 4Q20, QTP đã giãn thời gian khấu hao từ 10 năm sang 15 năm cho lò hơi và tua bin. QTP đã hồi tố chi phí khấu hao trong 4Q20. Theo dự báo, doanh thu và LN ròng của QTP có thể đạt lần lượt 8,339 tỷ đồng và 613 tỷ đồng, giảm tương ứng 9.18% n/n và 53% n/n, đồng nghĩa với việc doanh thu 4Q21 là 216 tỷ đồng (giảm 73% n/n) do hồi tố chi phí khấu hao trong 4Q20.

Doanh thu và lợi nhuận ròng tăng trong năm 2022: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận của QTP sẽ tăng trưởng trong năm 2022 nhờ sự phục hồi của nhu cầu tiêu thụ điện, kết hợp với chiến lược chuyển trọng tâm thu mua sang các nhà máy điện than của EVN trong năm 2022. Doanh thu và LNST của QTP được dự báo có thể đạt lần lượt 10,358 tỷ đồng và 782 tỷ đồng, tăng tương ứng 24.2% n/n và 27.6% n/n trong 2022.

QTP sẽ thuận lợi cưỡi trên cơn sóng tăng trưởng của nhiệt điện than trong năm 2022: QTP có mối liên hệ mật thiết với EVN và Tập đoàn Than – Khoáng sản Việt Nam (Vinacomin) khi 2 cổ đông lớn của QTP, EVNGENCO 1 và Nhiệt điện Phả Lại lần lượt là công ty con của 2 tập đoàn này. Do giá than nhiệt tăng, giá CGM được dự báo sẽ tăng 15-20% trong 2022. Sản lượng thủy điện dự kiến giảm trong năm 2022 vì điều kiện thủy văn kém thuận lợi do sự suy yếu của La Nina. Cùng với giá mua điện khí tăng do đà tăng mạnh của giá khí toàn cầu 2022, chúng tôi tin rằng sản lượng và Qc của QTP sẽ tăng, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận gộp.

QTP là một cổ phiếu đầy hứa hẹn nhờ nền tảng vững chắc và triển vọng tăng trưởng trong 2022: QTP đang giao dịch tại mức 7.2x PE trượt 12 tháng, thấp hơn nhiều so với mức trung vị 12.1x của ngành. Giá hiện tại bị tác động bởi lo ngại về nhu cầu tiêu thụ thấp gây ra bởi phong tỏa toàn quốc. Với nền tảng vững chắc và triển vọng tăng trưởng doanh thu trong 2022, QTP là một cơ hội tốt để nhà đầu tư cân nhắc trong 2022.

Chiến lược 2022

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Tài sản ngắn hạn	1,987	2,491	2,794	3,274	4,258
Tiền và tương đương tiền	301	321	536	623	1,338
Phải thu	1,399	1,669	1,960	2,203	2,405
Hàng tồn kho	288	500	298	448	516
Tài sản dài hạn	13,379	11,481	9,522	7,616	6,167
Tài sản cố định	13,374	11,481	9,522	7,616	6,167
Đầu tư tài chính	5	0	0	0	0
Khác	94	77	68	75	83
Tổng tài sản	15,459	14,049	12,385	10,966	10,508
Người mua trả trước	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	1,000	544	523	334	488
Khác	334	232	214	155	182
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	1,966	1,946	1,891	1,830	1,336
Nợ và TP dài hạn	9,286	7,616	5,642	3,751	2,414
Tổng nợ và phải trả	12,586	10,338	8,270	6,070	4,419
VCSH	2,873	3,711	4,115	4,895	6,089
Vốn điều lệ	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
Thặng dư	231	231	231	231	231
Quỹ khác	(374)	(245)	(116)	13	13
LN giữ lại	(1,484)	(775)	(499)	152	1,345
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Doanh thu	8,738	8,210	9,018	10,127	9,182
Giá vốn hàng bán	7,287	6,731	7,815	8,856	7,348
Lợi nhuận gộp	1,451	1,479	1,203	1,271	1,834
Chi phí bán hàng & QLDN	68	73	72	71	105
LN hoạt động	1,383	1,406	1,131	1,200	1,729
Doanh thu tài chính	15	30	4	27	48
Thu nhập lãi	0	0	0	0	1
Chi phí tài chính	1014	804	857	562	396
Chi phí lãi vay	775	669	569	431	308
LN khác	(242)	(29)	(287)	(109)	(47)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	367	709	275	660	1,375
Thuế TNDN	0	0	0	9	69
LN sau thuế	367	709	275	651	1,306
EBITDA	9,439	3,360	3,089	3,106	2,879

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Dòng tiền hoạt động	8,422	1,621	2,106	1,917	2,366
LN ròng	367	709	275	651	1,306
Khấu hao	8,055	1,953	1,959	1,906	1,150
Tăng vốn lưu động ròng	0	(1,041)	(128)	(640)	(89)
Khác					
Dòng tiền đầu tư	(21,434)	(56)	0	0	(200)
Tài sản cố định	(21,429)	(61)	0	0	(100)
Tăng đầu tư tài chính	(5)	5	0	0	(100)
Dòng tiền tài chính	(471)	(1,690)	(2,053)	(1,952)	(1,831)
Tăng vốn chủ	0	0	0	0	0
Tăng nợ	41	(1,690)	(2,029)	(1,952)	(1,831)
Chi trả cổ tức	0	0	(25)	0	0
Khác	(2,077)	146	162	122	381
Dòng tiền khác	231	21	215	86	715
Tăng tiền mặt	8,422	1,621	2,106	1,917	2,366

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng)					
EPS	810	1,588	603	1,457	2,942
BPS	6,530	8,434	9,353	11,125	13,838
DPS	24.0	0.0	500.0	500.0	501.0
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	12.0	(6.0)	9.8	12.3	(9.3)
LN hoạt động	368.0	1.7	(19.6)	6.1	44.1
LN ròng	128.0	93.4	(61.2)	136.5	100.6
EPS	128.0	96.0	(62.1)	141.7	102.0
EBITDA	103.0	(64.4)	(8.0)	0.5	(7.3)
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	15.8	17.1	12.5	11.8	18.8
Biên LN ròng	4.2	8.6	3.1	6.4	14.2
Biên EBITDA	108.0	40.9	34.3	30.7	31.3
ROA	2.4	4.8	2.1	5.6	12.2
ROE	12.8	21.5	7.0	14.4	23.8
Suất sinh lợi cổ tức	0.1	0.0	1.7	1.7	1.8
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	10,952	9,240	6,997	4,958	2,412
Nợ ròng/VCSH (%)	381	249	170	101	40
Định giá (x)					
PE	35.3	18.0	47.4	19.6	9.7
PB	4.4	3.4	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	1.3	3.1	2.6	2.0	1.2

Chiến lược 2022

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị và & Giá mục tiêu				Lợi nhuận và Định giá									
Công ty				D.thu	LNHĐ	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROE	EV/EBITDA	Cổ tức
				(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Đồng)	(Đồng)	(x)	(x)	(%)	(x)	(%)
Nhiệt điện	Khuyến nghị	-	2016A	8,738	1,383	367	815	6,385	n/a	n/a	14.0	n/a	n/a
Quảng Ninh (QTP)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2017A	8,210	1,406	709	1,575	8,247	4.9	0.9	21.5	3.9	n/a
	Giá cp (23/12, đồng)	18,500	2018A	9,018	1,131	275	612	9,145	17.8	1.2	7.0	3.9	n/a
	Vốn hóa (tỷ đồng)	8,325	2019A	10,127	1,200	651	1,447	10,878	7.9	1.1	14.5	3.2	n/a
			2020A	9,182	1,834	1,306	2,901	13,530	4.1	0.9	23.8	3.3	2.0
Nhiệt điện	Khuyến nghị	-	2016A	9,157	1,251	287	575	9,418	13.6	0.8	6.0	5.2	2.6
Hải Phòng (HND)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2017A	9,095	1,548	396	791	10,371	11.9	0.9	8.0	4.6	6.4
	Giá cp (23/12, đồng)	19,400	2018A	9,527	1,423	425	850	11,385	8.8	0.7	7.8	3.5	4.7
	Vốn hóa (tỷ đồng)	9,700	2019A	11,301	1,603	1,173	2,345	12,398	4.8	0.9	19.7	3.4	6.7
			2020A	10,867	1,758	1,438	2,876	13,834	5.9	1.2	21.9	3.2	8.0
Nhiệt điện	Khuyến nghị	-	2016A	5,866	381	599	1,883	16,887	4.7	0.5	10.8	14.9	37.5
Phả Lại (PPC)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2017A	6,236	710	854	2,682	17,083	5.0	0.8	15.7	10.0	17.8
	Giá cp (23/12, đồng)	24,800	2018A	7,117	1,058	1,122	3,501	17,622	3.6	0.7	20.2	4.6	36.1
	Vốn hóa (tỷ đồng)	7,951	2019A	8,183	1,203	1,261	3,933	18,604	5.2	1.1	21.7	6.0	14.7
			2020A	7,929	928	1,011	3,153	20,224	6.2	1.0	16.2	6.3	6.9
Nhiệt điện	Khuyến nghị	-	2016A	7,983	1,295	1,086	3,718	17,230	4.2	0.9	22.0	5.6	20.7
Nhơn Trạch 2 (NT2)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2017A	6,761	1,279	810	2,762	17,317	7.6	1.2	16.1	6.2	12.3
	Giá cp (23/12, đồng)	26,300	2018A	7,670	914	782	2,618	12,795	7.6	1.6	17.4	6.2	36.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	7,571	2019A	7,654	888	754	2,560	14,336	6.9	1.2	19.0	4.7	5.1
			2020A	6,082	810	625	2,095	14,928	10.7	1.5	14.3	5.2	11.1
Nhiệt điện	Khuyến nghị	-	2016A	2,405	(76)	99	504	7,161	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Cẩm Phả (NCP)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2017A	3,640	330	(102)	(518)	6,642	11.3	0.8	(7.5)	7.1	n/a
	Giá cp (23/12, đồng)	8,600	2018A	3,205	38	(414)	(2,102)	4,541	n/a	0.5	(37.6)	8.5	n/a
	Vốn hóa (tỷ đồng)	1,694	2019A	4,003	302	2	13	4,553	653.9	1.9	0.3	6.5	n/a
			2020A	4,230	192	(584)	(2,965)	1,589	692.3	2.0	(96.5)	6.9	n/a
Nhiệt điện	Khuyến nghị	-	2016A	666	25	22	1,682	20,352	4.7	0.5	8.1	3.1	14.8
Ninh Bình (NBP)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2017A	703	44	38	2,944	21,223	3.2	0.4	14.2	2.3	16.0
	Giá cp (23/12, đồng)	20,500	2018A	756	30	27	2,060	19,595	4.2	0.6	10.1	2.0	28.9
	Vốn hóa (tỷ đồng)	264	2019A	1,192	24	20	1,188	19,958	3.5	0.5	6.0	4.8	6.9
			2020A	1,038	37	28	2,176	20,691	5.6	0.6	10.7	2.9	8.3
Nhiệt điện	Khuyến nghị	-	2016A	1,668	93	120	1,981	18,290	4.3	0.5	11.1	4.5	14.8
Bà Rịa (NBP)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2017A	2,444	90	92	1,523	18,543	5.3	0.4	8.3	3.4	16.0
	Giá cp (23/12, đồng)	17,800	2018A	1,107	89	137	2,270	17,989	4.2	0.5	12.4	2.4	28.9
	Vốn hóa (tỷ đồng)	1,077	2019A	1,895	155	182	3,016	20,291	3.6	0.5	15.8	3.4	6.9
			2020A	750	65	81	1,338	20,223	10.2	0.7	6.6	6.5	8.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS