

CỔ PHIẾU NGÀNH ĐIỆN: THÀNH LŨY TRƯỚC NHỮNG BIẾN ĐỘNG BẤT LỢI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Ngày 26/11/2018

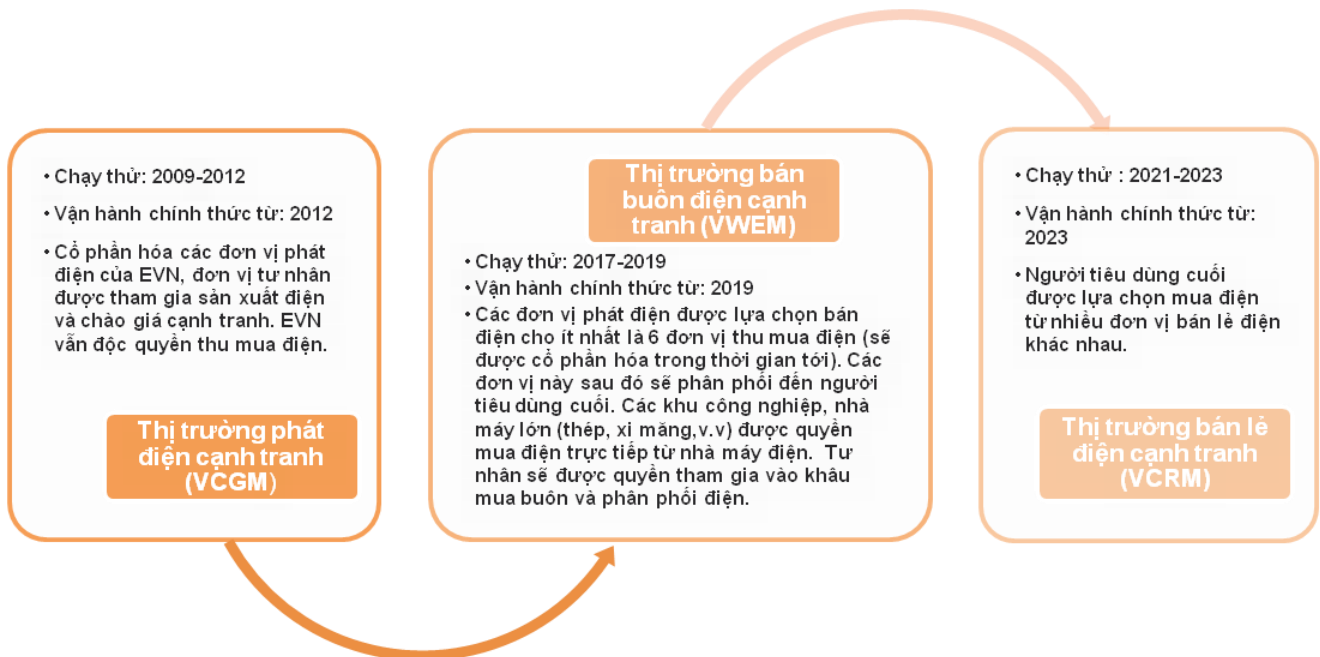
Đinh Quang Hinh
hinh.dinh@vndirect.com.vn

Anirban Lahiri
Anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Tự do hóa ngành điện thúc đẩy cạnh tranh và gia tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh trong ngành điện

Thị trường phát điện cạnh tranh phát triển mạnh trong thời gian qua. Bước đầu tiên trong việc tự do hóa ngành điện là đưa vào vận hành thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) từ năm 2012. Theo Quyết định 95/QĐ-ĐTĐL tháng 12 năm 2017 của Cục Điều tiết Điện lực, có 81 nhà máy đăng ký tham gia VCGM trong năm 2018 với tổng công suất lắp đặt là 22.238MW, chiếm 52,3% tổng công suất lắp đặt toàn hệ thống và tính đến cuối tháng 9 năm 2018, số lượng các nhà máy điện trực tiếp tham gia VCGM đã tăng lên 87 nhà máy và vượt kế hoạch đầu năm. Như vậy sau hơn 6 năm VCGM chính thức vận hành, số lượng nhà máy phát điện trực tiếp tham gia VCGM đã tăng gần 3 lần so với thời điểm mới vận hành thị trường vào tháng 7/2012 (chỉ có 31 nhà máy điện). Tuy nhiên độ mở của VCGM còn thấp và giá bán của các đơn vị phát điện vẫn phụ thuộc lớn vào giá cố định của Hợp đồng mua bán điện (PPA). Theo Bộ Công thương, độ mở thị trường hiện chỉ đạt tỷ trọng 10% và theo lộ trình, cuối năm 2018 sẽ tăng lên 15% và những năm tới có thể lên tới 40%, tạo ra mức giá và doanh thu tốt hơn cho các nhà máy phát điện có chi phí thấp.

Hình 1: Lộ trình tự do hóa ngành điện tại Việt Nam



Nguồn: EVN, VNDIRECT

Thị trường bán buôn điện cạnh tranh sẵn sàng đi vào hoạt động từ năm 2019. Tiếp sau việc phát triển VCGM, Bộ Công thương đã đưa vào vận hành thử nghiệm thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM) từ năm 2016 theo hình thức mô phỏng tính toán nhưng chưa thanh toán thực. Theo đó, năm công ty bán lẻ điện (bên mua) (bao gồm Tổng công ty Điện lực Miền Bắc, Tổng công ty Điện lực Miền Nam, Tổng công ty Điện lực Miền Trung, Tổng công ty Điện lực Hà Nội và Tổng công ty Điện lực Thành phố Hồ Chí Minh – đều là công ty con của EVN) và các nhà sản xuất điện (bên bán) đã tham gia vào thị trường mô phỏng và từ đó lấy ra các thông số thị trường như cung, cầu, nguồn huy động để xác định giá điện huy động. Sang năm 2018, EVN đã đưa vào vận hành thí điểm VWEM có thanh toán

thật đối với một phần sản lượng mua đầu nguồn của các tổng công ty phát điện. Đây là sự chuẩn bị cần thiết để đưa thị trường bán buôn điện cạnh tranh chính thức vận hành kể từ năm 2019.

Việc VWEM được đưa vào vận hành chính thức từ năm 2019 sẽ là một bước tiến lớn trong quá trình “tự do hóa ngành điện tại Việt Nam”

Thị trường bán buôn điện cạnh tranh chính thức hoạt động kể từ năm 2019 sẽ dẫn loại bỏ sự độc quyền của EVN trong khâu mua buôn và phân phối điện. Hiện tại, các nhà máy phát điện phải bán điện cho một người mua duy nhất là Công ty Mua Bán Điện (EPTC – một đơn vị trực thuộc EVN), do đó các nhà máy phát điện có ít lợi thế để đàm phán các điều khoản trong hợp đồng PPA với bên mua điện. EPTC sau đó phân phối điện (bán lẻ) đến khách hàng thông qua năm công ty phân phối (bán lẻ) điện (đã nhắc đến ở phần trên). Khi chuyển sang VWEM, các đơn vị phát điện được tự do lựa chọn bán điện cho EPTC hoặc năm tổng công ty phân phối điện nói trên (sẽ lần lượt được cổ phần hóa trong thời gian sắp tới). Bên cạnh đó, các đơn vị phát điện còn được bán điện trực tiếp cho các khách hàng lớn là các khu công nghiệp, nhà máy xi măng, nhà máy thép, bằng cách đấu nối trực tiếp vào lưới điện truyền tải.

Hình 2: Sự khác biệt cơ bản giữa thị trường phát điện cạnh tranh và thị trường bán buôn điện cạnh tranh

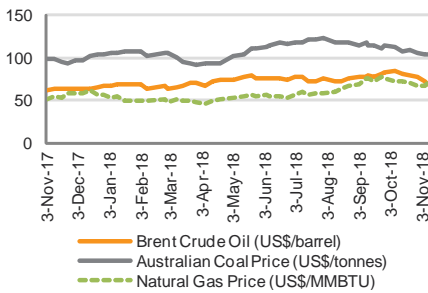
Chỉ tiêu so sánh	Thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM)	Thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM)
Người mua	Công ty Mua Bán Điện (EPTC) EPTC là đơn vị trực thuộc EVN	EPTC và 5 Tổng Công ty bán lẻ điện (TCT Điện Lực Miền Bắc, TCT Điện Lực Miền Trung, TCT Điện Lực Miền Nam, TCT Điện Lực Hà Nội, TCT Điện Lực TP.HCM). Các công ty này hiện 100% vốn được nắm giữ bởi EVN và dự kiến sẽ được cổ phần hóa trong các năm tới Các khu công nghiệp và nhà máy tiêu thụ nhiều điện năng (như sắt, thép, xi măng) được quyền mua điện trực tiếp từ nhà máy phát điện
Người bán	Nhà máy phát điện với công suất từ 30MW trở lên	Tất cả các nhà máy phát điện
Hợp đồng mua án điện (PPA)	Mỗi nhà máy phát điện có hợp đồng PPA với duy nhất một đơn vị mua buôn điện là EPTC	Mỗi nhà máy phát điện có thể có nhiều hợp đồng PPA do có nhiều đơn vị mua buôn điện trên thị trường
Phương thức xác định giá điện	Giá mua điện thay đổi dựa trên sự thay đổi của chi phí biến đổi của các nhà máy phát điện	Giá mua điện được xác định dựa trên đấu giá cạnh tranh giữa các nhà máy phát điện
Phí truyền tải điện	Một mức cố định và được chi trả bởi EPTC	Chi phí truyền tải điện được đấu giá và được trả bởi người mua buôn điện

Nguồn: EVN, Bộ Công thương

Giá mua điện từ các nhà máy phát điện sẽ tăng lên do nhu cầu tăng, chi phí sản xuất cao hơn và sự cạnh tranh gia tăng giữa các nhà đơn vị mua buôn và phân phối điện khi VWEM chính thức hoạt động

Giá mua điện từ các nhà máy phát điện sẽ tăng lên để phản ánh sự gia tăng chi phí sản xuất điện. Chi phí sản xuất điện có thể tăng đáng kể trong vài năm tới khi điện sản xuất từ các nguồn giá rẻ như thủy điện và than nội địa đã bị khai thác đến mức tới hạn; hầu như tất cả các nguồn cung cấp điện mới đến từ các nhà máy nhiệt điện than sử dụng than nhập khẩu, các nhà máy điện chạy bằng khí đốt và các nhà máy năng lượng tái tạo đều có chi phí sản xuất cao hơn (hình 4). Bên cạnh đó, giá than, giá khí và giá dầu cũng đang trong xu thế tăng và gây ra áp lực tăng chi phí đối với các nhà máy nhiệt điện than, nhiệt điện dầu và nhiệt điện khí.

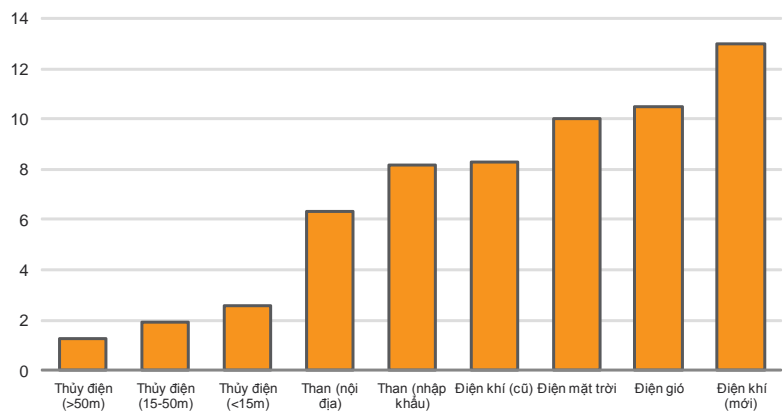
Hình 3: Giá dầu Brent, khí gas và than Úc (11/2017-11/2018)



Nguồn: Bloomberg

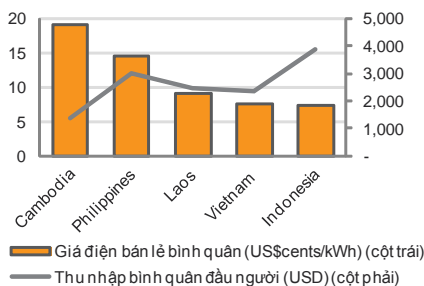
Sức mạnh thương lượng của các nhà phát điện sẽ được nâng lên nhờ gia tăng cạnh tranh giữa các nhà mua buôn và phân phối điện. Giá điện thu mua hiện tại chưa phản ánh đúng cung và cầu thực tế trên thị trường vì chỉ có một người mua buôn duy nhất là EPTC (trực thuộc EVN). Nếu dần loại bỏ sự độc quyền của EVN trong khâu mua buôn và phân phối điện, các công ty phát điện sẽ gia tăng vị thế trong việc thương lượng về giá bán điện và các điều khoản khác trong hợp đồng PPA với bên mua điện, từ đó có thể bán điện với giá sát hơn với thực tế cung cầu trên thị trường điện khi có nhiều người mua phải cạnh tranh với nhau. Đây là một yếu tố quan trọng cho sự phát triển của ngành điện vì cơ chế giá thị trường có thể khơi thông dòng vốn lớn từ tư nhân đầu tư vào xây dựng các nhà máy phát điện và hệ thống truyền tải, hệ thống phân phối và bán lẻ điện.

Hình 4: Chi phí sản xuất bình quân (US\$cents/kWh)



(*) >50m, 15-50m, <15m: độ cao của đập thủy điện
Nguồn: Bộ Công thương, EVN, VNDIRECT

Hình 5: Giá điện bán lẻ bình quân (US\$cents/kWh)



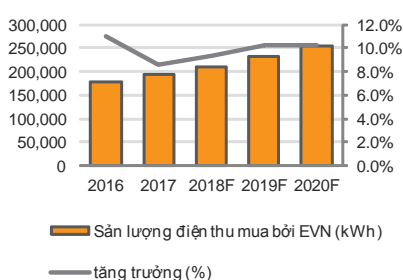
Nguồn: World Bank, VNDIRECT

Giá điện bán lẻ bình quân tại Việt Nam hiện thấp hơn khoảng 30% so với giá điện bán lẻ bình quân của một số nước trong khu vực Đông Nam Á

Giá điện bán lẻ bình quân tại Việt Nam hiện thấp hơn khá nhiều so với giá điện bán lẻ bình quân tại một số quốc gia trong khu vực Đông Nam Á (hình 5). Chính phủ đang có kế hoạch tăng giá điện bán lẻ trong năm 2019 và EVN dự kiến giá điện bán lẻ tại Việt Nam có thể tăng từ mức 7,6 cents/kWh hiện nay lên mức 9,0 cents/kWh vào năm 2020.

Cơ chế đấu giá cạnh tranh trên VWEM sẽ mang tới chất xúc tác để các công ty phát điện nỗ lực tiết giảm chi phí phát điện và nâng cao hiệu quả hoạt động nhằm gia tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường và do đó, khách hàng sẽ là người được hưởng lợi từ sự phát triển của thị trường điện.

Hình 6: Sản lượng điện thu mua bởi EVN (kWh)



Nguồn:EVN

Kế hoạch điện VII đang chậm tiến độ và khả năng chỉ hoàn thành được 60% so với kế hoạch đề ra cho giai đoạn 2018-2020. Thiếu hụt điện năng có thể xảy ra trong giai đoạn 2020-2023

Nhu cầu điện tăng cao: Theo tính toán của Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN), trong giai đoạn từ nay đến năm 2030, nhu cầu sử dụng điện sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức cao với tốc độ tăng trưởng nhu cầu điện dự kiến giai đoạn 2016-2020 là 10,3-11,3%/năm, giai đoạn 2021-2030 khoảng 8-8,5%/năm.

Có thể xảy ra tình trạng thiếu hụt điện trong giai đoạn 2020-2023 do nhiều dự án phát điện chậm tiến độ: Báo cáo tình hình thực hiện kế hoạch điện VII của Bộ Công Thương cho thấy tổng công

suất lắp đặt mới trên toàn quốc trong giai đoạn 2018-2020 sẽ chỉ đạt 8.900MW (trung bình 3.000MW/năm), bằng 60% tổng công suất dự kiến bổ sung trong giai đoạn này theo kế hoạch điện VII (15.140MW). Nhiều dự án có nguy cơ chậm tiến độ của EVN là Ô Môn III (750 MW) và thủy điện laly mở rộng (360 MW).

Các dự án phát điện mới tại miền Nam chủ yếu là các dự án nhiệt điện than và nhiệt điện khí do nguồn thủy điện đã tới hạn

EVN đã nhận thấy rủi ro thiếu hụt điện tại miền Nam trong giai đoạn 2020-2023. Các dự án điện mới ở phía Nam hầu hết là các nhà máy nhiệt điện than và nhiệt điện khí được đầu tư theo hình thức BOT. Một số dự án BOT trong ngành điện đã bị trì hoãn do những thay đổi trong chính sách của chính phủ đối với các dự án đầu tư theo hình thức BOT đã làm ảnh hưởng đến việc huy động vốn cho các dự án BOT ngành điện. Các nhà máy sau đây có nguy cơ không đáp ứng được kế hoạch đề ra, bao gồm Duyên Hải 2 (2021 - 2023), Long Phú 2 (2021 - 2022), Sông Hậu 2 (2021 - 2022), Vĩnh Tân 3 (2021 - 2023) và Vân Phong (2022). Kết quả là, các nhà máy nhiệt điện hiện tại ở phía Nam sẽ liên tục được huy động với cường độ cao, có thể lên tới 100% công suất thiết kế trong những năm tới, dẫn tới xác suất mất tải cao và khiến cho nguy cơ thiếu điện tại khu vực miền Nam càng thêm trầm trọng.

Các nhà máy thủy điện sẽ được hưởng lợi từ việc VWEM bắt đầu chính thức

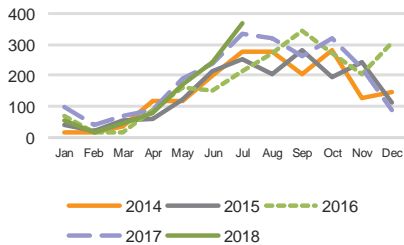
Các nhà máy thủy điện có chi phí phát điện cạnh tranh hơn nhiều so với các nhà máy nhiệt điện than và nhiệt điện khí. Hiện tại, chi phí phát điện của các nhà máy thủy điện là khoảng 1,3-2,6 cent/kWh trong khi chi phí phát điện của nhiệt điện than (than nhập khẩu) là khoảng 8 cents/kWh và nhà máy nhiệt điện khí mới là từ 12-15 cents/kWh. Ngoài ra, xu hướng tăng giá của than, khí gas và dầu (như trong Hình 3) sẽ làm cho chi phí phát điện của các nhà máy nhiệt điện tiếp tục tăng cao, làm giảm khả năng cạnh tranh của nhiệt điện so với thủy điện và các nguồn phát điện khác. Hiện tại, chi phí nhiên liệu (khí gas, than, dầu diesel) chiếm hơn 80% chi phí sản xuất điện của các công ty nhiệt điện niêm yết như NT2, BTP và PPC. Do đó, có thể thấy các nhà máy thủy điện hiện tại là những đối tượng hưởng lợi lớn nhất từ việc thị trường bán buôn điện cạnh tranh đi vào hoạt động chính thức từ 2019.

Các cổ phiếu ngành điện của Việt Nam mang lại lợi suất cổ tức cao đồng thời bảo vệ nhà đầu tư chống lại sự biến động khó lường trên thị trường chứng khoán trong giai đoạn hiện nay

Cổ phiếu ngành điện có tính phòng thủ cao với dòng tiền tương đối ổn định, tỷ suất cổ tức cao và beta thấp. Với tình trạng thiếu điện trong giờ cao điểm xảy ra khá thường xuyên và việc bổ sung các nguồn phát điện mới chưa theo kịp với tốc độ tăng trưởng nhu cầu điện, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm tốt để xem xét đầu tư vào cổ phiếu của các công ty điện. Chúng tôi cho rằng việc phân bổ một phần danh mục vào cổ phiếu của các nhà sản xuất điện có thể gia tăng đặc tính phòng thủ và giảm thiểu phần nào rủi ro cho danh mục đầu tư trong bối cảnh vĩ mô nhiều biến động với mặt bằng lãi suất đang tăng lên, rủi ro địa chính trị gia tăng và nỗi lo về tăng trưởng kinh tế thế giới giảm tốc.

Cổ phiếu của các công ty phát điện sẽ được hưởng lợi từ sự điều chỉnh tăng giá điện trong các năm tới. Như đã đề cập ở phần trước, nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến tăng trưởng ở mức 10%/năm giai đoạn 2018-2020. Trong khi đó, rất ít nhà máy điện mới được đưa vào hoạt động trong giai đoạn này và khiến dự phòng điện giảm về mức rất mỏng (dự phòng điện là mức chênh lệch giữa tổng công suất phát điện và tổng nhu cầu tiêu thụ điện). Do đó, các nhà

Hình 7: Lượng mưa trung bình tháng (mm)



Nguồn: Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Trung ương (NCHMF)

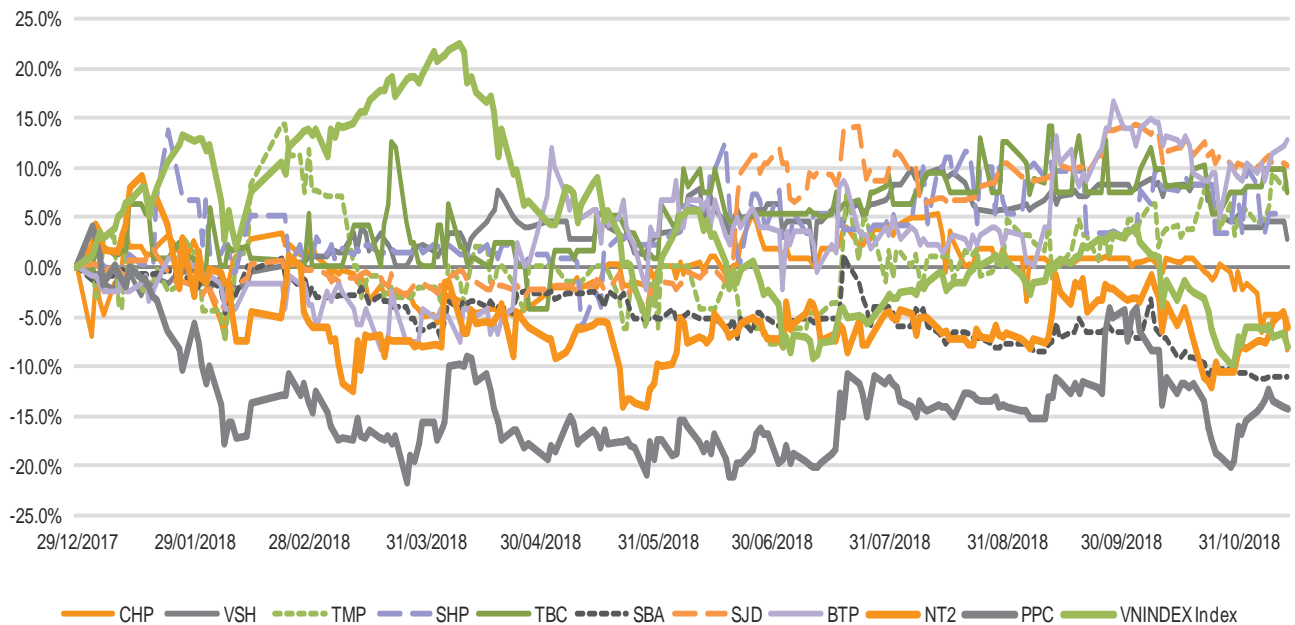
máy điện sẽ tiếp tục được huy động với cường độ cao trong các năm tới để đảm bảo đáp ứng nhu cầu điện ngày một tăng. Ngoài ra, giá điện bán lẻ sẽ tiếp tục xu hướng tăng lên và thị trường bán buôn điện cạnh tranh chính thức vận hành kể từ năm 2019 cũng là điều kiện để các nhà máy phát điện có thể điều chỉnh tăng giá bán điện để phản ánh đúng hơn chi phí sản xuất điện và cung cầu trên thị trường điện. Cuối cùng, mặc dù việc VWEM vận hành chính thức từ năm 2019 sẽ tạo nhiều lợi thế hơn cho các nhà máy thủy điện, chúng tôi thấy ít rủi ro với việc các nhà máy nhiệt điện sẽ bị giảm huy động do tình trạng thiếu hụt điện ngày càng trở nên gay gắt trong các năm tới.

Hình 8: Danh sách một số cổ phiếu ngành điện có cổ tức cao

Mã cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	TTM P/E (lần)	TTM P/B (lần)	TTM ROE (%)	Cổ tức 2017 (đồng)	Suất sinh lợi cổ tức (%)	TTM EPS (VND)	Tổng tài sản/VCSH (lần)	GTGDQBQ 20 phiên (tỷ đồng)	Beta (lần)
NT2	7.298	8,6	2,0	19,3%	3.000	11,8%	2.870	2,2	1.897	0,43
PPC	5.899	6,1	1,0	17,1%	2.500	13,6%	3.080	1,3	3.850	0,57
VSH	3.444	10,4	1,2	11,1%	1.000	6,0%	1.680	2,6	88	0,19
CHP	3.021	28,1	1,9	5,9%	1.600	7,3%	726	1,7	240	0,20
GEG	2.777	9,6	1,2	9,8%	1.000	7,0%	1.290	1,4	2.663	0,17
SJD	1.835	9,1	1,9	19,9%	2.500	9,4%	2.930	1,7	1.642	0,19
SBA	838	7,8	1,2	14,8%	1.500	10,8%	1.770	1,8	171	0,16
BTP	705	2,9	0,6	20,9%	2.090	17,9%	3.961	1,6	97	0,32

Nguồn: VNDIRECT

Hình 9: Diễn biến cổ phiếu ngành điện từ đầu năm 2018 tích cực hơn so với chỉ số VN-INDEX



Nguồn: Bloomberg

Các cổ phiếu thủy điện đang được định giá khá hấp dẫn. TTM P/E trung bình của các cổ phiếu thủy điện là 9,2 lần so với TTM P/E 15,9 lần của VNINDEX, trong khi P/B trung bình của cổ phiếu thủy điện là 1,4 lần so với P/B trung bình của VNINDEX là 2,5 lần. Ngoài ra, tỷ suất cổ tức trung bình của các cổ phiếu thủy điện là 8,3%, cao hơn rất nhiều so với tỷ suất cổ tức trung bình của VNINDEX là 2,1%. Mặc dù các cổ phiếu thủy điện bị hạn chế về tăng trưởng sản lượng và doanh thu do khả năng mở rộng công suất phát điện hạn chế, chúng tôi vẫn đánh giá cao cổ phiếu thủy điện nhờ sự ổn định trong hoạt động kinh doanh, dòng tiền tốt và tỷ suất cổ tức cao. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp thủy điện sẽ có cơ hội cải thiện biên lợi nhuận trong các năm tới nhờ giá bán điện tăng và chi phí khấu hao nhà

máy giảm dần. Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế và tăng trưởng lợi nhuận đang có xu hướng chậm lại, việc chuyển hướng đầu tư sang cổ phiếu thủy điện có đặc tính phòng thủ cao là sự lựa chọn đáng được cân nhắc nhằm giảm thiểu rủi ro danh mục đầu tư tổng thể.

Nợ nước ngoài vẫn là rủi ro chính đối với một số cổ phiếu ngành điện. Các cổ phiếu ngành điện thường đi kèm với các rủi ro liên quan đến chính sách của nhà nước, tình hình thời tiết, biến động giá đầu vào (giá than, dầu, khí đốt) và đặc biệt là rủi ro tỷ giá do một số doanh nghiệp ngành điện có dư nợ ngoại tệ cao (dư nợ USD, Euro, Yên Nhật).

Hình 10: Nợ vay ngoại tệ của một số công ty điện niêm yết

Mã	Loại ngoại tệ	Giá trị (tỷ đồng)	Số dư khoản vay ngoại tệ/Vốn chủ sở hữu	Số dư khoản vay ngoại tệ/EBITDA
BTP*	Won	450	39%	272%
CHP*		-	-	-
GEG		-	-	-
NT2	USD và EUR	3.203	87%	278%
PPC	JPY	969	16%	86%
SBA		-	-	-
SJD*	USD	104	12%	69%
VSH*	USD	588	20%	45%

Nguồn: Báo cáo tài chính của doanh nghiệp

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NĂM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Anirban Lahiri – Giám đốc Phân tích

Email: anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Đình Quang Hình – Chuyên viên Phân tích

Email: hinh.dinh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>