

Báo cáo ngành

27/05/2022



Ngành điện

Nhu cầu tăng cao củng cố triển vọng ngành điện

- Theo dự thảo QHĐ8 bản T4/2022, điện khí và NLTT tiếp tục là trọng tâm trong khi kỷ nguyên điện than có thể đến hồi kết thúc khi ngừng phát triển từ năm 2030.
- Chúng tôi tin vào sự phục hồi mạnh mẽ của nhiệt điện năm 2022 sau khi giảm mạnh năm 2021, và thủy điện có thể vẫn duy trì vị thế lý tưởng nhờ pha La Nina.
- Chúng tôi lựa chọn **POW**, **NT2** và **REE** là cổ phiếu ưa thích.

Nhu cầu tăng hỗ trợ kết quả sản lượng tích cực giữa các nguồn năng lượng

Trong Q1/22, tổng sản lượng điện tăng 7,8% svck lên 63,03 tỷ kWh, do hoạt động sản xuất kinh doanh phục hồi hậu Covid. Sản lượng điện khí đạt 7,5 tỷ kWh (+1,6% svck), đóng góp 12% tổng sản lượng, cải thiện 3,5 điểm % từ mức khiêm tốn nửa cuối 2021. Thủy điện ghi nhận sản lượng tăng 18,9% svck lên 16,48 tỷ kWh nhờ pha La Nina kéo dài. Sản lượng điện than giảm 4,6% svck do tình trạng thiếu than trong Q1/22. Sản lượng điện NLTT tăng 28,4% svck lên 10,01 tỷ kWh nhờ nguồn điện gió 3.980MW đi vào vận hành từ T11/21.

Dự thảo mới hướng tới một quá trình chuyển đổi năng lượng mạnh mẽ

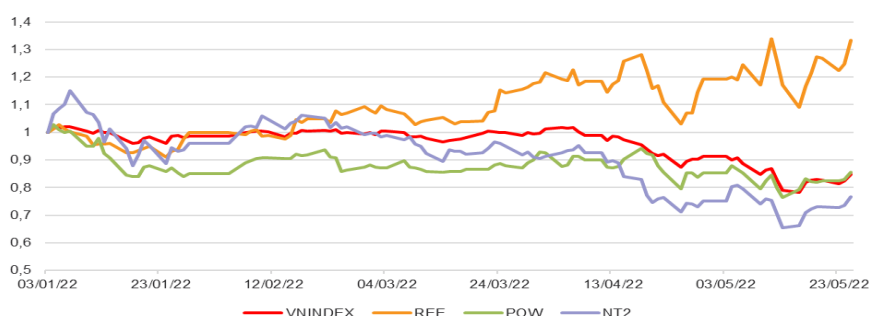
Sau 4 bản dự thảo QHĐ8, đã có những thay đổi lớn trong cơ cấu phát triển nguồn điện. Đặc biệt, bản sửa đổi mới nhất nhấn mạnh vào quá trình chuyển đổi năng lượng sạch mạnh mẽ để đáp ứng cam kết "net zero" của Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng vào sự gia tăng đáng kể của điện năng lượng tái tạo (NLTT) trong dài hạn và ưa thích các công ty có dự án đang triển khai. Chúng tôi kỳ vọng vào cơ chế giá điện mới sẽ tiếp tục hấp dẫn trong thời gian tới.

Triển vọng ngành điện 2022 và cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí sẽ tăng trở lại trong 2022 từ mức nền thấp 2021, nhờ sự nhu cầu điện phục hồi mạnh mẽ, và chúng tôi tin rằng **POW** và **NT2** sẽ hưởng lợi từ xu hướng này. Chúng tôi đánh giá việc thiếu than chỉ là rủi ro ngắn hạn, do đó sản lượng điện than cũng sẽ hưởng lợi từ nhu cầu phục hồi và giá bán trung bình cao hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh. Chúng tôi kỳ vọng vào một năm tiếp tục tích cực của thủy điện nhờ pha La Nina sẽ kéo dài đến hết năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng về tốc độ tăng trưởng của năng lượng này sau khi đã tăng mạnh trong năm 2021. Do đó, chúng tôi đánh giá REE là ứng viên nặng ký với danh mục thủy điện dày đặc và có dự án thủy điện mới đi vào hoạt động.

Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) Tiêu thụ điện phục hồi chậm hơn dự đoán, 2) Tình trạng giá nhiên liệu đầu vào áp lực lên các nhà máy nhiệt điện, 3) Điều kiện thời tiết thủy điện có thể thay đổi trong dự báo tiếp theo.

Hình 1: Diễn biến giá các cổ phiếu khuyến nghị so với VN-Index từ đầu năm tới nay (tham chiếu 31/12/2021 = 1)



Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

NHỮNG ĐIỂM CHÍNH NGÀNH ĐIỆN Q1/22

Sản lượng tiêu thụ điện phục hồi trong Q1/22

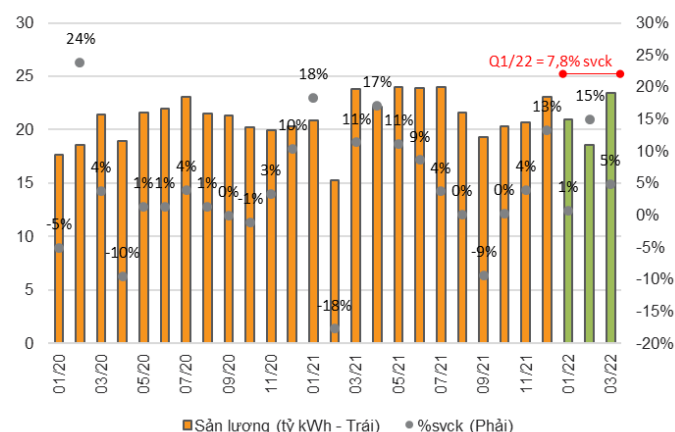
Theo thông cáo từ EVN, tổng sản lượng điện tiêu thụ đạt 63,03 tỷ kWh, tăng 7,8% svck. Mặc dù vẫn có sự bùng nổ các ca nhiễm Covid-19 vào đầu năm 2022, việc nới lỏng chính sách giãn cách đã dần cải thiện nhu cầu điện khi các hoạt động sản xuất kinh doanh được khôi phục. Mức tăng 7,8% svck trong Q1/22 tuy không đạt kỳ vọng 8,5% theo kịch bản cơ sở được ghi nhận trong dự thảo Quy hoạch điện 8 (QHĐ8), tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng vào tốc độ tăng trưởng cao hơn thời gian tới, đặc biệt trong giai đoạn thời tiết nắng nóng với phụ tải điện dự báo tăng mạnh.

Điện khí được huy động với sản lượng cao hơn do tình trạng thiếu than trong Q1/22 (Đơn vị: %)

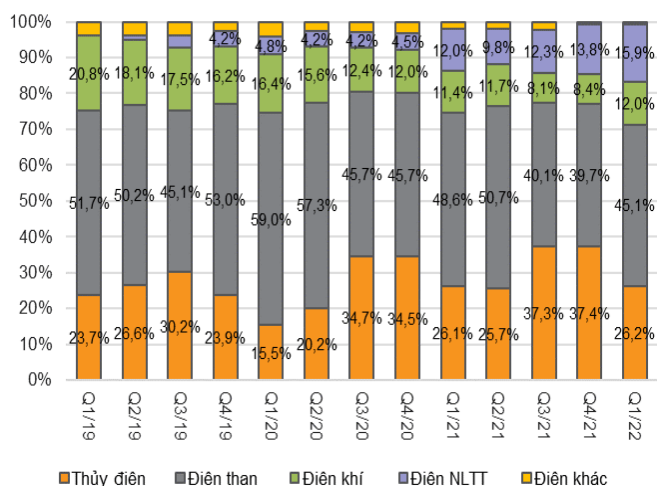
Trong Q1/22, thủy điện tiếp tục huy động với tỷ trọng cao, đạt 26,2% tổng sản lượng, tăng nhẹ so với mức 26,1% trong Q1/21 nhưng thấp hơn Q4/21 do thời tiết quý 1, thủy điện phải tích nước để phục vụ mùa hè. Sản lượng điện than ghi nhận sự cải thiện sv nửa cuối 2021 với tỷ trọng chiếm 45,1% tổng sản lượng nhưng thấp hơn 3,5 điểm % so với Q1/21 do thiếu hụt than gần đây. Điện khí bắt đầu huy động với tỷ lệ cao hơn đạt 12% (+0,6 điểm % svck) và cao hơn nhiều so với nửa cuối năm 2021 nhờ nhu cầu điện phục hồi và sản lượng điện than thấp. Điện NLTT ghi nhận xu hướng tăng tỷ trọng sản lượng nhờ 3.980MW điện gió bổ sung. Ngoài ra, tỷ lệ cắt giảm công suất điện mặt trời cũng giảm trong Q1/22, giúp NLTT được huy động ở mức cao hơn.

Giá điện toàn phần (FMP) trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) phục hồi từ đầu năm 2022 (Đơn vị: đ/kWh)

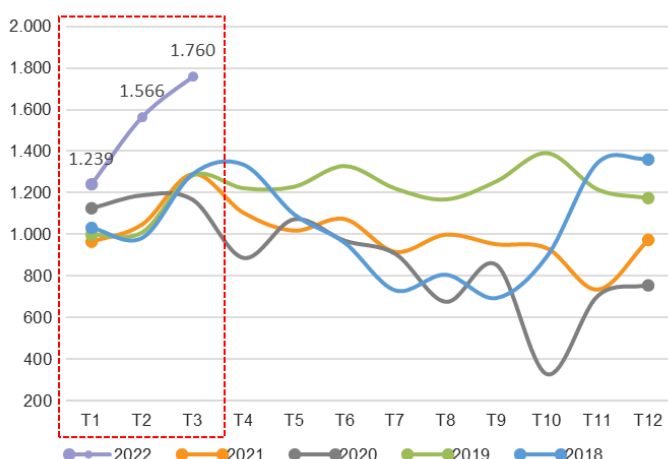
Giá điện toàn phần trong Q1/22 trên thị trường phát điện cạnh tranh đạt mức trung bình 1.521 đồng/kWh, cao hơn 38% svck, trong đó, giá điện toàn phần ghi nhận xu hướng tăng từ 1.239 đồng/kWh vào ngày 22 tháng 1 lên 1.760 đồng/kWh trong tháng 3 nhờ mức huy động cao hơn từ điện khí với giá bán bình quân cao hơn. Ngày 22 tháng 1, Cục Điều tiết Điện lực Việt Nam (ERAV) đã phê duyệt kế hoạch vận hành thị trường điện năm 2022, trong đó, mức trần của giá điện năng thị trường điện (SMP cap) là 1.602,3 đồng/kWh, cao hơn 6,5% so với kế hoạch năm 2021. Tỷ trọng quy định của Qm đối với nhiệt điện là 20%, thủy điện là 10%, tương tự như tỷ lệ năm ngoái.



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH



Nguồn: GENCO3, VNDIRECT RESEARCH



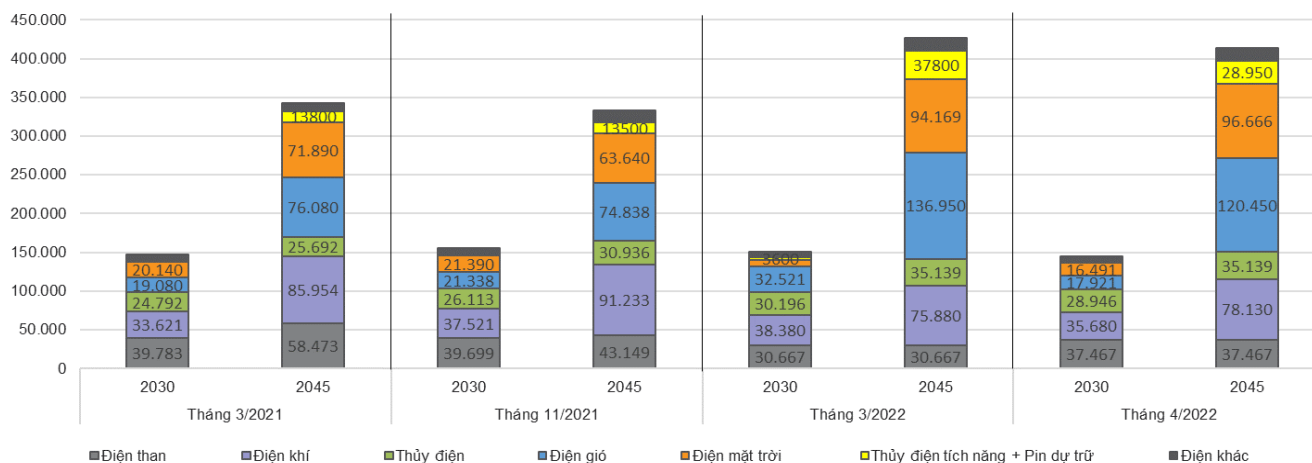
Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

NHU CẦU TĂNG CAO CÙNG CỐ TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN

Dự thảo QHĐ8 mới đặt trọng tâm vào chuyển đổi năng lượng sạch mạnh mẽ để đáp ứng cam kết "net zero" của Việt Nam

Sau bốn bản chỉnh sửa, đã có nhiều thay đổi trong quy hoạch nguồn điện

Hình 5: Đã có những sự thay đổi trong cơ cấu nguồn điện sau bốn bản dự thảo quy hoạch điện 8 (Đơn vị: MW, QHĐ 8 phương án phụ tải cao)



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Sau bốn bản chỉnh sửa dự thảo QHĐ8, đã có những thay đổi lớn trong quy hoạch phát triển nguồn điện. Đặc biệt, dưới sự chỉ đạo của Chính phủ và Bộ Công Thương, đơn vị tư vấn đã tính toán và cập nhật QHĐ8 để thực hiện cam kết phát thải ròng bằng không của Việt Nam tại hội nghị COP 26:

- Nhìn chung, tổng công suất ghi nhận sự thay đổi không đáng kể từ 147.522MW trong bản T3/21 xuống 145.185MW trong bản T4/22. Tuy nhiên, với quyết tâm chuyển đổi năng lượng mạnh mẽ trong dự thảo mới nhất, tổng công suất trong năm 2045 cao hơn 20% so với dự thảo trước đó và đạt 413.054MW (kịch bản phụ tải cao). Để cân bằng xu hướng chuyển đổi xanh và tỷ lệ dự phòng đủ đầy cho hệ thống điện, bên cạnh việc tăng cường điện NLTT, dự thảo mới cũng bổ sung tăng các nguồn năng lượng thủy điện tích năng và pin lưu trữ để đáp ứng tính linh hoạt cho hệ thống.
- Kế hoạch phát triển **thủy điện** không có nhiều sự thay đổi; nhìn chung, trong cả bốn bản sửa đổi, thủy điện sẽ chiếm khoảng 19,8% tổng công suất vào năm 2030 và sau đó giảm xuống còn 9,1% vào năm 2045 khi tiềm năng được đánh giá đã gần khai thác hết.
- Khác với các dự thảo trước đây, dự thảo mới nhất sẽ ngừng phát triển **điện than** sau năm 2030. Tổng công suất điện than sẽ đạt 37.467MW, với tỷ trọng giảm từ 25,7% xuống còn 9,7% tổng công suất trong giai đoạn 2030-45. Hiện tại, sẽ khó để thu hồi các dự án nhiệt điện đã được phê duyệt thông qua các thủ tục đầu tư do vướng mắc về pháp lý. Tuy nhiên, chính phủ đã đưa ra lộ trình rõ ràng để giảm lượng khí thải than, trong đó, sau 20 năm hoạt động, các nhà máy điện than sẽ phải chuyển dần sang đốt kèm nhiên liệu sinh khối hoặc metan.
- Điện khí** duy trì vị thế mũi nhọn trong giai đoạn 2030-45 với tỷ trọng công suất dự kiến lần lượt là 26,7% và 18,9% tổng công suất trong giai đoạn 2030-45. Giống như điện than, để đáp ứng các cam kết tại hội nghị COP26 của Việt Nam, các nhà máy điện khí mới phải dần chuyển

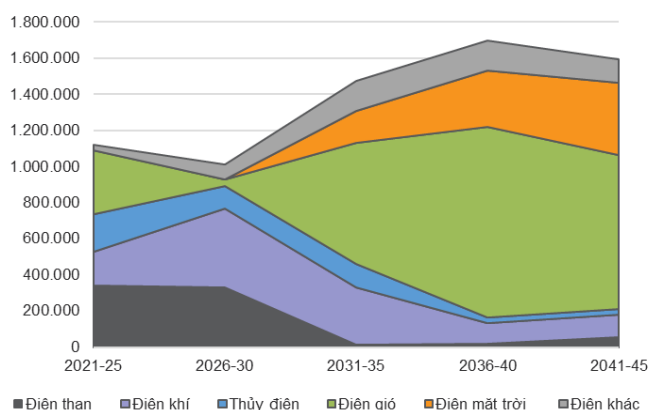
đổi sang hydrogen (hoặc nâng cao tỷ lệ đốt kèm hydrogen) sau 20 năm hoạt động.

- Tỷ trọng công suất **điện NLTT** đã có những điều chỉnh tích cực, đặc biệt là điện gió. Mặc dù công suất thấp hơn vào năm 2030 so với phiên trước, công suất điện gió năm 2045 trong bản dự thảo mới cao hơn 57% so với phiên tháng 3, đạt 120.450MW. Điện mặt trời sau khi chậm lại vào năm 2030 sẽ bắt đầu tăng trở lại từ 2031. Đặc biệt, tổng công suất điện mặt trời năm 2045 trong dự thảo mới cao hơn 35% so với phiên tháng 3/2021 và đạt 96.666MW, chiếm 23% tổng công suất điện.

Theo kịch bản chuyển đổi năng lượng, áp lực tài chính trở nên lớn hơn để đáp ứng đủ nhu cầu phát triển nguồn điện

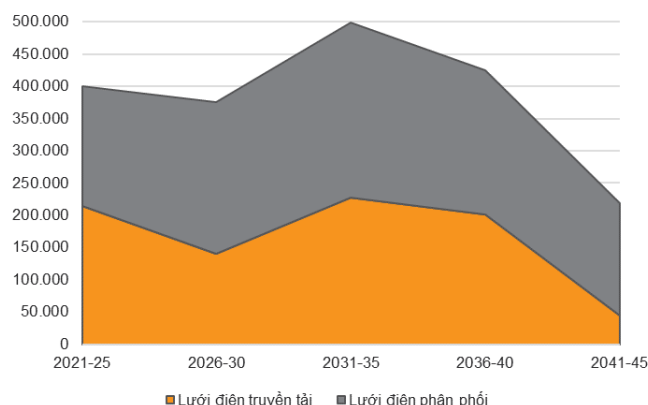
So với các kịch bản cũ, kịch bản mới sẽ cắt giảm đáng kể nhập khẩu nhiên liệu hóa thạch, tăng cường cung cấp điện và giảm thiểu gánh nặng nhập khẩu điện. Tuy nhiên, kịch bản chuyển đổi năng lượng sẽ làm tăng chi phí đầu tư hệ thống điện khoảng 25-32% trong giai đoạn 2021-45, tùy thuộc vào từng kịch bản phụ tải. Theo quan điểm của chúng tôi, dự thảo QHĐ8 mới đã đưa ra một kế hoạch "đủ và xanh", nhưng có thể sẽ khó thực hiện hơn bản Quy hoạch điện 7 sửa đổi với sự phát triển mạnh mẽ của điện khí và điện NLTT, trong khi tính khả thi của công nghệ hydro, amoniac của các nhà máy nhiệt điện vẫn đang được nghiên cứu.

Hình 6: Dự báo nhu cầu vốn cho phương án chuyển đổi năng lượng sạch mạnh mẽ (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Dự báo nhu cầu vốn phát triển lưới điện truyền tải theo phương án chuyển đổi năng lượng mạnh mẽ (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Trong đó, tổng nhu cầu đầu tư cho nguồn điện đạt 1,12 triệu tỷ đồng trong giai đoạn 2021-25 và 1,012 triệu tỷ đồng trong giai đoạn 2026-30, phân bổ chủ yếu cho nhiệt điện (33% cho điện than và 43% cho điện khí). Tuy nhiên, điện than sẽ ngừng phát triển sau năm 2030 và nguồn vốn chính sẽ được sử dụng cho các công nghệ chuyển đổi nhiên liệu đốt (metan và amoniac). Từ giai đoạn 2031-35, nhu cầu vốn sẽ đạt 1,474 triệu tỷ đồng sau đó tiếp tục tăng lên 1,697 triệu tỷ đồng và 1,592 triệu tỷ đồng trong giai đoạn 2036-40 và 2041-45, do sự xuất hiện của điện NLTT. Đặc biệt, sau khi chững lại từ giai đoạn 2021-30, điện mặt trời sẽ trở lại tốc độ phát triển với nhu cầu đầu tư ngày càng tăng, lần lượt chiếm 12%/18%/25% trong giai đoạn 2031-35/2036-40/2041-45. Điện gió dự kiến sẽ chiếm tỷ trọng vốn cao nhất trong giai đoạn 2031-45, trong đó, tổng nhu cầu vốn sẽ lần lượt đạt 46% và 53% trong giai đoạn 2031-35 và 2041-45.

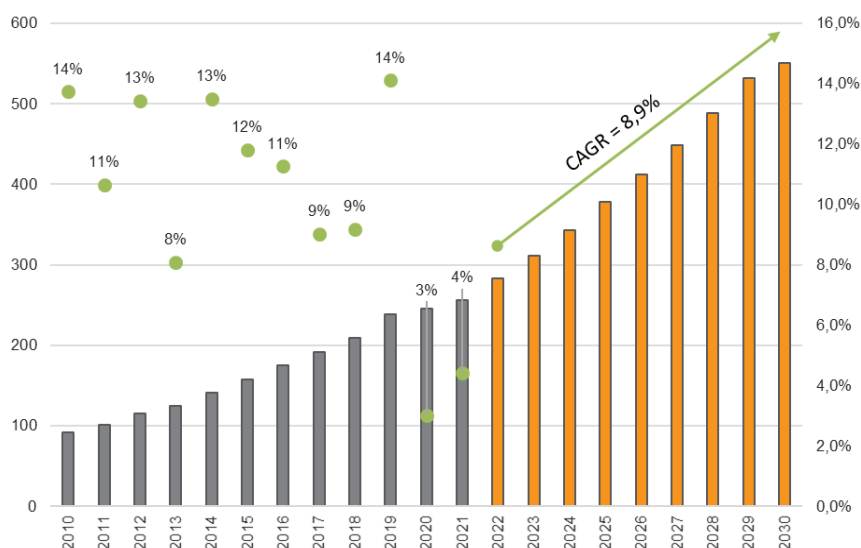
Bên cạnh đó, nhu cầu vốn cho phát triển lưới điện chiếm khoảng 20-25% tổng vốn đầu tư ngành điện trong giai đoạn 2031-2045. Trong đó, tổng nhu cầu vốn cho lưới điện đạt 399 nghìn tỷ đồng và 425 nghìn tỷ đồng trong các giai đoạn

2021-2025 và 2036-40 và phân bổ đều cho lưới điện truyền tải và lưới điện phân phối.

Dự báo nhu cầu điện tăng trưởng mạnh mẽ tiếp tục củng cố triển vọng ngành điện

Tiêu thụ điện dự kiến sẽ tăng mạnh sau hai năm đạt kết quả khiêm tốn 2020-21 khi nền kinh tế Việt Nam quay trở lại đà tăng trưởng mạnh. Miền Bắc được dự báo có nguy cơ thiếu điện do phụ tải điện cao trong mùa nắng nóng, cùng với sự thiếu hụt nguồn cung than cho hơn 3.000MW các nhà máy nhiệt điện trong thời gian gần đây. Theo kịch bản cơ sở, dự thảo Quy hoạch điện (QHD8) ước tính tốc độ tăng trưởng kép tiêu thụ điện đạt 8,9% trong giai đoạn 2021-30 (9,5% cho kịch bản phụ tải cao), và chúng tôi tin rằng đây là động lực để ngành điện tiếp tục tăng trưởng cùng với kỳ vọng kinh tế Việt Nam phục hồi nhanh trong những năm tới.

Hình 8: Nhu cầu tiêu thụ điện kỳ vọng đạt tăng trưởng kép 8,9% trong giai đoạn 2022-30 (đơn vị: tỷ kWh)



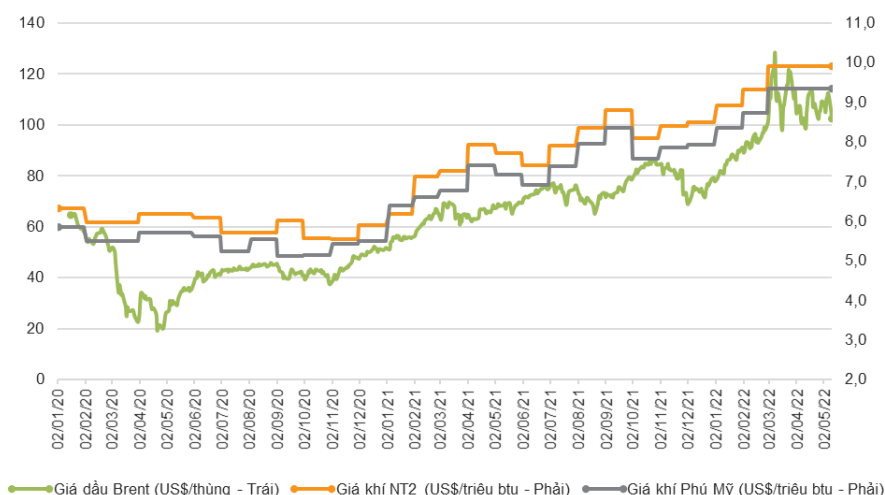
Nguồn: Dự thảo QHD8, VNDIRECT RESEARCH

Cùng với một thực tế là nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến sẽ tăng mạnh trong những năm tới, việc phát triển một hệ thống điện phù hợp để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng là rất quan trọng. Hiện tại, do 1) thủy điện đã dần cạn kiệt tiềm năng khai thác (hiện đạt 91% tổng tiềm năng và chỉ còn dư địa cho thủy điện nhỏ (<30MW) phát triển); 2) điện than phải đối mặt với những khó khăn tài chính đầy thách thức do tác động tiêu cực đến môi trường, trong khi một số nhà đầu tư đã rút lui khỏi nguồn năng lượng này do cam kết toàn cầu về cắt giảm khí thải tại hội nghị COP26 gần đây. Do đó, năng lượng tái tạo (NLTT) nhận được sự quan tâm rất lớn do tính chất sạch và tiềm năng tăng trưởng công suất lớn của nước ta. Tuy nhiên, do tính không ổn định và hệ số công suất thấp do phụ thuộc vào thời tiết nên việc phát triển thêm nguồn điện nền như điện khí là điều cần thiết để hỗ trợ hệ thống điện một cách đầy đủ.

Điện khí sẽ phục hồi từ mức nền thấp từ năm 2022 trở đi

Chúng tôi giữ quan điểm về khả năng phục hồi của điện khí đốt năm 2022 sau kết quả khả quan của nguồn điện này trong Q1/22

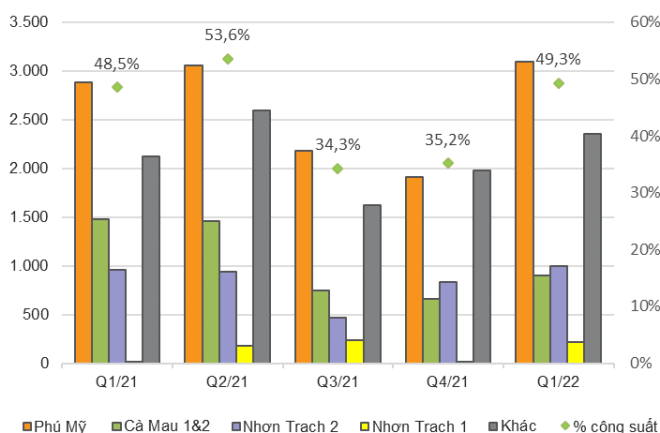
Hình 9: Giá khí tiếp tục tăng cao trong năm Q1/22 do ảnh hưởng từ xung đột Nga - Ukraine



Nguồn: GENCO3, VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

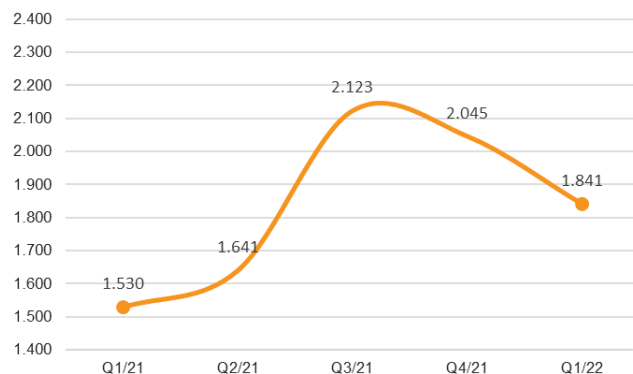
Giá dầu Brent ghi nhận xu hướng tăng từ năm 2020 và vượt ngưỡng 100 USD/thùng vào năm 2022 do ảnh hưởng địa chính trị của xung đột Ukraine - Nga. Do giá khí trong nước Việt Nam được neo theo giá dầu Singapore Platts và biến động cùng chiều với giá dầu Brent, các nhà máy điện khí lớn ở Việt Nam, bao gồm Nhơn Trạch 2 (750MW) và cụm nhà máy Phú Mỹ (2.540MW) đều đã ghi nhận mức giá khí tăng tương ứng. Cụ thể, giá khí NT2 đã tăng 66% svck từ 5,9USD/triệu BTU trong ngày 21 tháng 3 lên 9,8USD/triệu BTU trong T3/22. Phú Mỹ cũng ghi nhận xu hướng tương tự khi giá khí tăng mạnh từ 5,5USD/triệu BTU lên 9,3USD/triệu BTU (+69%).

Hình 10: Sản lượng điện khí ghi nhận kết quả tốt trong Q1/22 nhờ nhu cầu phục hồi và nguồn điện than thiếu hụt (Đơn vị: triệu kWh)



Nguồn: Báo cáo công ty, EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Đột tăng giá khí vừa qua ảnh hưởng mạnh lên giá điện bình quân tăng từ Q1/21 (Đơn vị: đ/kWh)



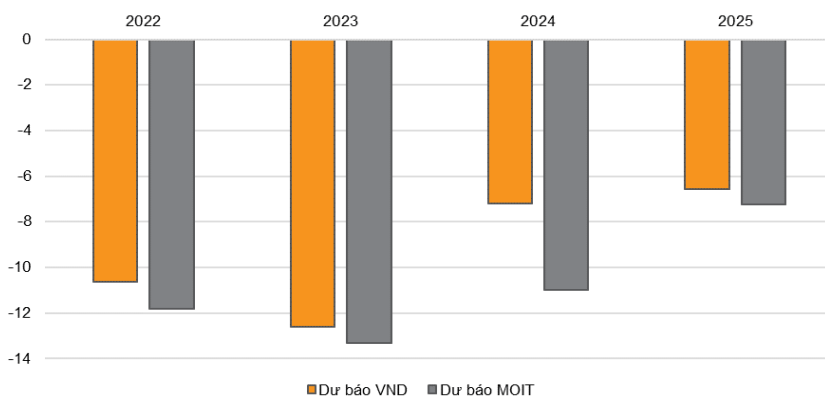
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Giá khí tăng cao đã ảnh hưởng lớn đến việc huy động sản lượng điện khí do giá bán bình quân (ASP) tăng đột biến, đặc biệt trong bối cảnh phụ tải điện thấp trong thời gian cách ly nghiêm ngặt vào nửa cuối năm 2021 khi Việt Nam

chịu ảnh hưởng nghiêm trọng của dịch Covid-19, hạn chế đi mức tiêu thụ điện khi hoạt động sản xuất kinh doanh ảm đạm đặc biệt là ở khu vực phía Nam. Tuy nhiên, sản lượng điện khí đã ghi nhận sự phục hồi mạnh trong Q1/22 mặc dù giá bán bình quân đã tăng 20% svck trong Q1/22, cụ thể, tổng sản lượng điện khí tăng 1,7% svck và cao hơn 40% so với Q4/21. Lý giải cho giá khí tăng nhưng giá bán bình quân giảm từ Q3/21 đến Q1/22, do nửa cuối năm 2021, một số nhà máy điện khí ghi nhận sản lượng huy động rất thấp, ảnh hưởng lớn đến hiệu quả hoạt động của nhà máy và phải bù đắp bằng giá bán bình quân cao hơn (có thời điểm đạt 2.500-3.000đồng/kWh). Tuy nhiên, trong Q1/22, một số nhà máy điện khí ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ từ mức sản lượng khiêm tốn trong nửa cuối năm 2021, bao gồm cụm Phú Mỹ, Nhơn Trạch 1&2 và Cà Mau 1&2, làm tăng hiệu quả hoạt động của nhà máy do:

- Sản lượng tiêu thụ điện tăng 7,8% svck trong Q1/22, giúp cho các nhà máy ghi nhận sản lượng huy động cao hơn
- Trong Q1/22, Bộ công thương (MOIT) thông báo về tình trạng thiếu than cho các nhà máy điện, và cảnh báo về rủi ro hiện hữu thiếu điện phục vụ nhu cầu mùa hè. Do đó, các chỉ thị khẩn cấp về huy động nguồn bổ sung 3.700MW các nguồn điện khác, trong đó 1.200MW từ điện khí, đã góp phần trợ giúp cho kết quả tích cực của nguồn điện này.

Hình 12: Tình trạng thiếu điện có khả năng sẽ xảy ra từ 2022 đáng biệt trong mùa hè, chúng tôi kỳ vọng một tỉ lệ huy động cao hơn cho các nhà máy để bắt kịp với nhu cầu sắp tới



Nguồn: GENCO3, VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Chúng tôi tin vào sự phục hồi của các doanh nghiệp điện khí trong năm 2022 sau khi trải qua một năm 2021 ảm đạm với những luận điểm sau:

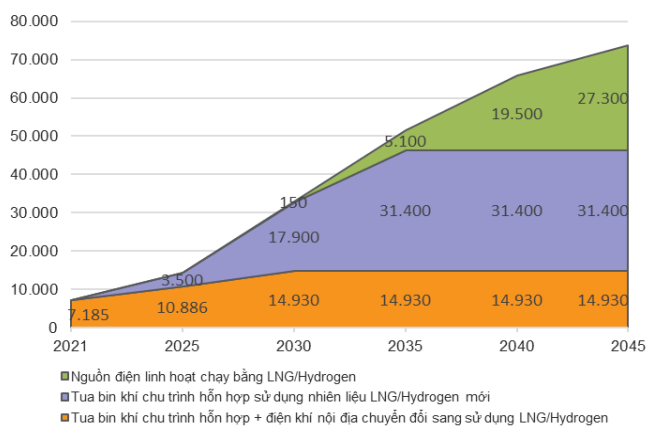
- Chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ ổn định lại ở mức 95-85 USD/thùng trong năm 2022-23, giải tỏa áp lực tiếp tục tăng cho giá khí.
- Điện khí đã liên tục ghi nhận mức giảm sản lượng mạnh, đặc biệt là trong 2 năm dịch Covid 2020-21 và có thời điểm chỉ đạt 8-10% tổng sản lượng huy động, thấp hơn rất nhiều mức trước dịch là 15-20% do giá bán tăng trong bối cảnh phụ tải thấp, ảnh hưởng nặng nề đến khả năng cạnh tranh của nguồn điện này.
- Sản lượng tiêu thụ điện được dự báo sẽ tăng mạnh đặc biệt là trong mùa hè sắp tới, và tốc độ tăng trưởng kỳ vọng sẽ đạt mức kế hoạch 8,9% sau 2 năm ghi nhận tăng trưởng thấp. Bên cạnh đó, những dự báo về rủi ro thiếu điện sẽ là lý do cộng hưởng để kỳ vọng về một mức huy động cao hơn cho các nhà máy điện.

Tuy nhiên, trong năm 2022 EVN quyết định khả năng cao sẽ không tăng giá điện bán lẻ, do những lo ngại lạm phát, đây có thể là một trong những rủi ro giảm kỳ vọng chính cho nguồn điện khí khi giá khí được dự báo sẽ tiếp tục neo cao từ nay đến hết năm.

Điện khí LNG sẽ là một phần khúc trọng tâm trong bản dự thảo QHĐ8 mới

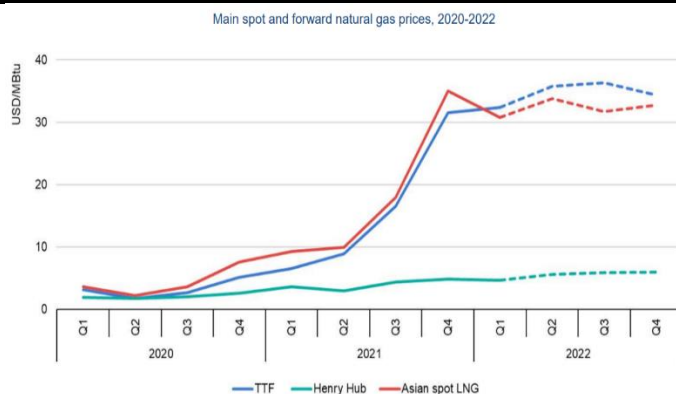
Bên cạnh điện NLTT, dự thảo QHĐ 8 bản mới nhất tiếp tục nhấn mạnh tầm quan trọng của điện khí trong quá trình phát triển nguồn điện của Việt Nam giai đoạn 2020-45. Với việc các mỏ khí nội địa đang dần cạn kiệt, trong khi khí LNG sẽ có xu hướng giảm trong dài hạn, đây sẽ là một cơ hội tốt để Việt Nam tập trung phát triển nguồn điện khí nhập khẩu LNG – nguồn năng lượng mang tính ổn định cao. Theo kịch bản phụ tải cao, tổng công suất điện khí sẽ tăng từ 7.185MW lên 14.386MW từ nay đến 2025 và sẽ chuyển dần sang công nghệ tua bin khí hỗn hợp sử dụng LNG/Hydrogen mới. Từ năm 2035, kế hoạch mới bổ sung thêm 5.100MW nguồn điện linh hoạt chạy LNG/Hydrogen. Tổng quan, tổng công suất điện khí sẽ ghi nhận mức tăng trưởng kép 10,6% và đạt 73.630MW trong 2045. Đáng chú ý, các nhà máy điện khí sẽ dần chuyển sang đốt kèm hoặc đốt toàn phần các nguồn năng lượng thay thế sạch hơn như hydrogen sau 20 năm hoạt động, để có thể đảm bảo được những cam kết phát thải ròng bằng “0” trong hội nghị COP26 vừa qua.

Hình 13: Theo bản điều hành T4 QHĐ 8, công suất điện khí sẽ tăng trưởng kép 8% trong 2021-45 (Đơn vị: MW)



Nguồn: Báo cáo công ty, EVN, VNDIRECT RESEARCH

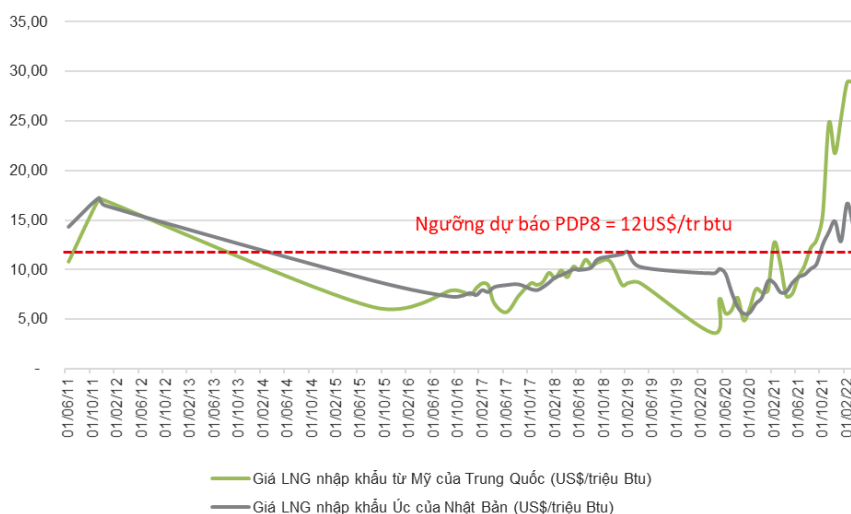
Hình 14: IEA dự báo giá khí thế giới sẽ tiếp tục neo cao đến hết năm 2022



Nguồn: IEA, VNDIRECT RESEARCH

Theo báo cáo giá khí tháng 4/22 của IEA, giá khí sẽ tiếp tục neo ở mức cao đến hết năm. Trong đó, giá khí LNG Châu Á dự báo đạt 32 USD /triệu BTU và giá khí tự nhiên của Mỹ Henry Hub sẽ đạt 5,5 USD /triệu BTU trong 2022. Những ảnh hưởng khó lường từ nguồn cung từ Nga và nhu cầu tích trữ tồn kho của thế giới sẽ là yếu tố mạnh mẽ để giữ giá khí neo cao trong năm nay. Mặc dù hiện tại chưa có những thông tin cụ thể về nhà phân phối LNG cho Việt Nam, PVN hiện đang làm việc và đã hoàn thiện hợp đồng khung với nhiều đơn vị phân phối LNG đến từ nhiều khu vực như Châu Á – Thái Bình Dương, Châu Mỹ và Trung đông để đa dạng hóa chuỗi nhập khẩu, doanh nghiệp dự kiến sẽ bắt đầu nhập LNG từ năm 2023 tùy theo tình hình giá LNG thế giới. Chúng tôi đánh giá việc giá khí LNG tăng cao sẽ rầy lên những lo ngại về tính khả thi tài chính cho các dự án điện khí sắp tới của Việt Nam. Theo những đánh giá của chuyên gia Hiệp hội Năng lượng Việt Nam, để giá bán điện ở mức 8 đến 9 cents/kWh theo kế hoạch, giá khí LNG đầu vào sẽ giao động ở mức 12 USD/triệu BTU. Tuy nhiên, với mức giá khí đạt 30-40 USD/triệu BTU như hiện nay, giá điện sẽ không thể thấp hơn 15 cents/kWh, một mức chưa thể bán cho EVN trong tương lai gần.

Hình 15: Tình hình giá khí LNG tăng cao gây ra những lo ngại về tính khả thi tài chính cho các dự án điện khí LNG sắp tới



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên, trong dài hạn hơn, chúng tôi kỳ vọng giá khí sẽ quay trở lại vùng giá hợp lý khi nguồn cung phục hồi và tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng được cải thiện. Chúng tôi vẫn tin rằng điện khí đóng vai trò quan trọng trong mục tiêu và định hướng phát triển nguồn điện của Việt Nam, và cụ thể điện khí LNG sẽ ghi nhận xu hướng đi đầu, với Nhơn Trạch 3&4 sẽ là nhà tiên phong – dự án điện khí LNG đầu tiên tại Việt Nam. Nhờ tính ổn định và phát thải thấp hơn điện than, chúng tôi tin rằng điện khí LNG sẽ dần được ưu tiên huy động với một mức sản lượng tích cực, và các nhà đầu tư điện khí sẽ được hưởng lợi trong dài hạn. Theo quan điểm của chúng tôi, POW là một doanh nghiệp niêm yết trên sàn được hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng phát triển điện khí LNG với hai nhà máy đang trong quá trình xây dựng và dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ 2024-25.

Hình 16: Các dự án điện khí nổi bật trong QHĐ8

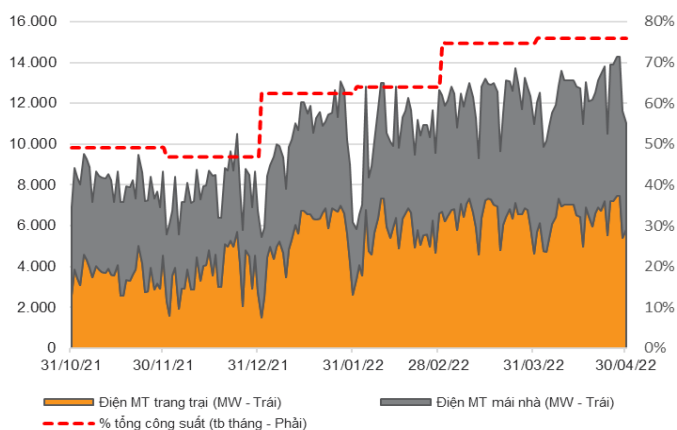
Dự án	Vị Trí	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (tr USD)	Tiến độ theo QHĐ7 điều chỉnh	Nhà đầu tư	Ghi chú
Nhơn Trạch 3&4	Đồng Nai	1.600	1.400	2024-25	PVPower	Sử dụng LNG nhập khẩu từ kho cảng Thị Vải
Sơn Mỹ 2 CCGT	Bình Thuận	2.250	4.000	2023-24	AES group	Sử dụng LNG nhập khẩu từ kho cảng Sơn Mỹ. Nhà máy BOT hợp đồng 20 năm.
Sơn Mỹ 1 CCGT	Bình Thuận	2.250		2026-28	EDF, Sojitz, Kyushu, Pacific Group	Sử dụng LNG nhập khẩu từ kho cảng Sơn Mỹ.
TBKHH Bạc Liêu	Bạc Liêu	3.200	4.000	2025-27	Delta Offshore Energy	Nhà Máy điện độc lập (IPP), giá bán dự báo 7UScents/kWh. Giai đoạn 1 800MW, dự kiến hoàn thành năm 2024
Long Sơn (GD1)	BR-VT	1.200	3.780	2025-26	Mitsubishi Corp, General Electric, GTPP	Sử dụng LNG nhập khẩu kho cảng Long Sơn
Cà Ná 1	Ninh Thuận	1.500	3.850	2025-26	Tập đoàn Trung Nam	Đang xây dựng FS
LNG Long An 1&2	Long An	3.000	3.130	Long An 1: 2025-26 Long An 2: 2035	Vinacapital GS Energy Pte.Ltd	Đã phê duyệt đầu tư cho cả 3.000MW
LNG Hải Lăng	Quảng Trị	1.500	2.300	2025-27	T&T Group (VN), Hanwha, Kospo, Kogas (Korea)	Sử dụng LNG nhập khẩu kho cảng Hải Lăng

Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, VNDIRECT RESEARCH

Điện NLTT sở hữu triển vọng lớn trong trung và dài hạn

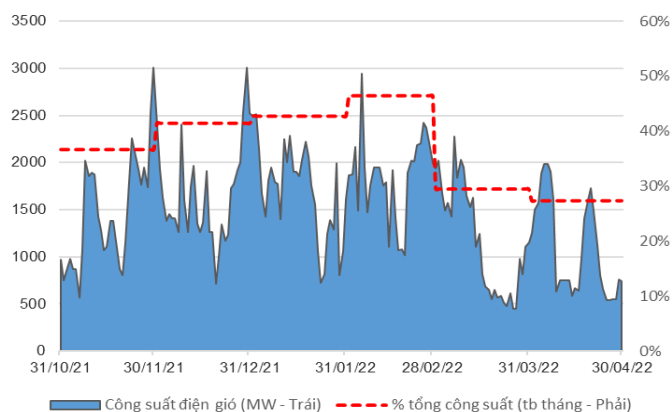
Trong Q1/22, điện mặt trời ghi nhận công suất huy động được cải thiện trong khi điện gió đã thể hiện sự thiếu ổn định của mình

Hình 17: Công suất huy động điện mặt trời được cải thiện trong 4T/22 sau khi chịu cắt giảm mạnh trong nửa cuối 2021



Nguồn: ERAV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Điện gió ghi nhận công suất biến động và đạt tỉ lệ huy động thấp khi bước ra khỏi đợt gió chướng từ tháng 3/2022



Nguồn: ERAV, VNDIRECT RESEARCH

Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (EVN NLDC – A0) đã bước đầu công bố số liệu về công suất huy động theo các loại nguồn bắt đầu từ tháng 10. Theo đó, điện mặt trời được huy động ở mức công suất khiêm tốn trong Q4/21 do bị cắt giảm mạnh với tỷ lệ cắt giảm khoảng 20% trong giai đoạn phụ tải thấp dịch Covid. Tuy nhiên, tình hình đã được cải thiện trong Q1/22 khi điện mặt trời đều được huy động ở mức công suất cao hơn trung bình khoảng 11.400MW (73% tổng công suất) và cao hơn nhiều so với mức trung bình 7.900MW trong Q4/21.

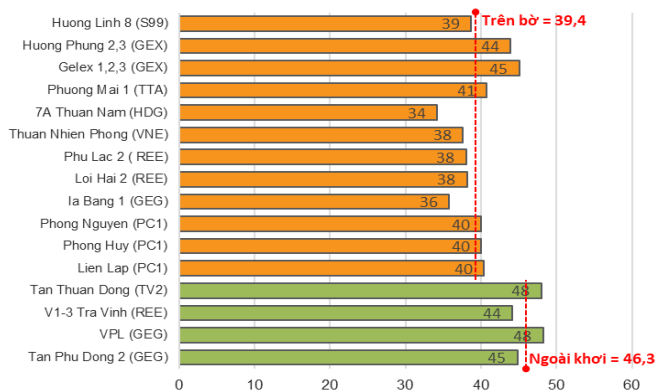
Sau 5 tháng vận hành, đã có những số liệu ban đầu về hiệu quả của điện gió, và nó đã cho thấy những hạn chế khi khả năng huy động và có thời điểm ghi nhận công suất rất khiêm tốn kể cả trong mùa gió chướng – mùa điện gió được hưởng lợi với tốc độ gió cao. Cụ thể, công suất huy động điện gió đạt trung bình 1.500MW trong 5 tháng đi vào hoạt động (38% tổng công suất), và đạt mức cao hơn trong thời gian gió mùa từ cuối tháng 11 đến tháng 2 (cao điểm đạt khoảng 1.700-1.800MW). Tuy nhiên, từ tháng 3, điện gió ghi nhận mức công suất khả dụng thấp, nhiều thời điểm điện gió chỉ đóng góp 200-300MW kể cả trong thời điểm phụ tải cao buổi tối so với tổng công suất gần 4.000MW. Đây là mức đóng góp rất khiêm tốn cho hệ thống khi điện mặt trời “đi ngủ”, và chúng tôi tin rằng sẽ cần nhiều thời gian hơn để thực sự kết luận đầy đủ về hiệu quả của nguồn điện này.

Cuộc đua giá FIT đã kết thúc, và các nhà đầu tư điện NLTT đang chờ đợi một cơ chế mới để khởi động lại một giai đoạn phát triển mới

Cuộc đua giá FIT điện gió đã kết thúc tại 31/10/2021, theo đó EVN thông báo trong tổng số 106 nhà máy điện gió với tổng công suất 5.655MW đã đăng ký hồ sơ COD trước hạn giá FIT, chỉ có 86 nhà máy với tổng công suất 3,980MW đi vào hoạt động, và được hưởng giá FIT ưu đãi. Cụ thể, nhờ COD trước hạn 01/11/2021, các nhà đầu tư điện gió sẽ được hưởng mức giá FIT ưu đãi 8,5UScent/kWh cho điện gió trên bờ và 9,8UScent/kWh cho điện gió ngoài khơi. Nhiều doanh nghiệp lớn trong giai đoạn khó khăn của dịch Covid đã thể hiện được năng lực xây dựng và khẳng định vị thế của mình, nhờ sở hữu các dự án điện gió COD đúng hạn và hưởng FIT ưu đãi. Một vài cái tên nổi bật như REE, GEG, PC1, GEX, nhờ tiếp cận với một danh mục điện gió lớn đã giúp doanh nghiệp đứng vào top 10 doanh nghiệp tái tạo với thị phần công suất lớn

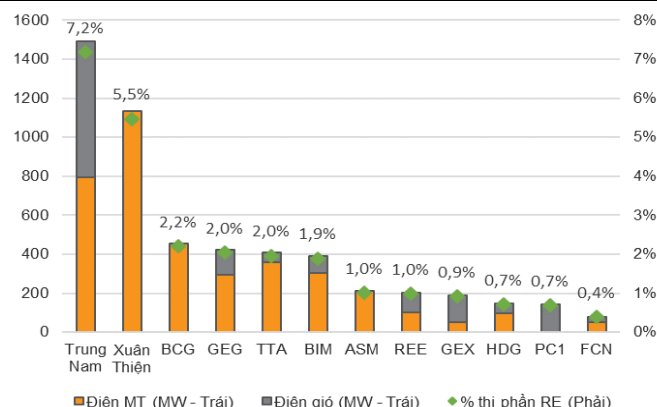
nhất, và chúng tôi kỳ vọng các công ty trên sẽ ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực nhờ sự đóng góp từ các dự án điện gió mới này.

Hình 19: Suất đầu tư các nhà máy điện gió của các công ty niêm yết, COD đúng hạn và được hưởng giá FIT ưu đãi (Đơn vị: tỷ đồng/MW)



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Các doanh nghiệp tận dụng cơ hội với danh mục điện gió lớn đã vượt lên đứng trong top 10 doanh nghiệp NLTT như REE, GEG, GEX

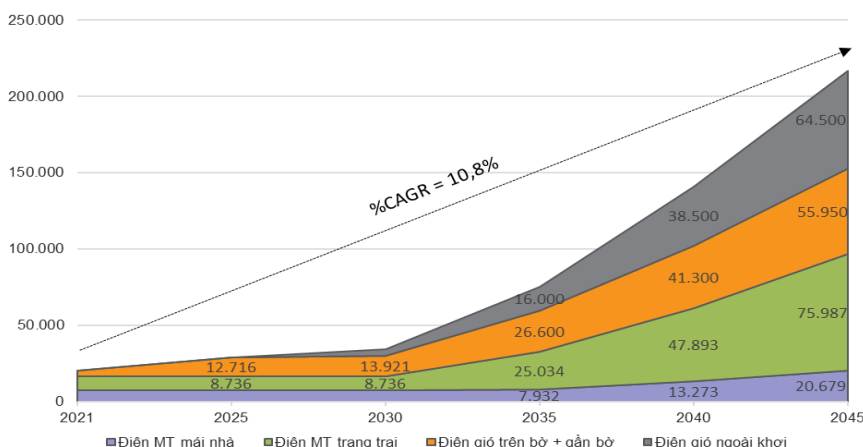


Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Theo quan điểm của chúng tôi, các cơ chế, chính sách hỗ trợ phát triển năng lượng sạch chưa có tính liên tục và đang bị gián đoạn như điện mặt trời bị chậm lại (sau 01/01/2021) và gần đây là điện gió (sau 01/11/2021). Đây cũng là điểm nghẽn cần được khơi thông và chính phủ cần có một hành lang pháp lý thông suốt và liên tục do các cơ chế chính sách áp dụng trong thời gian gần đây chưa mang tính định hướng lâu dài. Do đó, mặc dù đặc đánh giá là nguồn năng lượng quan trọng trong kịch bản chuyển đổi năng lượng mạnh mẽ của Việt Nam, các nhà đầu tư hiện vẫn đang phải chờ đợi một cơ chế chính sách giá mới từ Chính phủ sau khi chính sách giá FIT hết hiệu lực. Với tiềm năng, triển vọng cùng với những định hướng rõ ràng của chính phủ ưu tiên phát triển loại hình điện này, chúng tôi kỳ vọng vào một cơ chế mới sẽ vẫn ưu đãi và dài hạn hơn để khuyến khích các nhà đầu tư tiếp tục đầu tư vào nguồn năng lượng này.

Công suất phát triển điện MT sẽ chậm lại đến 2030 trong khi điện gió kỳ vọng sẽ là mũi nhọn cho phát triển NLTT trong giai đoạn 2022-45

Hình 21: Điện gió trên bờ tiếp tục là mũi nhọn phát triển điện NLTT trong 2022-30. Trong khi đó, điện gió xa bờ và điện mặt trời sẽ bắt đầu tăng tốc trong giai đoạn 2022-45

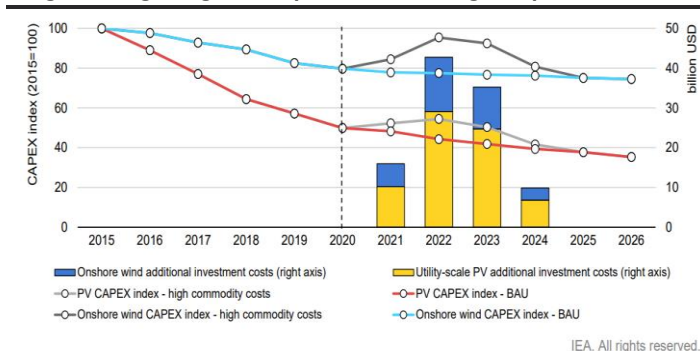


Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, VNDIRECT RESEARCH

Trong giai đoạn 2021-45, điện NLTT sẽ tăng trưởng kép với tốc độ cao nhất các loại hình điện đạt 10,8% từ 20.408MW lên 217.116MW. Tuy nhiên, sau khi phát triển khá ồ ạt trong giai đoạn 2019-20, điện mặt trời sẽ chậm lại trong giai đoạn 2021-30 và sẽ bắt đầu tăng trưởng nhanh từ 16.491MW lên 96.666MW trong giai đoạn 2030-45. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng hiện tại 6.500MW điện mặt trời đã phê duyệt trong QHĐ 7 điều chỉnh hiện chưa được bổ sung vào phương án điều hành của dự thảo QHĐ 8 và đang chờ những kết luận từ Thường trực Chính phủ. Do đó, vẫn có những dự địa để điện mặt trời tiếp tục phát triển trong giai đoạn 2021-30.

Bên cạnh đó, điện gió, bắt đầu từ điện gió trên bờ sẽ trở thành cỗ máy tăng trưởng chính cho công suất điện NLTT trong 2021-30. Cụ thể, công suất điện gió trên bờ sẽ tăng nhanh từ 3.980MW lên gấp ba đạt 13.921MW. Từ năm 2035, sẽ có sự bổ sung 16.000MW điện gió ngoài khơi, đóng góp thêm cho quá trình phát triển rất nhanh của loại hình điện này. Vào năm 2045, dự kiến tổng công suất điện gió đạt 120.450MW, đóng góp 29% tổng công suất nguồn điện cả nước.

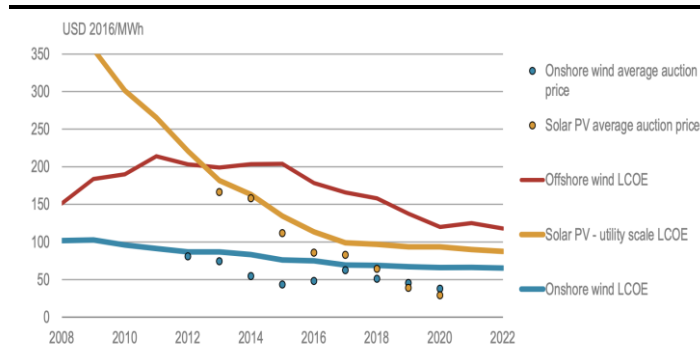
Hình 22: Xu hướng giảm Capex điện NLTT có thể bị gián đoạn do giá hàng hóa tăng trong 2022, dự báo sẽ bắt đầu giảm lại từ 2023



Notes: BAU = business as usual. Onshore wind data exclude China.

Nguồn: IEA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Chi phí quy dẫn (LCOE) điện NLTT cũng có xu hướng giảm từ 2008 đến 2022



Nguồn: IEA, VNDIRECT RESEARCH

Theo đánh giá của IEA trong báo cáo ngành NLTT, việc giá hàng hóa tăng mạnh trong thời gian gần đây có thể sẽ làm gián đoạn đà giảm Capex của nguồn điện NLTT trong năm 2022, do những ảnh hưởng về chi phí xây dựng cao hơn. Tuy nhiên, với nhu cầu và xu thế ưu tiên phát triển năng lượng tái tạo trên toàn cầu, Capex được dự báo sẽ bắt đầu giảm trở lại từ 2023-26 và sẽ tiếp tục giảm trong dài hạn. Bên cạnh đó, chi phí quy dẫn (LCOE) cũng được dự báo sẽ giảm dần, và đây là một thông tin tốt cho các nhà đầu tư điện NLTT trong dài hạn với một chi phí đầu tư hợp lý hơn.

Điện than sẽ là nguồn chạy nền quan trọng trong năm 2022

Chúng tôi kỳ vọng về sự phục hồi sản lượng điện than trong 2022 do nhu cầu tăng cao và những lo ngại về thiếu điện

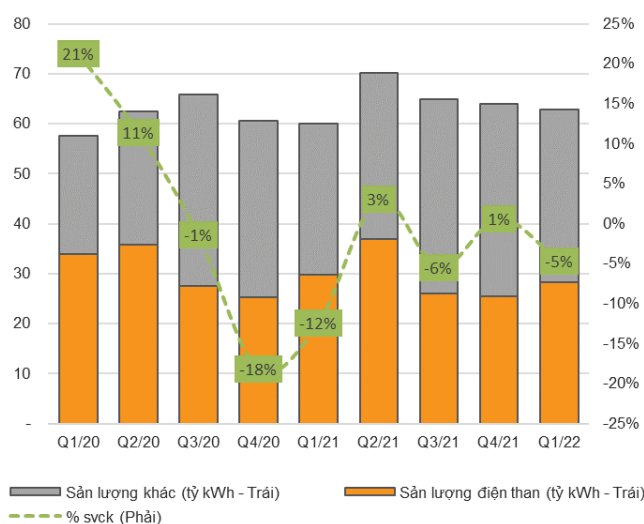
Hình 24: Các doanh nghiệp điện than ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong Q1/22 nhờ hoạt động huy động trên CGM sôi động hơn Q1/21

Doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu Q1/22 (tỷ đồng)	% svck	LNST Q1/22 (tỷ đồng)	%svck
QTP	7.246,80	2.598,17	45%	345,89	195%
DTK	8.671,15	3.225,50	11%	381,74	83%
HND	8.107,00	2.539,43	28%	258,10	2402%
PPC	5.658,82	1.077,40	0%	80,44	-42%
NBP	272,75	150,83	-10%	(2,66)	-350%

Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

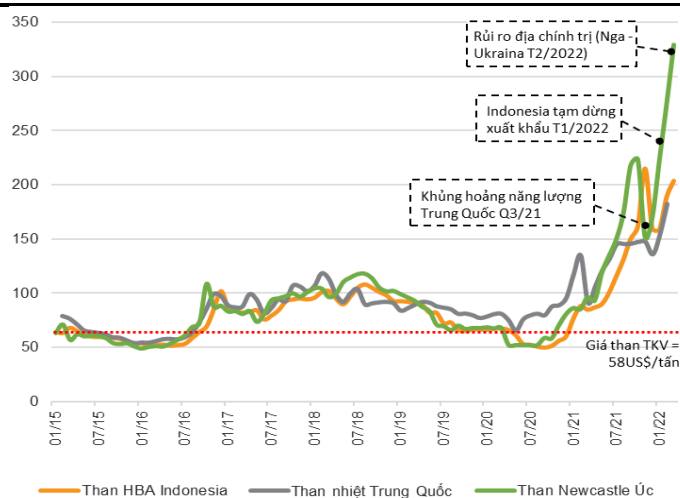
Trong Q1/22, mặc dù có sự cải thiện đáng kể so với 2 quý trước, nhưng sản lượng điện than lại giảm nhẹ 5% svck do tình trạng thiếu hụt than. Theo báo cáo của EVN, căn cứ vào số liệu cập nhật tại ngày 30/03/2022, nguồn cung than cho các nhà máy nhiệt điện của EVN đang thiếu hụt lớn so với lượng đã ký kết ban đầu. Trong Q1/22, tổng lượng than cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện của EVN là 4,49 triệu tấn trên tổng số 5,85 triệu tấn theo hợp đồng đã ký (chỉ đạt 76% tổng kế hoạch). Do thiếu nguồn cung cấp than và lượng tồn kho thấp, một số nhà máy nhiệt điện than đã phải xả hơi. Cụ thể: Nghi Sơn 1, Vũng Áng 1, Vĩnh Tân 2, Duyên Hải 1 chỉ đủ than vận hành 1 tổ máy đạt 60-70% công suất; Nhà máy nhiệt điện Hải Phòng chỉ đủ than vận hành cho 1 trong 4 tổ máy. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh nhà máy điện than vẫn ghi nhận kết quả khả quan nhờ được huy động mạnh mẽ trên thị trường phát điện cạnh tranh khi giá bán bình quân tăng 26% so với cùng kỳ từ 1.200 đồng/kWh lên 1.521 đồng/kWh.

Hình 25: Sản lượng điện than Q1/22 ghi nhận mức giảm 5% svck do tình trạng thiếu than



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Giá than thế giới ghi nhận mức tăng mạnh từ Q3/21 sau một loạt các sự kiện tiêu cực (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Một trong những lý do chính khiến sản lượng than nhiệt nhập khẩu giảm liên quan đến sự gia tăng giá than gần đây do xung đột địa chính trị giữa Ukraine và Nga đã dẫn đến tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng than. Do đó, mặc dù TKV đã mở 4 gói thầu quốc tế mua than nhập khẩu cho Q2/22, nhưng giá than tăng đột biến, cộng với khan hiếm nguồn cung trong bối cảnh căng thẳng Ukraine - Nga, dẫn đến không có đơn vị nào trúng thầu. Hiện giá than quốc tế đã tăng gấp 2-3 lần và cao hơn nhiều so với giá than trong nước là 58 USD/tấn. Tuy nhiên, với sự chỉ đạo quyết liệt của Chính phủ, bằng mọi cách không để xảy ra tình trạng thiếu than nhất là trong mùa nắng nóng sắp tới, TKV và các đơn vị đang nỗ lực tăng cường khai thác trong nước, bù đắp lượng than nhập khẩu thiếu hụt để đảm bảo đủ nguồn than cho các nhà máy điện trong tương lai gần.

Chúng tôi cho rằng tình trạng thiếu than nhiệt điện chỉ là vấn đề trong ngắn hạn, do 1) Số ca mắc bệnh của cán bộ, công nhân TKV đã giảm đáng kể so với quý I khi có thời điểm số ca nhiễm lên tới 40.000, ảnh hưởng lớn đến tốc độ và khả năng khai thác, 2) TKV cam kết đảm bảo bù đắp lượng than cho sản xuất điện trong những tháng tới. Đặc biệt, kết thúc 4T22, TKV có kết quả kinh doanh khả quan, trong đó than cung cấp cho điện là 11,7 triệu tấn, đạt 33% kế hoạch năm, tăng 2% và tăng 300 nghìn tấn svck. Do đó, chúng tôi tin tưởng vào sự phục hồi của điện than nhờ 1) Tăng trưởng tiêu thụ điện dự kiến mạnh mẽ vào năm 2022, 2) Điện than tiếp tục là nguồn điện nền chính giúp cho hệ thống ổn định với giá điện hợp lý, đặc biệt khi điện gió đã có những biểu hiện bất ổn sau 6 tháng đi vào hoạt động.

Triển vọng tốt của thủy điện sẽ kéo dài đến hết năm

Dự báo ENSO mới nhất kỳ vọng 2022 sẽ tiếp tục một năm bội thu đối với thủy điện

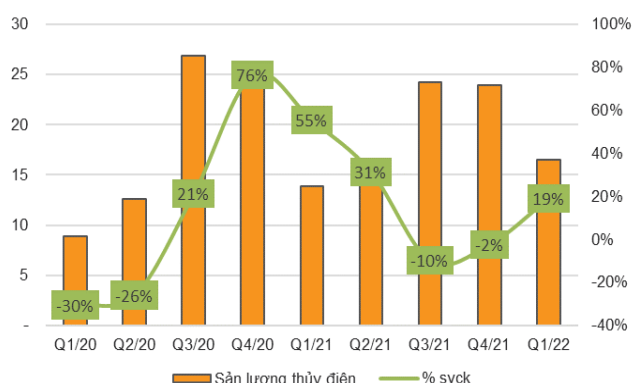
Hình 27: Nhiều doanh nghiệp thủy điện ghi nhận mức tăng mạnh trong Q1/22 nhờ điều kiện thời tiết tiếp tục lý tưởng

Doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu Q1/22 (tỷ đồng)	% svck	LNST Q1/22 (tỷ đồng)	%svck
DNH	17.107,20	784,60	22%	510,67	49%
VSH	6.602,94	808,57	325%	403,85	298%
SBH	4.751,61	131,58	15%	52,77	41%
TMP	4.564,00	235,97	56%	122,48	78%
HNA	3.591,29	215,57	24%	76,02	125%
CHP	3.525,90	208,73	347%	78,08	224%
SHP	2.864,14	138,14	100%	61,48	1560%
AVC	2.701,87	184,37	10%	98,89	12%
TBC	1.892,30	167,47	8%	88,39	18%
S4A	1.413,70	52,66	6%	22,42	40%
GHC	1.270,25	77,66	9%	57,23	92%
SBA	1.208,72	95,20	29%	44,86	57%
SJD	1.186,78	78,88	57%	29,18	106%
BSA	1.071,34	58,74	5%	13,70	272%
ISH	869,90	41,54	76%	12,37	1994%

Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

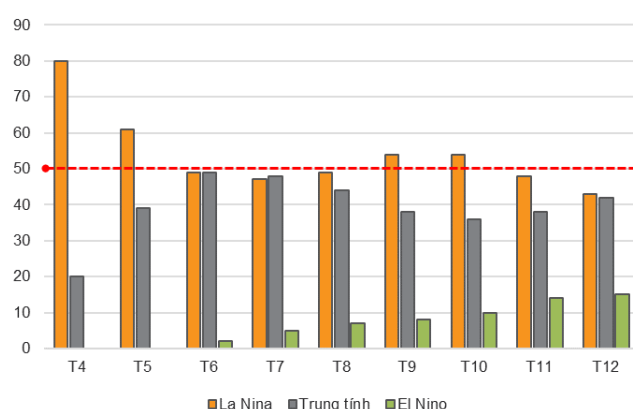
Sản lượng thủy điện trong Q1/22 giảm đáng kể so với 2 quý cuối nửa sau 2021 nhưng tăng 18% svck. Hàng năm, quý I thường là thời điểm thủy điện huy động ít nhất do các nhà máy này (đặc biệt ở miền Bắc) phải tích nước để phục vụ cho nhu cầu phủ tải cao trong mùa nắng nóng. Do đó, A0 sẽ xem xét huy động từ thủy điện ở mức vừa phải. Tuy nhiên, sản lượng thủy điện trong Q1/22 vẫn tăng mạnh, nguyên nhân chủ yếu là do thiếu điện than, buộc A0 phải huy động thêm từ các nguồn khác và thủy điện là một trong số đó. Do vậy, nhiều doanh nghiệp thủy điện đã nắm bắt được tình hình và ghi nhận kết quả lợi nhuận khả quan trong Q1/2022, bao gồm REE, VSH, DNH, SBH.

Hình 28: Sản lượng thủy điện tăng 19% svck nhờ điều kiện thời tiết tốt và nhiệt điện than thiếu hụt (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Theo dự báo mới nhất của IRI về ENSO, pha La Nina có thể kéo dài đến hết 2022 mới xác suất xảy ra lớn nhất



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

Theo dự báo mới nhất của Viện Nghiên cứu Quốc tế (IRI), pha La Nina sẽ kéo dài đến hết năm 2022, với khả năng xảy ra cao nhất trong năm 2022. Pha El Nino cũng được ước tính với khả năng xảy ra thấp nhất. Ở kịch bản thấp hơn,

pha Trung tính sẽ có nhiều tỉ lệ xảy ra hơn và ở pha này vẫn có lợi cho thủy điện. Vì thế:

- Chúng tôi kỳ vọng mảng thủy điện sẽ vẫn được hưởng lợi trong cả năm 2022 do sản lượng huy động cao do thủy điện luôn là nguồn năng lượng rẻ nhất, do đó, A0 luôn cân nhắc huy động từ thủy điện ở mức cao nhất có thể, đặc biệt trong bối cảnh EVN sẽ không tăng bán giá lẻ điện cho năm 2022.
- Với kỳ vọng tích cực về nhu cầu điện tăng nhanh vào năm 2022, cũng như sản lượng nhiệt cao trên huy động trong thị trường phát điện cạnh tranh ở mức giá FMP cao hơn, chúng tôi cho rằng thủy điện sẽ được hưởng lợi với sản lượng Qm (10%) và mức giá rẻ.

Chúng tôi lựa chọn POW, NT2 và REE là cổ phiếu ưa thích

Ngành điện Việt Nam đang trải qua một quá trình chuyển đổi mạnh mẽ do Chính phủ đang cố gắng cân bằng giữa lợi ích kinh tế và bảo vệ môi trường. Với mức tăng trưởng vượt bậc của quá trình chuyển đổi năng lượng trong những năm qua, chúng tôi tin rằng các công ty tập trung đầu tư năng lượng sạch có thể phát triển vượt bậc trong những năm tới. Chúng tôi cho rằng lựa chọn các cổ phiếu phòng thủ có triển vọng tăng trưởng gắn chặt với tăng trưởng kinh tế, như ngành điện, là một lựa chọn an toàn và hợp lý, đặc biệt là trong bối cảnh thị trường biến động mạnh gần đây. Từ năm 2022 trở đi, chúng tôi đang kỳ vọng mức tăng trưởng tiêu thụ điện năng cao hơn nhờ dự báo tốc độ phục hồi kinh tế nhanh chóng khi Việt Nam bước ra khỏi giai đoạn dịch bệnh Covid-19.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí sẽ tăng trở lại kể từ năm 2022 sau khi cắt giảm mạnh vào 2021, cũng với các hoạt động sản xuất phục hồi và nhu cầu điện dự kiến sẽ tăng. Ngoài ra, do khả năng cao xảy ra hiện tượng La Nina, chúng tôi cho rằng thủy điện sẽ duy trì mức huy động sản lượng cao vào năm 2022. Do đó, chúng tôi cho rằng POW, NT2 và REE sẽ hưởng lợi từ xu hướng này. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá khả quan về triển vọng sản lượng điện than trong năm 2022 cao hơn nhờ giá bán trung bình trên thị trường phát điện cạnh tranh cao hơn và nhu cầu tăng đột biến, nhất là ở miền Bắc.

Chúng tôi nhận thấy dòng vốn xanh ESG vào các thị trường mới nổi trong khu vực có sự gia tăng đáng kể. Ngay tại Việt Nam, chúng tôi thấy ESG đang mở rộng đầu tư ở giai đoạn đầu. Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu quan tâm tới các dự án năng lượng tái tạo (RE) và các cổ phiếu phát triển cơ sở hạ tầng NLTT. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng năng lượng tái tạo sẽ đến trong tương lai dài hạn hơn và hiện tại, nhà đầu tư cần một cơ chế giá chuyển tiếp rõ ràng để tiếp tục phát triển nguồn năng lượng này. Chúng tôi kỳ vọng vào một chính sách chuyển tiếp hấp dẫn sẽ tiếp tục mang lại lợi ích cho các nhà đầu tư điện NLTT tiếp tục tham gia vào lĩnh vực này.

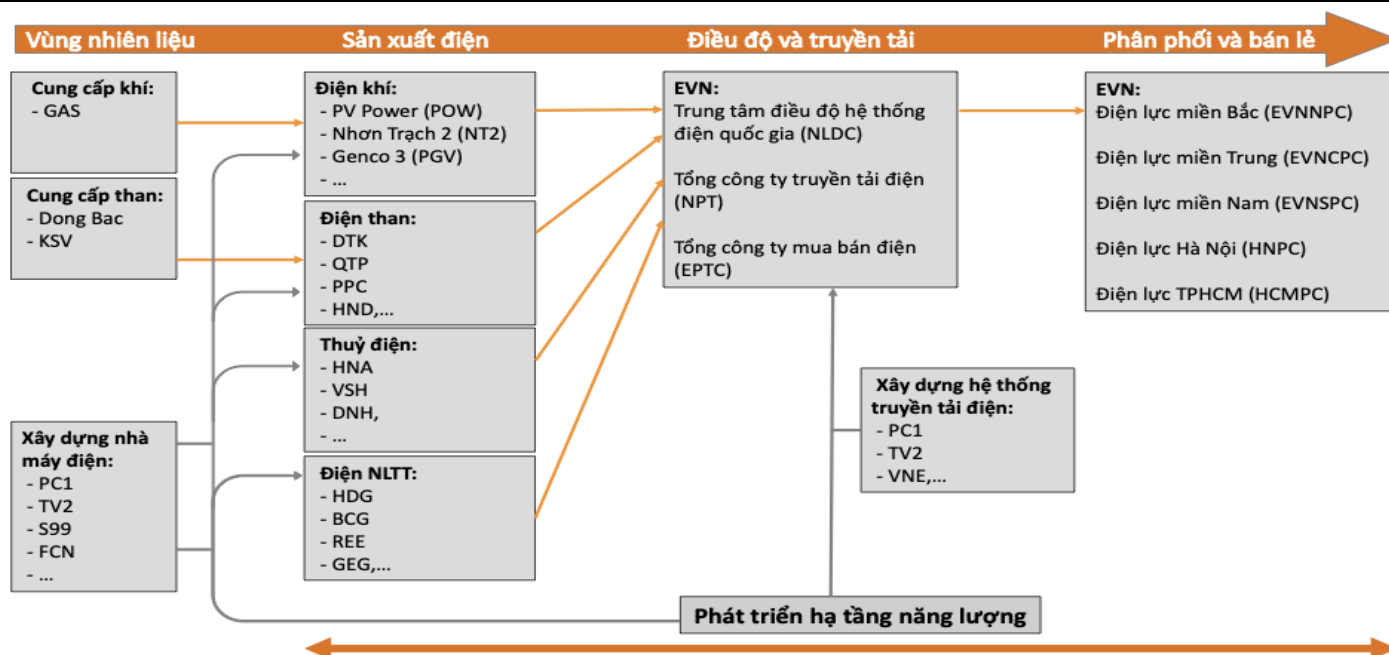
Hình 30: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr US\$	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			TTM	2022	Hiện tại	2022	TTM	2022	TTM	2022
Điện khí													
Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	22.000	29.200	Khả quan	274,0	11,4	11,1	1,5	1,4	5,2	NA	13,1	14,9
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	BTP VN Equity	13.000	NA	KKN	43,6	10,1	NA	0,8	NA	14,3	NA	7,7	NA
Trung bình						10,7	11,1	1,1	NA	9,7	NA	10,4	14,9
Điện Than													
Tổng Công ty Điện lực TKV	DTK VN Equity	NA	NA	KKN	380,1	8,1	NA	1,1	NA	4,7	NA	13,8	NA
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	17.600	NA	KKN	379,8	19,3	NA	1,4	NA	5,4	NA	6,9	NA
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN Equity	16.300	NA	KKN	316,6	12,7	NA	1,2	NA	4,9	NA	9,4	NA
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN Equity	17.400	NA	KKN	240,8	35,3	17,9	1,1	NA	NA	NA	2,8	6,7
Trung bình						18,9	17,9	1,2	NA	5,0	NA	8,2	6,7
Thủy điện													
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	46.350	55.100	Khả quan	407,8	9,0	6,3	2,1	1,1	7,6	NA	25,7	23,4
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN Equity	32.000	NA	KKN	326,3	11,0	NA	1,7	NA	6,9	NA	16,9	NA
CTCP Thủy điện Hòa Na	HNA VN Equity	NA	NA	KKN	156,3	27,6	NA	1,3	NA	8,5	NA	4,8	NA
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC VN Equity	29.050	NA	KKN	79,6	10,6	NA	2,0	NA	5,9	NA	18,5	NA
Trung bình						14,5	14,5	1,8	NA	7,2	NA	16,5	23,4
Điện NLTT													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	21.700	NA	KKN	284,4	18,8	17,3	1,9	1,7	10,6	NA	10,3	NA
CTCP Bamboo Capital	BCG VN Equity	20.200	29.600	Khả quan	438,8	9,2	5,9	1,6	1,4	23,7	NA	19,2	NA
Trung bình						14,0	11,6	1,7	1,6	17,1	NA	14,7	NA
Điện đa ngành													
GENCO 3	PGV VN Equity	29.750	NA	KKN	1.442,5	10,4	NA	1,9	NA	8,2	NA	19,3	NA
PVPower	POW VN Equity	12.950	18.600	Khả quan	1.308,9	15,1	17,3	1,0	1,0	6,2	6,4	6,9	5,9
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN Equity	73.600	85.500	Khả quan	1.158,1	12,5	10,4	2,0	1,7	10,7	9,0	16,7	15,2
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN Equity	33.400	NA	KKN	339,0	10,3	11,3	1,6	1,2	11,5	7,2	16,9	13,3
Trung bình						12,1	13,0	1,6	1,3	9,1	7,5	14,9	11,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg – dữ liệu tại 23/05/2022

Phụ lục

Hình 31: Chuỗi giá trị ngành điện Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường
VND79.100

Giá mục tiêu
VND85.500

Tỷ suất cổ tức
0,37%

Khuyến nghị
KHẢ QUAN

Ngành
Công nghiệp

Ngày 04/05/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

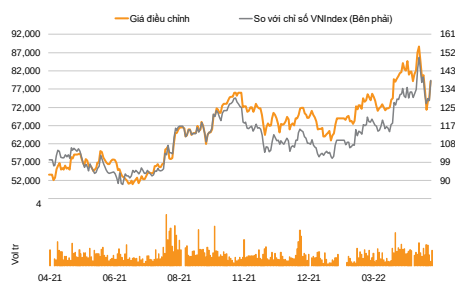
Consensus*: Mua:4 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 16,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ na
➢ na

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	88.600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	51.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	53.350tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	22.870
Free float (%)	38
P/E trượt (x)	12,5
P/B hiện tại (x)	2,0

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Thị Mai Thanh	12,2%
Platinum Victory Pte.Ltd	30,9%
Apollo Asia Fund Ltd	5,9%
Khác	51,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn
www.vndirect.com.vn

Tăng trưởng cao đi cùng sự bền vững

- REE là tập đoàn đa ngành đi đầu với chiến lược phát triển bền vững và đang hưởng lợi theo nhu cầu dịch vụ tiện tích tăng cao của Việt Nam.
- Chúng tôi nhận thấy công ty đang liên tục phát triển và mở rộng danh mục điện NLTT và mảng sẽ đóng góp tích cực cho LN ròng từ 2022.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan 85.500đ/cp.

REE xây dựng 1 danh mục ngành tiện ích với tỷ trọng tăng dần từ NLTT

REE đang sở hữu danh mục các nhà máy điện với tổng công suất ước tính đạt 1.005MW, bao gồm, thủy điện (52,1%), điện than (29,1%), và NLTT (18,8%). Công ty hướng tới mở rộng danh mục điện mặt trời mái nhà lên 500MW trong 2024. Trong 2022, REE đưa vào hoạt động 3 nhà máy điện gió (102MW) vào hoạt động và đây kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng của mảng. Bên cạnh đó, REE sở hữu danh mục nước gồm 4 công ty xử lý và 4 nhà phân phối, mảng dự kiến sẽ có tăng trưởng LN ổn định khoảng 8% svck giai đoạn 2022-23.

Mảng cơ điện lạnh và cho thuê văn phòng sẽ tăng trưởng tốt

Là nhà thầu cơ điện hàng đầu, REE được hưởng lợi từ câu chuyện đầu tư công, hạ tầng mạnh mẽ của Việt Nam. Sau khi giảm mạnh từ đợt dịch năm ngoái, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của mảng cơ điện sẽ tăng 165%/23% svck trong 2022-23 nhờ giá trị backlog ký mới 3.757/4.508 tỷ đồng. Bên cạnh đó, hiện công ty sở hữu 7 tòa nhà cho thuê văn phòng với tỷ lệ lấp đầy cao, và kỳ vọng đóng góp khoảng 22% cho LN ròng của REE trong 2022. Hơn nữa, mảng cho thuê văn phòng sẽ có thể đạt mức tăng trưởng tốt hơn từ 2023 khi E.town 6 đi vào hoạt động.

LN ròng sẽ tăng trưởng ổn định trong 2022-23

Trong Q1/22, doanh thu và LN ròng của REE đạt 2.045 tỷ VND (+72% svck) và 693 tỷ VND (+67% svck) nhờ đóng góp tích cực từ VSH. Trong năm 2022, REE đặt kế hoạch LN ròng thận trọng 2.061 tỷ đồng (+11% svck). Chúng tôi tin rằng LN ròng có thể tăng 18% svck đạt 2.183 tỷ đồng với đóng góp từ 3 nhà máy điện gió, nhà máy điện thủy điện thượng Kon Tum và mảng cơ điện phục hồi mạnh mẽ, bù đắp cho mức giảm từ mảng bất động sản. Trong năm 2023, chúng tôi nhận thấy sự tăng trưởng tích cực từ tất cả các ngành đặc biệt là cho thuê văn phòng khi E.town 6 đi vào hoạt động. LN ròng 2023 sẽ đạt 2.565 tỷ (+18% svck).

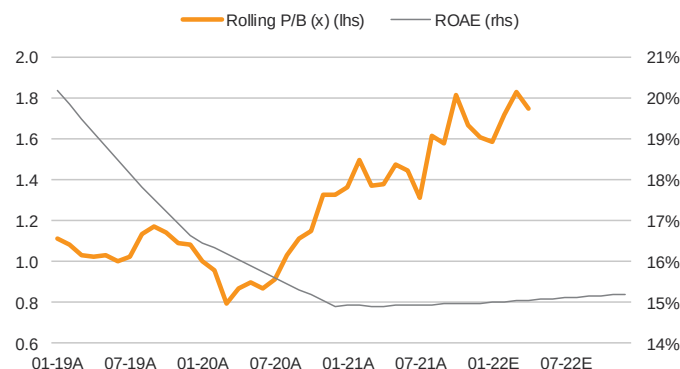
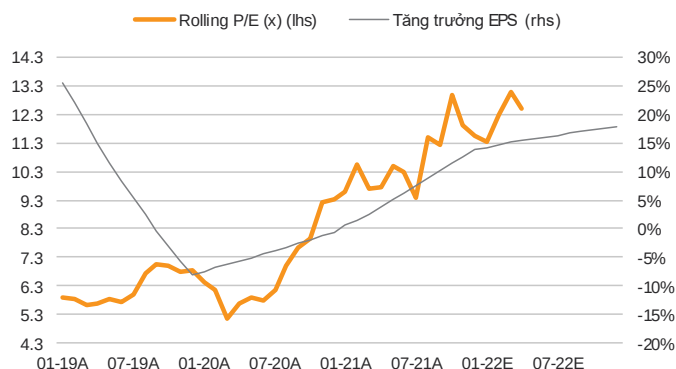
Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 85.500đ/cp

Đợt giảm giá vừa rồi đã đưa REE trở lại vùng hợp lý để tích lũy. Chúng tôi tin rằng với tiềm năng tăng giá 24%, sẽ thích hợp để đầu tư vào một cổ phiếu phòng thủ như REE. Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) sản lượng thủy điện cao hơn dự kiến, (2) Chính sách giá cụ thể cho NLTT được ban hành, (3) hoạt động đầu tư công sôi động trở lại. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) biên LN cơ điện lạnh tiếp tục giảm do vật giá tăng, (2) Giá hàng hóa thể giới giảm lâu hơn dự kiến, (3) Tăng giá nước tại Hà Nội không được phê duyệt do những lo ngại lạm phát.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.640	5.810	8.939	10.659
Tăng trưởng DT thuần	15,3%	3,0%	53,9%	19,2%
Biên lợi nhuận gộp	28,5%	39,8%	34,3%	33,7%
Biên EBITDA	38,3%	47,4%	28,7%	28,9%
LN ròng (tỷ)	1.628	1.855	2.183	2.565
Tăng trưởng LN ròng	(0,7%)	13,9%	17,7%	17,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.251	5.982	7.042	8.273
EPS điều chỉnh	5.251	5.982	7.042	8.273
BVPS	36.938	42.897	49.824	57.124
ROAE	14,9%	15,0%	15,2%	15,5%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	5.810	8.939	10.659
Giá vốn hàng bán	(3.498)	(5.869)	(7.070)
Chi phí quản lý DN	(372)	(462)	(536)
Chi phí bán hàng	(85)	(161)	(180)
LN hoạt động thuần	1.855	2.446	2.872
EBITDA thuần	1.534	1.531	1.924
Chi phí khấu hao	322	915	948
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.855	2.446	2.872
Thu nhập lãi	465	161	198
Chi phí tài chính	(706)	(691)	(753)
Thu nhập ròng khác	13	23	26
TN từ các Cty LK & LD	774	846	930
LN trước thuế	2.401	2.786	3.272
Thuế	(265)	(268)	(317)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(281)	(335)	(390)
LN ròng	1.855	2.183	2.565
Thu nhập trên vốn	1.855	2.183	2.565
Cổ tức phổ thông	(86)	(310)	(310)
LN giữ lại	1.769	1.873	2.255

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.831	2.246	2.799
Đầu tư ngắn hạn	864	921	1.397
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.986	4.185	5.163
Hàng tồn kho	799	1.410	1.819
Các tài sản ngắn hạn khác	276	282	380
Tổng tài sản ngắn hạn	6.756	9.044	11.559
Tài sản cố định	16.464	16.202	15.908
Tổng đầu tư	6.311	7.157	8.088
Tài sản dài hạn khác	2.296	2.369	2.660
Tổng tài sản	31.826	34.773	38.215
Vay & nợ ngắn hạn	1.324	750	732
Phải trả người bán	860	861	1.076
Nợ ngắn hạn khác	2.173	2.817	3.354
Tổng nợ ngắn hạn	4.356	4.428	5.162
Vay & nợ dài hạn	10.650	10.718	10.589
Các khoản phải trả khác	464	788	972
Vốn điều lệ và	3.101	3.101	3.101
LN giữ lại	8.962	10.862	13.124
Vốn chủ sở hữu	13.301	15.448	17.712
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.055	3.391	3.780
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	31.826	34.773	38.215

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	2.401	2.786	3.272
Khấu hao	895	915	948
Thuế đã nộp	(230)	(268)	(317)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.045)	(749)	(1.228)
Thay đổi VLĐ	(283)	(1.145)	(727)
LC tiền thuần HKKD	1.738	1.540	1.948
Đầu tư TSCĐ	(3.912)	(654)	(654)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	0
Các khoản khác	1.291	161	198
Thay đổi tài sản dài hạn khác	611	(65)	(483)
LC tiền từ HĐĐT	(2.009)	(558)	(939)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	121	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.416	(506)	(147)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(1)	248	2
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(86)	(310)	(310)
LC tiền thuần HĐTC	1.450	(568)	(456)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	652	1.831	2.246
LC tiền thuần trong năm	1.179	415	553
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.831	2.246	2.799

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	31,9%	24,4%	24,1%
Vòng quay TS	0,22	0,27	0,29
ROAA	7,1%	6,6%	7,0%
Đòn bẩy tài chính	2,12	2,32	2,20
ROAE	15,0%	15,2%	15,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	187,6	170,9	176,8
Số ngày nắm giữ HTK	83,4	87,7	93,9
Số ngày phải trả tiền bán	89,7	53,6	55,5
Vòng quay TSCĐ	0,60	0,55	0,66
ROIC	6,5%	7,2%	7,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	2,0	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,4	1,7	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,7	0,8
Vòng quay tiền	181,2	205,0	215,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	3,0%	53,9%	19,2%
Tăng trưởng LN từ HKKD	49,7%	31,9%	17,4%
Tăng trưởng LN ròng	13,9%	17,7%	17,5%
Tăng trưởng EPS	13,9%	17,7%	17,5%

Nguồn: VND RESEARCH

CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND22.500

Giá mục tiêu

VND29.200

Tỷ suất cổ tức

9,23%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Điện

Ngày 26/05/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

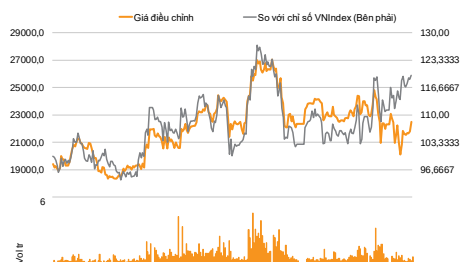
Consensus*: Mua:7 Giữ:0 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 4,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ na

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	27.050
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.350
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	18.676
Thị giá vốn (tỷ VND)	6.276
Free float (%)	9
P/E trượt (x)	11,4
P/B hiện tại (x)	1,5

Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam Power	59,4%
CFTD Technologies	8,3%
Khác	32,3%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Tái khởi động cổ máy tăng trưởng

- LN ròng Q1/22 đạt 159 tỷ đồng (+39,4% svck) nhờ huy động sản lượng cao hơn dự kiến, đạt 25% dự báo của chúng tôi.
- LN ròng 2022-2023 dự kiến lần lượt đạt 654 tỷ đồng (+22,6% svck) và 754 tỷ đồng (+15,1% svck) nhờ tiêu thụ điện phục hồi.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 29.200 đồng.

Tóm tắt Q1/22: kết quả rực rỡ nhờ sản lượng cao hơn mong đợi

NT2 công bố KQKD Q1/22, doanh thu và LN ròng tăng 16,4% svck và 39,4% svck đạt 2.006 tỷ đồng và 159 tỷ đồng. Kết quả khả quan này là do 1) NT2 ghi nhận sản lượng huy động Q1/22 ấn tượng với 978 triệu kWh (đạt 178% kế hoạch Q1/22) và tăng 6,1% svck do nhu cầu điện trở lại mức cao hơn sau Covid và tình trạng thiếu nhiệt điện than gần đây; 2) Giá bán trung bình (ASP) của NT2 cũng đạt mức cao, trung bình 1.980 đồng/kWh trong Q1/22, dẫn đến doanh thu được ghi nhận cao hơn. Sự gia tăng gần đây của giá dầu Brent và giá khí toàn cầu đã ảnh hưởng đến giá khí đầu vào NT2, doanh nghiệp ghi nhận giá khí đã tăng 66% lên 9,8 USD/triệuBTU từ mức 5,9 USD/triệuBTU trong Q1/21, khiến ASP cao hơn; 3) Mặc dù chỉ có sự thay đổi nhỏ trong tỷ suất lợi nhuận gộp, nhưng việc giảm chi phí tài chính 90% svck xuống còn 2,1 tỷ đồng do NT2 đã hoàn thành nghĩa vụ nợ dài hạn, đã giúp LN ròng đạt 159 tỷ đồng trong Q1/22 (+39,4% svck).

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng NT2 phục hồi trong 2022 do nhu cầu tăng cao

Chúng tôi tin rằng sản lượng NT2 sẽ tăng trở lại vào năm 2022 từ mức nền thấp năm 2021 nhờ kỳ vọng nhu cầu điện phục hồi mạnh mẽ, hậu Covid-19 đặc biệt tại miền Nam. Chúng tôi kỳ vọng giá khí sẽ tiếp tục neo tại mức cao với giá dầu Brent dự báo đạt 95USD - 85USD/thùng cho giai đoạn 2022-2023. Chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro cắt giảm điện khí từ việc bổ sung 3.980 MW điện gió, tuy nhiên, mức tiêu thụ điện tăng mạnh sẽ sớm bù đắp cho tình trạng dư thừa công suất trong những năm tới. Do đó, chúng tôi dự phóng DT và LN ròng đạt 7.875 tỷ đồng (+28,1%) và 654 tỷ đồng (22,6%) vào năm 2022, sau khi tiếp tục tăng lên 7.168 tỷ đồng (-9% svck với kỳ vọng giảm giá khí) và 754 tỷ đồng (+15% svck).

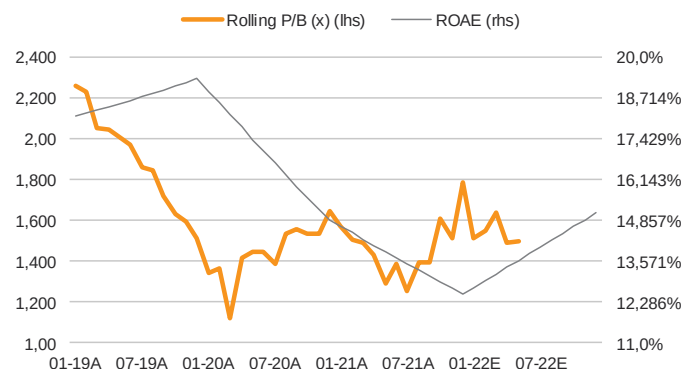
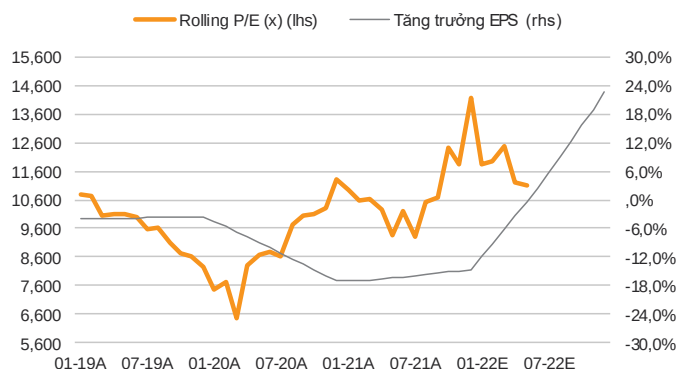
Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 29.200đ/cp

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu là 29.200 VND do giữ nguyên quan điểm trước đó về triển vọng phục hồi của điện khí trong năm 2022. Chúng tôi cho rằng đã đến lúc tích lũy cổ phiếu phòng thủ với rủi ro giảm giá thấp và chính sách cổ tức hấp dẫn như NT2, đặc biệt là sau khi thị trường chứng khoán giảm mạnh gần đây. Rủi ro tiềm ẩn là 1) giá nhiên liệu vẫn ở mức cao, cản trở việc huy động đầu ra. Tiềm năng tăng giá là 1) tăng trưởng nhu cầu điện cao hơn dự kiến, 2) Tình trạng thiếu hụt nhiệt điện than kéo dài hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.082	6.150	7.875	7.168
Tăng trưởng DT thuần	(20,5%)	1,1%	28,1%	(9,0%)
Biên lợi nhuận gộp	14,7%	11,0%	10,4%	12,9%
Biên EBITDA	22,3%	20,4%	18,0%	21,3%
LN ròng (tỷ)	625	534	654	754
Tăng trưởng LN ròng	(17,1%)	(14,6%)	22,6%	15,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.172	1.854	2.274	2.618
EPS điều chỉnh	2.172	1.854	2.274	2.618
BVPS	14.928	14.706	15.434	16.104
ROAE	14,8%	12,5%	15,1%	16,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	6.150	7.875	7.168
Giá vốn hàng bán	(5.474)	(7.055)	(6.244)
Chi phí quản lý DN	(83)	(100)	(94)
Chi phí bán hàng	0	0	0
LN hoạt động thuần	593	720	830
EBITDA thuần	1.283	1.413	1.520
Chi phí khấu hao	(690)	(693)	(690)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	593	720	830
Thu nhập lãi	18	14	14
Chi phí tài chính	(52)	(14)	(14)
Thu nhập ròng khác	7	7	7
TN từ các Cty LK & LD			
LN trước thuế	566	727	837
Thuế	(32)	(73)	(84)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	534	654	754
Thu nhập trên vốn	534	654	754
Cổ tức phổ thông	(575)	(432)	(576)
LN giữ lại	(42)	223	178

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1	815	1.547
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.230	2.224	2.132
Hàng tồn kho	311	412	361
Các tài sản ngắn hạn khác	38	37	39
Tổng tài sản ngắn hạn	2.581	3.488	4.079
Tài sản cố định	3.497	2.813	2.130
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	546	551	569
Tổng tài sản	6.624	6.852	6.777
Vay & nợ ngắn hạn	210	283	283
Phải trả người bán	1.034	752	585
Nợ ngắn hạn khác	1.147	1.359	1.255
Tổng nợ ngắn hạn	2.390	2.394	2.123
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	0	15	18
Vốn điều lệ và	2.879	2.879	2.879
LN giữ lại	1.196	1.418	1.596
Vốn chủ sở hữu	4.234	4.443	4.636
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.624	6.852	6.777

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	566	727	837
Khấu hao	690	693	690
Thuế đã nộp	(39)	(73)	(84)
Các khoản điều chỉnh khác	(12)	(94)	(9)
Thay đổi VLĐ	(131)	(74)	(152)
LC tiền thuần HKKD	1.074	1.180	1.284
Đầu tư TSCĐ	(3)	(6)	(6)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	1	2
Các khoản khác	0	(3)	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	11	14	14
LC tiền từ HĐĐT	8	6	9
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(568)	73	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	(13)	15
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(575)	(432)	(576)
LC tiền thuần HĐTC	(1.143)	(372)	(561)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	62	1	815
LC tiền thuần trong năm	(61)	814	732
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1	815	1.547

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	8,7%	8,3%	10,5%
Vòng quay TS	0,95	1,17	1,05
ROAA	8,2%	9,7%	11,1%
Đòn bẩy tài chính	1,52	1,55	1,50
ROAE	12,5%	15,1%	16,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	132,4	99,4	104,9
Số ngày nắm giữ HTK	20,7	21,3	21,1
Số ngày phải trả tiền bán	68,9	38,9	34,2
Vòng quay TSCĐ	1,60	2,50	2,90
ROIC	12,0%	13,8%	15,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,5	1,9
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	1,3	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,0	0,3	0,7
Vòng quay tiền	84,2	81,8	91,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	1,1%	28,1%	(9,0%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	(26,8%)	21,5%	15,3%
Tăng trưởng LN ròng	(14,6%)	22,6%	15,1%
Tăng trưởng EPS	(14,6%)	22,6%	15,1%

Nguồn: VND RESEARCH

PVPOWER CORP (POW) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND13.400

Giá mục tiêu

VND18.600

Tỷ suất cổ tức

1,15%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Điện

Ngày 26/05/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:4 Giữ:2 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: -0.9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giá mục tiêu giảm 3,2% sv báo cáo trước

➢

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	20.150
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10.100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	186.734
Thị giá vốn (tỷ VND)	30.093
Free float (%)	65
P/E trượt (x)	15,1
P/B hiện tại (x)	1,0

Cơ cấu sở hữu

PVN	79,9%
Khác	20,1%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Mảng điện khí mang lại kết quả tích cực

- LN ròng Q1/22 tăng 41,8% svck đạt 803 tỷ đồng, nhờ sản lượng điện khí và thủy điện tăng ấn tượng, đạt 35% so với dự báo trước đó của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí tăng bù đắp cho điện than trong năm 2022, giúp LN ròng tăng lên 2.345 tỷ đồng (+31,8% svck).
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 18.600 đồng/cp.

Tóm tắt Q1/22: Tăng trưởng điện khí đóng góp chính vào kết quả tích cực

Trong Q1/22, sản lượng điện khí POW ghi nhận kết quả khả quan, sản lượng thủy điện cũng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng nhờ điều kiện thời tiết lý tưởng, bù đắp tổn thất Vũng Áng 1. Mặc dù doanh thu Q1/22 giảm 7,8% svck xuống 7.061 tỷ đồng, nhưng biên LN gộp tăng 3,1% lên 14,5% do việc loại bỏ mảng biên lợi nhuận thấp sau khi thoái vốn PVMachino, giúp LN gộp tăng 17,3% so với cùng kỳ lên 1.027 tỷ đồng. Chi phí tài chính cũng giảm 31,9% svck xuống 107 tỷ đồng nhờ nợ ngắn hạn giảm 32% svck. LN ròng Q1/22 của POW ghi nhận mức tăng mạnh 41,8% svck lên 803,4 tỷ đồng.

Điện khí tăng mạnh bù đắp tổn thất sản lượng điện than trong năm 2022

Nhờ nhu cầu tăng trong 2022, Việt Nam có thể bước vào giai đoạn thiếu điện khi thời tiết nắng nóng. Chúng tôi tin rằng điện khí sẽ còn nhiều tiềm năng để huy động sau mức sản lượng khiêm tốn năm ngoái. Theo đó, sản lượng mảng điện khí của POW sẽ tăng 26,4% lên 10.381 triệu kWh và giá bán trung bình tiếp tục neo cao khoảng 1.894VND/kWh. Sản lượng thủy điện sẽ duy trì mức huy động cao 1.154 triệu kWh do pha La Nina kéo dài hơn dự kiến. Sản lượng điện than sẽ giảm mạnh 24,5% svck do tình hình thiếu than và tổ máy 1 Vũng Áng 1 gặp sự cố kỹ thuật (đến tháng 9/2022). Nhìn chung, sản lượng điện khí tăng mạnh sẽ bù đắp cho sự cố Vũng Áng 1, giúp doanh thu tăng 10,7% svck lên 27.191 tỷ đồng vào năm 2022 sau khi tăng 19,9% svck lên 32.614 tỷ đồng vào năm 2023 khi tất cả các nhà máy hoạt động trở lại. LN ròng sẽ tăng 31,8% svck và 21,4% svck trong giai đoạn 2022-2023, lên lần lượt là 2.345 tỷ đồng và 2.846 tỷ đồng.

POW sở hữu một số khoản lợi nhuận từ các thương vụ thoái vốn

POW đang thực hiện thoái vốn tại CTCP Việt Lào với khoản LN một lần trị giá 308 tỷ đồng, dự kiến hoàn tất thủ tục vào tháng 5/2022. Công ty cũng có lộ trình thoái vốn tại CTCP Quốc tế EVN, cùng với tiềm năng ghi nhận lợi nhuận một lần từ bảo hiểm sự cố và bảo hiểm gián đoạn kinh doanh cho sự kiện Vũng Áng 1.

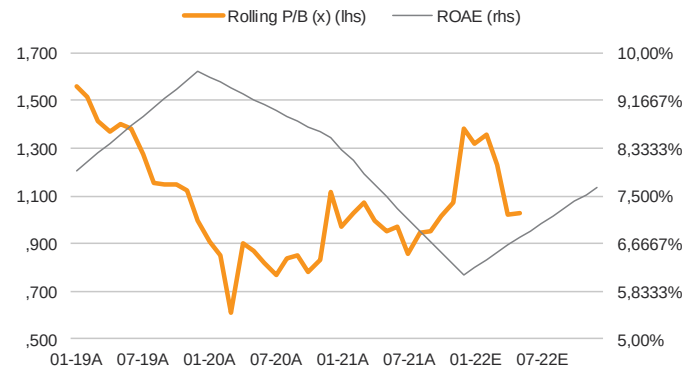
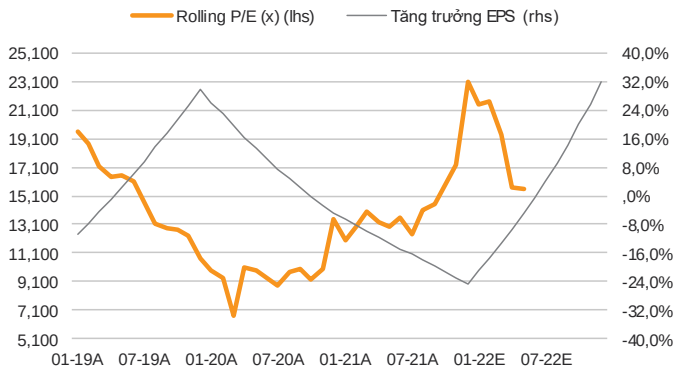
Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 18.600đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu cho POW xuống 3,2% so với báo cáo trước đó để phản ánh sự cố Vũng Áng 1 xấu hơn dự kiến. Động lực tăng giá là giá dầu tăng cao và việc sửa chữa Vũng Áng 1 nhanh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là thời gian hoàn thành Nhơn Trạch 3 & 4 kéo dài hơn so với tính toán và sản lượng khí đốt ở mức thấp.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	29.732	24.565	27.191	32.614
Tăng trưởng DT thuần	(16,1%)	(17,4%)	10,7%	19,9%
Biên lợi nhuận gộp	15,4%	10,4%	13,3%	14,5%
Biên EBITDA	21,9%	23,0%	23,3%	21,6%
LN ròng (tỷ)	2.365	1.779	2.345	2.846
Tăng trưởng LN ròng	(5,0%)	(24,8%)	31,8%	21,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	1.010	760	1.001	1.215
EPS điều chỉnh	1.010	760	1.001	1.215
BVPS	12.186	12.659	13.537	14.737
ROAE	8,5%	6,1%	7,6%	8,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	24.565	27.191	32.614
Giá vốn hàng bán	(22.023)	(23.567)	(27.895)
Chi phí quản lý DN	(129)	(701)	(839)
Chi phí bán hàng	(9)	(19)	(23)
LN hoạt động thuần	2.404	2.904	3.857
EBITDA thuần	5.222	5.558	6.512
Chi phí khấu hao	(2.818)	(2.654)	(2.654)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.404	2.904	3.857
Thu nhập lãi	334	464	494
Chi phí tài chính	(308)	(201)	(518)
Thu nhập ròng khác	(120)	(13)	(17)
TN từ các Cty LK & LD	9	9	9
LN trước thuế	2.319	3.163	3.825
Thuế	(287)	(484)	(573)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(254)	(334)	(406)
LN ròng	1.779	2.345	2.846
Thu nhập trên vốn	1.779	2.345	2.846
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	1.779	2.345	2.846

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	8.224	4.383	7.574
Đầu tư ngắn hạn	531	2.389	2.389
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.802	6.898	8.540
Hàng tồn kho	1.838	2.567	2.808
Các tài sản ngắn hạn khác	502	265	359
Tổng tài sản ngắn hạn	16.897	16.501	21.671
Tài sản cố định	32.264	35.376	43.263
Tổng đầu tư	809	818	827
Tài sản dài hạn khác	2.980	3.300	3.966
Tổng tài sản	52.950	55.995	69.726
Vay & nợ ngắn hạn	5.702	6.800	9.612
Phải trả người bán	7.228	5.520	6.780
Nợ ngắn hạn khác	3.783	3.785	4.869
Tổng nợ ngắn hạn	16.712	16.104	21.261
Vay & nợ dài hạn	2.756	4.681	9.785
Các khoản phải trả khác	1.349	687	942
Vốn điều lệ và	23.419	23.419	23.419
LN giữ lại	4.018	5.838	8.160
Vốn chủ sở hữu	29.645	31.702	34.511
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.487	2.822	3.227
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	52.950	55.995	69.726

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	2.319	3.163	3.825
Khấu hao	2.818	2.654	2.654
Thuế đã nộp	(340)	(484)	(573)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.186)	(1.485)	(970)
Thay đổi VLĐ	1.778	(3.293)	367
LC tiền thuần HKKD	5.389	556	5.303
Đầu tư TSCĐ	(274)	(5.767)	(10.541)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	339	0	0
Các khoản khác	305	464	494
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(49)	(1.858)	0
LC tiền từ HĐĐT	320	(7.160)	(10.047)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(3.845)	2.996	7.916
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	236	488
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(710)	(468)	(468)
LC tiền thuần HĐTC	(4.555)	2.764	7.935
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.070	8.224	4.383
LC tiền thuần trong năm	1.154	(3.841)	3.191
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8.224	4.383	7.574

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	7,2%	8,6%	8,7%
Vòng quay TS	0,46	0,50	0,52
ROAA	3,3%	4,3%	4,5%
Đòn bẩy tài chính	1,84	1,78	1,90
ROAE	6,1%	7,6%	8,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	86,2	92,6	95,6
Số ngày nắm giữ HTK	30,5	39,8	36,7
Số ngày phải trả tiền bán	119,8	85,5	88,7
Vòng quay TSCĐ	0,73	0,80	0,83
ROIC	4,4%	5,1%	5,0%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,0	1,0	1,0
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,9	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,5
Vòng quay tiền	(3,1)	46,9	43,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(17,4%)	10,7%	19,9%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(28,7%)	20,8%	32,8%
Tăng trưởng LN ròng	(24,8%)	31,8%	21,4%
Tăng trưởng EPS	(24,8%)	31,8%	21,4%

Nguồn: VND RESEARCH

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên phân tích

Email: tung.nguyenduc@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>