

CẬP NHẬT NGÀNH ĐIỆN:

Giá khí đầu vào tăng sẽ là trở ngại lớn

| Bảng 1: Mức tiêu thụ điện hàng tháng trên toàn quốc | Mức tiêu thụ năm 2020 (tỷ kwh) | % YoY trong năm 2020 | Mức tiêu thụ điện năm 2021 | % YoY trong năm 2021 | Giá điện trên thị trường cạnh tranh năm 2020 (đồng/kwh) | % YoY | Giá điện trên thị trường cạnh tranh năm 2021 (đồng/kwh) | % YoY | % YoY Chi số sản xuất công nghiệp năm 2020 | % YoY Chi số sản xuất công nghiệp năm 2021 |
|---|--------------------------------|----------------------|----------------------------|----------------------|---|--------------|---|--------------|--|--|
| Tháng 3 | 21,09 | 5,66% | 22,73 | 7,8% | 1.167 | -9,2% | 1.289 | 10,5% | 4,9% | 3,6% |
| 3 tháng | 57,29 | 6,30% | 59,65 | 4,1% | 1.161 | 5,7% | 1.101 | -5,2% | 5,6% | 5,7% |
| Tháng 4 | 18,54 | -9,52% | 22,19 | 19,7% | 887 | -27,4% | 1.104 | 24,4% | -9,4% | 22,2% |
| Tháng 5 | 21,58 | 1,55% | 23,98 | 11,1% | 1.073 | -12,7% | 1.018 | -5,1% | -0,4% | 11,6% |
| 5 tháng | 97,41 | 2,12% | 104,66 | 7,3% | 1.088 | -5,3% | 1.085 | -0,3% | 1,0% | 9,9% |

Nguồn: EVN, GSO, GENCO3

| Bảng 2: Mức tiêu thụ điện theo loại sản phẩm trên toàn quốc trong năm 2021 | Thủy điện (tỷ kwh) | %YoY | Điện than (tỷ kwh) | %YoY | Điện khí (tỷ kwh) | %YoY | Tổng cộng (tỷ kwh) | %YoY |
|--|--------------------|-------|--------------------|--------|-------------------|--------|--------------------|------|
| 3 tháng | 13,86 | 55,4% | 29,75 | -12,4% | 7,44 | -21,4% | 59,65 | 4,1% |
| 4 tháng | 18,39 | 59,3% | 41,48 | -8,7% | 10,55 | -16,4% | 80,67 | 6,4% |
| 5 tháng | 24,01 | 52,7% | 54,13 | -6,8% | 13,28 | -16,8% | 104,66 | 7,3% |

Nguồn: EVN, MOIT

| Bảng 3: Tỷ trọng cao hơn từ nguồn năng lượng tái tạo trong năm 2021 so với năm 2020 | Năng lượng tái tạo (tỷ kwh) | %YoY | Tỷ trọng trong năm 2021 | Tỷ trọng trong năm 2020 | Điện mặt trời (tỷ kwh) | %YoY | Tỷ trọng trong năm 2021 | Tỷ trọng trong năm 2020 |
|---|-----------------------------|--------|-------------------------|-------------------------|------------------------|--------|-------------------------|-------------------------|
| 3 tháng | 7,79 | 180,6% | 13,1% | 4,8% | 7,13 | | 12,0% | 4,0% |
| 4 tháng | 9,5 | 156,9% | 11,8% | 4,9% | 8,73 | 300,0% | 10,8% | 4,1% |
| 5 tháng | 12,35 | 159,5% | 11,8% | 4,7% | 11,48 | 300,0% | 11,0% | 4,1% |

Nguồn: EVN, MOIT

Tổng sản lượng điện tiêu thụ trên toàn quốc tiếp tục tăng +11,1% so với cùng kỳ trong tháng 5/2021.

- Tăng trưởng tiêu thụ điện tháng 5 khá bất ngờ, đặc biệt trong bối cảnh làn sóng dịch Covid-19 bùng phát lần thứ 4 tại Việt Nam và đặc biệt ở 2 thành phố lớn (Hà Nội và TP. HCM) đều bị ảnh hưởng.
- Tuy nhiên, sản lượng dồi dào từ các nguồn năng lượng tái tạo đã ảnh hưởng đến sản lượng phát điện từ các công ty nhiệt điện. Trong 5 tháng đầu năm 2021, các nguồn năng lượng tái tạo lấy đi khoảng 13% tổng sản lượng tiêu thụ từ các nguồn năng lượng truyền thống (chi tiết bảng 3). Với điều kiện thủy văn thuận lợi, sản lượng từ nguồn nhiệt điện đã bị ảnh hưởng (chi tiết bảng 2).

Mặc dù sản lượng tiêu thụ điện tăng 11% so với cùng kỳ, giá bình quân trên thị trường cạnh tranh (giá CGM) lại giảm 5,1% so với cùng kỳ trong tháng 5/2021. Điều này phần lớn là giảm huy động từ các nhà máy nhiệt điện, đặc biệt là các nhà máy điện khí.

- **Giá khí đầu vào tăng khiến các nhà máy điện khí trở nên kém cạnh tranh hơn so với các công ty điện than.** Trong 5 tháng đầu năm 2021, giá dầu nhiên liệu bình quân (FO: đại diện cho giá khí) tăng +65% so với cùng kỳ (Bảng 4). Thêm vào đó, tỷ trọng cao hơn từ Sao Vàng Đại Nguyệt (SVDN) khiến chi phí giá khí của các nhà máy điện khí tăng lên đáng kể (Bảng 5).

| Bảng 4: FO (USD/tấn) | 2021 | 2020 | %YoY |
|----------------------|------|------|--------|
| Tháng 6 | 401 | 233 | 72,3% |
| Tháng 4-Tháng 6 | 380 | 169 | 125,0% |
| Bình quân từ đầu năm | 368 | 223 | 65,2% |

Nguồn: MOIT

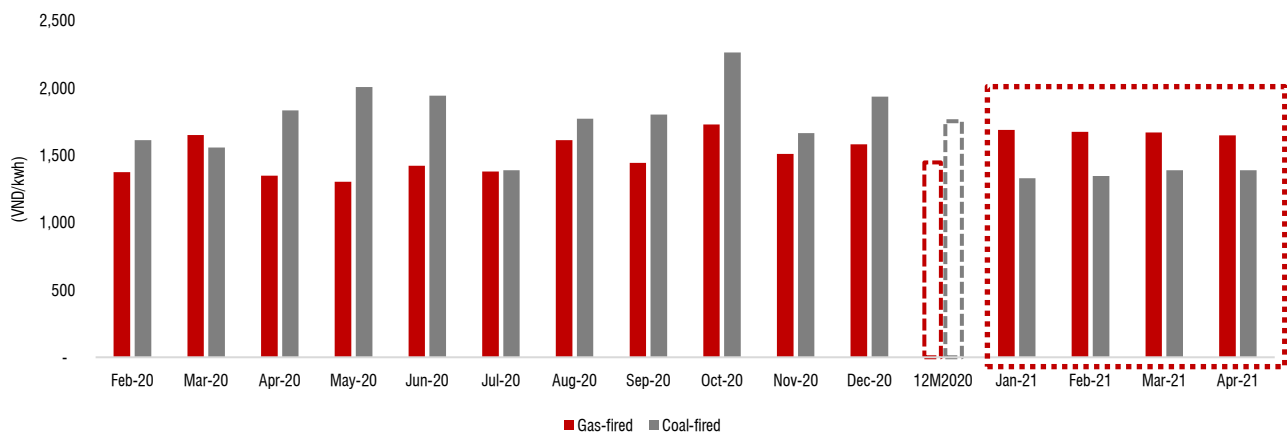
| Bảng 5: Giá định giá khí | FO (USD/tấn) | 46%FO (USD/mbtu) | SVDN bao gồm phí vận chuyển (USD/mbtu) | %tỷ trọng SVDN | Giá khí (SVDN + 46% FO) – USD/mbtu |
|--------------------------|--------------|------------------|--|----------------|------------------------------------|
| 2020 | 243 | 5,97 | 9,40 | 0% | 5,97 |
| 2021E | 360 | 7,18 | 9,54 | 18% | 7,60 |
| 2022E | 380 | 7,41 | 9,68 | 20% | 7,86 |

Nguồn: Bloomberg, MOIT, SSI Research

Do đó, sản lượng phát điện từ các nhà máy điện khí trong 5 tháng đầu năm 2021 vẫn duy trì mức giảm mạnh -16,8% so với cùng kỳ, xấp xỉ mức giảm -16,4% trong 4 tháng đầu năm 2021 (Bảng 2). Trong khi đó, sự sụt giảm sản lượng điện than đã được thu hẹp trong 5 tháng đầu năm 2021 (-6,8% so với cùng kỳ) so với 4 tháng đầu năm 2021 (-8,7% so với cùng kỳ).

- **Trong bối cảnh giá khí tăng, giá bán bình quân (ASP) từ các nhà máy điện khí từ đầu năm 2021 đã vượt hơn các nhà máy điện than (Hình 6).** Do đó, EVN sẽ sử dụng các nguồn thủy điện và điện than thay vì điện khí. **Sản lượng từ điện khí giảm làm giảm tác động của giá khí đối với thành phần SMP trong giá CGM – chi tiết bảng 7** (Giá CGM bao gồm các thành phần SMP & CAN *). Do đó, giá CGM trong tháng 5/2021 giảm -5,1% so với cùng kỳ.

Hình 6: Giá bán bình quân từ các nhà máy điện khí vượt xa các nhà máy điện than do giá khí leo thang.



Nguồn: SSI Research tổng hợp

Bảng 7: Giá trên thị trường điện cạnh tranh (Giá CGM)

| Đơn vị: đồng/kwh | 2019 | 2020 | 2021 |
|--|--------------|------------|---------------|
| Quy định mức trần giá điện năng - SMP | 1.319 | 1.342 | 1.503 |
| Giá công suất - CAN | 98-189 | 40-80 | 113-190 |
| Bình quân giá CGM thực tế | 1.208 | 887 | 1.085* |
| <i>chênh lệch giữa giá điện năng thực tế & mức trần quy định</i> | 255 | 515 | 570 |

Nguồn: EVN, MOIT, ERAV, GENCO3

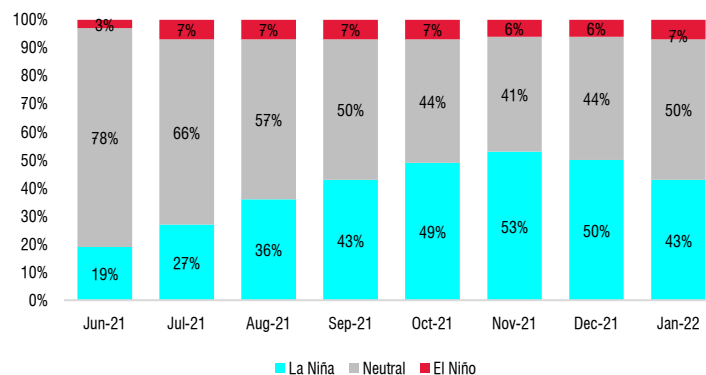
* Kết quả 5 tháng đầu năm 2021

* Chênh lệch giữa giá điện năng thực tế & mức trần quy định nới rộng trong năm 2020 và 5 tháng đầu năm 2021 do mức tiêu thụ điện yếu do dịch Covid-19

Khuyến nghị

- **Các nhà đầu tư có thể chú ý lại các nhà máy điện khí, như NT2 trong Q1/2022.** Yếu tố hỗ trợ tiềm năng lớn nhất cho NT2 là việc trả hết nợ nước ngoài trong 6 tháng đầu năm 2021. Ngoài ra, giá PPA mới (được điều chỉnh giảm) sẽ được áp dụng từ Q2/2021. Vì vậy, Q1/2022 sẽ khá khó khăn khi so với Q1/2021 khi Q1/2021 vẫn áp dụng giá PPA cũ. Năm 2022 chúng tôi giả định tình hình thủy văn ít thuận lợi hơn và tỷ lệ Qc sẽ cao hơn cho các nhà máy nhiệt điện cũng như điện khí. Tăng trưởng lợi nhuận của NT2 có thể khả quan hơn từ Q2/2022.
- **Các nhà máy điện than sẽ phải đối mặt với gánh nặng chi phí đầu tư từ các dự án môi trường,** như đã đề cập trong [báo cáo ngày 11/5/2021](#). Việc chi trả cổ tức cao một cách bất hợp lý trong năm 2020 cùng với gánh nặng chi phí đầu tư lớn từ các dự án môi trường có khả năng ảnh hưởng dòng tiền cũng như khả năng duy trì việc chi trả cổ tức trong tương lai.
- **Các nhà máy thủy điện hiện đang hoạt động tốt dưới điều kiện thủy văn thuận lợi (La Nina)**

Hình 8: Dự báo xác suất các điều kiện thủy văn



Nguồn: Viện Nghiên cứu quốc tế khí hậu và xã hội, NOAA

- ✓ **REE là một cơ hội đầu tư tiềm năng với tỷ trọng lớn phân bổ vào mảng năng lượng cũng như thủy điện (chi tiết [báo cáo gần đây của chúng tôi](#)).** Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm đối với cổ phiếu REE là 63.800 đồng, tương ứng với mức tiềm năng tăng giá là 16%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư cần chờ giá bán điện cuối cùng của nhà máy Thượng Kon Tum được công bố (thuộc Vĩnh Sơn - Sông Hinh là công ty liên kết của REE). Với mức giá tạm tính là 912 đồng/kwh, **VSH** có khả năng sẽ ghi nhận khoản lỗ đáng kể trong Q2/2021. Mặc dù ban lãnh đạo dự kiến nhà máy Thượng Kon Tum đàm phán được mức giá bán

thỏa thuận là 1.500 đồng/kwh, nhưng chúng tôi đưa ra quan điểm thận trọng hơn do hiện tại EVN sẽ kiểm soát chi phí đầu vào khá chặt (chi tiết trong [báo cáo ngày 22/3/2021](#)).

- **Triển vọng ngành năng lượng tái tạo: Chủ đề ESG**

- ✓ Sự cân bằng hơn giữa cung và cầu điện trong năm 2022 sẽ cải thiện hiệu suất hoạt động và sản lượng của nhóm năng lượng tái tạo – chi tiết trong [báo cáo cập nhật ngày 11/5/2021](#).
- ✓ **PC1** là một trong những cơ hội đầu tư dài hạn và trọng điểm là sẽ đầu tư vào các nhà máy thủy điện nhỏ và các dự án điện gió (chi tiết trong báo cáo tại [đây](#)). PC1 giao dịch với hệ số P/E năm 2021/2022/2023 lần lượt là 12,2x/11,2x/7,6x. PC1 đã đàm phán thành công khoản tín dụng xanh trị giá 173 triệu USD (kỳ hạn 15 năm) với ADB, trong đó 65% khoản nợ có lãi suất cố định là 5,4% và 35% có lãi suất libor 3 tháng + 3,5%. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm đối với cổ phiếu PC1 là 32.900 đồng, tương ứng tiềm năng tăng giá là 21%. Chúng tôi tiếp tục tin rằng 6 tháng cuối năm 2021 là thời điểm đầu tư thuận lợi đối với PC1, vì lợi nhuận có khả năng chạm đáy trong thời gian này.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715