

Việc điều chỉnh giá FIT sẽ tác động không đáng kể đến GEG

Nguyễn Hoàng Nam
 Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
 nam.nhoang@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 190

Natalie Nguyễn
 Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
 natalie.nguyen@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 110

- Các nhà đầu tư của 173 dự án năng lượng tái tạo – chủ yếu là điện mặt trời (và một phần nhỏ từ điện gió) – với tổng công suất 4,2 GW, đã gửi thư lên Chính phủ bày tỏ lo ngại về khả năng bị giảm giá bán điện theo cơ chế áp dụng giá bán điện ưu đãi (giá FIT).
- Theo chúng tôi hiểu, ngày nghiệm thu hoàn thành xây dựng (CCA) sẽ được sử dụng làm ngày vận hành thương mại (COD) “mới” để tính lại giá FIT.
- HSC cho rằng rủi ro giảm giá đối với REE và GEG – hai doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi – là khá hạn chế, do mức độ ảnh hưởng nhỏ so với tổng công suất hiện có. GEG tiếp tục là cổ phiếu ưa thích hàng đầu của HSC trong nhóm ngành tiện ích điện.

Khả năng điều chỉnh giá FIT

Các nhà đầu tư từ 173 dự án năng lượng tái tạo – chủ yếu là điện mặt trời (và một phần nhỏ từ điện gió) – với tổng công suất 4,2 GW, đã gửi thư lên Chính phủ bày tỏ lo ngại về việc điều chỉnh giảm giá FIT. Trong đó, 3,3 GW đến từ các nhà đầu tư nước ngoài, trong khi chỉ 0,9 GW là của các nhà đầu tư trong nước.

Lo ngại chính nằm ở việc các dự án này không có chứng nhận nghiệm thu hoàn thành xây dựng (CCA) tại thời điểm COD ban đầu, khiến các dự án đó khó có khả năng được hưởng giá FIT1 và FIT2. Tuy nhiên, yêu cầu về CCA chỉ mới được quy định tại Thông tư 10/2023/TT-BCT có hiệu lực từ ngày 9/6/2023 – nghĩa là sau thời hạn áp dụng giá FIT1 cho điện mặt trời (30/6/2019), giá FIT2 cho điện mặt trời (31/12/2020), và giá FIT cho điện gió (31/10/2021).

Tác động: Giảm lợi nhuận kỳ vọng của các dự án hưởng giá FIT1, FIT2

Theo chúng tôi hiểu, ngày CCA sẽ được sử dụng làm ngày COD mới để tính lại giá FIT. HSC cho rằng việc điều chỉnh giảm giá FIT có thể ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư đối với ngành điện trong nước, cả từ nhà đầu tư quốc tế và trong nước. Tuy nhiên, tác động đối với các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC là không đáng kể.

Quyết định cuối cùng của Chính phủ sẽ là yếu tố then chốt ảnh hưởng đến niềm tin của nhà đầu tư. Để khơi lại tâm lý tích cực và thúc đẩy làn sóng đầu tư mới sau khi Quy hoạch điện VIII được điều chỉnh (dự kiến trong tháng 3), Chính phủ có thể xem xét bổ sung các chính sách hỗ trợ như hạ lãi suất vay hoặc cấp quyền sử dụng đất miễn phí cho các nhà đầu tư trong ngành điện.

Định giá và khuyến nghị

Các doanh nghiệp liên quan trong danh sách khuyến nghị của HSC bao gồm REE và GEG. REE gần như không bị ảnh hưởng do dự án điện gió Phú Lạc Giai đoạn 2 chỉ có công suất 25 MW, rất nhỏ so với tổng công suất thực sở hữu đạt 1,08 GW. Trong khi đó, lợi nhuận năm 2025 của GEG dự báo sẽ giảm khoảng 6% (tương đương 22 tỷ đồng) do dự án điện mặt trời Trúc Sơn (35 MW). Trong nhóm ngành tiện ích điện, GEG tiếp tục là cổ phiếu ưa thích hàng đầu của HSC, theo sau là PC1.

Về các doanh nghiệp khác, Trung Nam (công ty tư nhân/chưa niêm yết) có liên quan tới dự án điện mặt trời 204 MW và điện gió 151,95 MW. Một số công ty quốc tế có liên quan đến sự kiện này bao gồm ACEN (852 MW), Super Energy (686 MW) và B. Grimm Renewables (496 MW).

(Xem tiếp trang 2)

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
GEG	13,800	Mua vào	-	17,800	-	29.0	13.3	11.4	6.57	6.08	0	0
PC1	23,200	Mua vào	-	28,000	-	20.7	12.7	10.4	7.26	6.17	0	0
PGV	19,900	Giảm tỷ trọng	-	17,000	-	(14.6)	22.8	12.4	-	-	0	3.07
POW	12,450	Tăng tỷ trọng	-	13,500	-	8.43	14.6	-	7.49	-	2.41	-
REE	71,500	Tăng tỷ trọng	-	77,000	-	7.69	12.9	13.6	9.08	9.19	2.10	2.10

Giá cổ phiếu tại ngày 21/3/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Một số thông tin thêm về khả năng điều chỉnh giá FIT

Để tuân thủ kết luận thanh tra 1027/KL-TTCP, trong các cuộc họp diễn ra từ ngày 11–15/3, Công ty Mua bán điện (EPTC, đơn vị thành viên của EVN, chịu trách nhiệm ký hợp đồng mua bán điện với các dự án điện) đã đề xuất hai phương án giá tạm tính, chờ Chính phủ phê duyệt:

Các dự án thuộc diện hưởng giá FIT1 nhưng có CCA được cấp trong giai đoạn FIT2:

- Mức giá tạm tính: giá FIT2 (7,09 US cent/kWh thay vì 9,35 US cent/kWh).
- Tác động: giảm 24%, nhưng vẫn được thanh toán theo tỷ giá USD.

Các dự án có CCA được cấp sau ngày Quyết định FIT2 hết hiệu lực

- Mức giá tạm tính: giá chuyển tiếp (cố định ở mức 1.185,96đ/kWh thay vì 7,09 US cent/kWh).
- Tác động: giảm khoảng 33%, đồng thời chuyển từ thanh toán theo tỷ giá USD sang thanh toán bằng VND cố định.

Đối với các dự án điện gió, HSC kỳ vọng mức điều chỉnh giá cũng sẽ tương tự như các dự án điện mặt trời, theo hướng giảm dần từ giá FIT1 xuống giá FIT2, và sau đó từ giá FIT2 về mức giá chuyển tiếp. Riêng đối với các dự án tại Ninh Thuận đang được hưởng sai mức giá 9,35 US cent/kWh, chúng tôi cho rằng giá điện của các dự án này cũng sẽ được điều chỉnh về mức giá chuyển tiếp do ngày CCA của các dự án này nằm sau thời điểm hết hạn giá FIT.

Danh sách các dự án bị ảnh hưởng

Trong tổng số 173 dự án, HSC ghi nhận có 24 dự án có thể giữ nguyên giá FIT, 44 dự án từ giá FIT1 sẽ bị điều chỉnh về mức giá chuyển tiếp (tương đương mức giảm 49%), trong khi các dự án còn lại sẽ bị giảm từ 24% đến 49%.

Bảng 1: Tổng hợp những tác động đối với 173 dự án năng lượng tái tạo

~86% số dự án bị giảm giá bán điện

Chỉ tiêu	Số dự án	Các dự án đáng chú ý	Khả năng ảnh hưởng
Các dự án điện gió hiện đang được hưởng giá FIT và đã nhận được CCA trước thời hạn áp dụng giá FIT (30/10/2021)	11	Một phần dự án Ea Nam 400 MW (Trung Nam) la Bang 1 50 MW (GEG) Phú Lạc (REE)	Không ảnh hưởng
Các dự án điện gió hiện đang được hưởng giá FIT và nhận CCA sau thời hạn áp dụng giá FIT (30/10/2021)	14	Một phần dự án Ea Nam 400 MW (Trung Nam) Điện gió Trung Nam 152 MW (Trung Nam) Phú Lạc giai đoạn 2 25 MW (REE)	Giảm xuống mức giá chuyển tiếp từ mức giá FIT (giảm ~25%), chuyển từ thanh toán theo tỷ giá USD sang thanh toán bằng VND cố định
Các dự án điện gió hiện đang được hưởng giá FIT và chưa có CCA	3		Giảm xuống mức giá chuyển tiếp từ mức giá FIT (giảm ~25%), chuyển từ thanh toán theo tỷ giá USD sang thanh toán bằng VND cố định
Các dự án điện gió hiện đang được hưởng giá FIT và chưa có CCA	10	Hồng Phong 4 48 MW (HDG (không thuộc danh sách khuyến nghị))	Giảm xuống mức giá chuyển tiếp từ mức giá FIT (giảm ~25%), chuyển từ thanh toán theo tỷ giá USD sang thanh toán bằng VND cố định
Các dự án năng lượng mặt trời hiện đang nhận được FIT1 và CCA trước ngày 01/07/2019 (FIT1)	10	Krong Pa 55 MW (GEG)	Không ảnh hưởng
Các dự án điện mặt trời hiện đang nhận được FIT1 và CCA từ 01/07/2019 – 31/12/2020 (FIT2)	25	Trúc Sơn 35 MW (GEG)	Giảm xuống mức giá FIT2 từ mức giá FIT1 (từ 9,35/kWh giảm xuống 7,09 cent/kWh), giảm 24% nhưng vẫn theo tỷ giá USD
Các dự án điện mặt trời hiện đang nhận được FIT1 và CCA sau 31/12/2020 (kết thúc FIT2)	44	Trung Nam Trà Vinh 100 MW (Trung Nam) Điện mặt trời Trung Nam 204 MW (Trung Nam & ACIT)	Giảm xuống mức giá chuyển tiếp từ mức giá FIT1, giảm 49%
			Không tác động đến ba dự án
Các dự án điện mặt trời hiện đang nhận được FIT1 và CCA sau 31/12/2020 (kết thúc FIT2)	7		4 dự án tại tỉnh Ninh Thuận thuộc danh mục “được hưởng giá ưu đãi 9,35 cent/kWh không đúng đối tượng” theo Quyết định 1027/KL-TTTP có thể được hưởng giá điện chuyển tiếp (giảm 49%)
Các dự án điện mặt trời hiện đang nhận được FIT2 và CCA sau 31/12/2020 (kết thúc FIT2)	49	Dự án điện mặt trời SP Infra 1 40 MW tại Ninh Thuận (HDG): Nằm trong danh mục 10 dự án “được hưởng giá ưu đãi 9,35 cent/kWh không đúng đối tượng” theo Quyết định 1027/KL-TTTP	FIT2 chuyển từ 7,09 cent/kWh giá sang giá chuyển tiếp là 1.185,96 đồng/kWh, giảm ~33%, chuyển từ thanh toán theo tỷ giá USD sang thanh toán bằng VND cố định. SP Infra 1 có thể giảm 49% vì ngày CCA là sau ngày 31/12/2020
Tổng cộng	173		

Ghi chú: Chúng tôi dự báo giá điện gió giảm sẽ bằng với mức giảm của điện mặt trời.
Nguồn: HSC

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
 T: (+84 28) 3823 3299
 F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
 T: (+84 24) 3933 4693
 F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn