

18 May 2022

Điện

Nguy cơ thiếu điện than trong Q2/22

Thủy điện bùng nổ trong Q1/22

Trong Q1/22, tổng sản lượng điện tăng nhẹ 4.9% n/n lên mức 63.03 tỷ kWh nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của nền kinh tế. Theo ước tính của chúng tôi, tổng doanh thu của 38 doanh nghiệp ngành điện tăng 16.3% n/n, trong khi lợi nhuận sau thuế (LNST) công ty mẹ tăng ngoạn mục 69.9% n/n nhờ sản lượng và giá bán thuận lợi. Trong đó, các công ty thủy điện là bên đóng góp chính vào tăng trưởng khi LNST công ty mẹ đạt mức tăng trưởng kỷ lục, +108.1% n/n. VSH vượt lên dẫn đầu toàn ngành thủy điện với tăng trưởng doanh thu ấn tượng, +325% n/n.

Biên lợi nhuận gộp đạt đỉnh dù giá nhiên liệu đầu vào tăng

Tỷ suất lợi nhuận gộp (LNG) của các công ty thủy điện đạt mức kỷ lục 63.1% trong Q1/22, tăng 8.3%p n/n và 2.6%p q/q. Giá bán bình quân trên thị trường cạnh tranh (FMP) tiếp tục đà tăng trong Q1/22, +38% n/n và +56% q/q, đạt mức VND1,760/kWh vào T3/2022, mức kỷ lục trong lịch sử. Giá than Newcastle và giá dầu FO Singapore (giá tham chiếu của giá khí PVGAS cung cấp cho các nhà máy điện trong nước) lần lượt tăng 187% n/n và 49% n/n. Tuy vậy, giá bán điện tăng mạnh cũng giúp bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc tăng giá nhiên liệu khi tỷ suất LNG của các công ty nhiệt điện mở rộng 3.7%p n/n và 4.1%p q/q. Do sự thiếu hụt nguồn cung than cùng với đà tăng của giá than thế giới do căng thẳng chính trị, chúng tôi tin rằng các công ty điện than sẽ đối mặt khó khăn trong Q2/22. Tỷ suất LNG của các công ty này có thể sẽ giảm trong Q2/22.

Thủy điện sẽ được hưởng lợi từ khủng hoảng thiếu than trong Q2/22

Theo EVN, toàn hệ thống đang thiếu hụt 3,000 MW điện than khi mùa cao điểm đang tới rất gần. Tỷ trọng than nhập khẩu trong lượng than Vinacomin cung cấp cho các nhà máy điện tăng trong bối cảnh giá than thế giới tăng mạnh đang gây áp lực lên giá bán điện than.

Mặc dù giá khí đang có xu hướng tiếp tục tăng, chúng tôi tin rằng EVN sẽ tăng cường huy động nhiệt điện khí cùng với thủy điện để bù đắp cho thiếu hụt điện than. Chúng tôi dự báo giá khí tăng có thể làm tổn hại đến biên LNG của các công ty điện khí trong Q2/22. Trong khi đó, lượng mưa ở khu vực Tây Nguyên – Nam Trung Bộ trong Q2/22 được dự báo cao hơn trung bình các năm trước. Điều này sẽ thúc đẩy tăng trưởng của các công ty thủy điện ở khu vực này như VSH, GEG và DNH.

Không xếp hạng

Thuy Nguyen

thuy.nt@kisvn.vn

Chúng tôi sẽ thực hiện phân tích chuyên sâu ở các công ty thủy điện, điện khí và điện than. Một số công ty như BCG, GEG, PGV, REE đã đầu tư vào các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) nhưng tỷ trọng doanh thu từ NLTT vẫn chưa chiếm tỷ trọng lớn trên tổng doanh thu của các công ty này. Vì vậy chúng tôi sẽ không đi sâu vào mảng NLTT trong báo cáo.

Bảng 1. Thống kê doanh thu – lợi nhuận của 38 công ty ngành điện

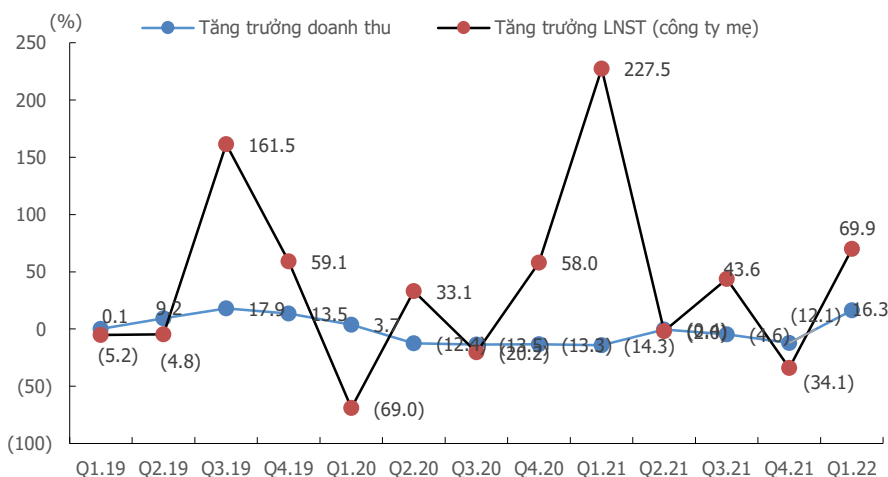
	1Q21	4Q21	1Q22	YoY	QoQ
Doanh thu (tỷ VND)	29,438	29,037	34,235	16.3%	17.9%
LN gộp (tỷ VND)	3,474	4,278	5,631	62.1%	31.6%
LNST (công ty mẹ) (tỷ VND)	2,854	3,712	4,850	69.9%	30.7%
Sản lượng điện (tỷ kWh)	59.65	64.18	63.03	5.7%	-1.8%

Nguồn: Dữ liệu công ty, EVN, KIS

Theo dữ liệu chúng tôi thu thập từ 38 công ty điện niêm yết, ngành điện đạt kết quả tích cực trong Q1/22. Doanh thu tăng 16.3% n/n và 17.9% q/q nhờ giá bán và sản lượng tăng trưởng tích cực. Tăng trưởng LNST (công ty mẹ) đạt mức 69.9% n/n trong Q1/22 sau pha sụt giảm -34.1% n/n trong Q4/21, phần lớn đến từ tăng trưởng ấn tượng của LNST các công ty thủy điện (+108.1% n/n).

NLTT là bên được hưởng lợi lớn nhất khi sản lượng tăng mạnh lên 10 tỷ kWh (+28.5% n/n). Huy động từ thủy điện tăng 18.9% n/n trong bối cảnh giá dầu FO Singapore và giá than nhập khẩu lần lượt tăng +49% n/n và +170% n/n. Sản lượng điện than giảm còn 28.37 tỷ kWh (-4.6% n/n) do nguồn cung than bị thắt chặt. Theo Bộ Công thương (BCT), trong Q1/22, tổng khối lượng than được cung cấp cho các nhà máy điện của EVN chỉ đạt 77% và thiếu hụt 1.36 triệu tấn so với khối lượng trong hợp đồng.

Hình 1. Tốc độ tăng trưởng tăng mạnh mẽ trong Q1/22 nhờ giá bán thuận lợi



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

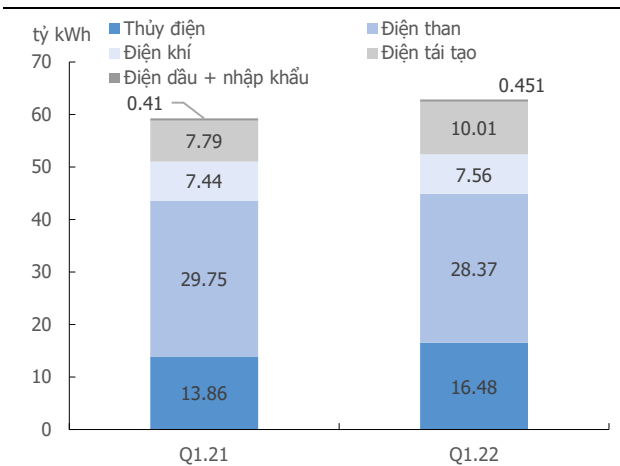
Thủy điện tỏa sáng trong Q1/22

Trong bối cảnh giá than và khí tăng, cộng hưởng với sự thiếu hụt than, các công ty thủy điện ở khu vực miền trung nổi lên như là “ngôi sao sáng” của ngành điện.

VSH vươn lên vị trí số 1 trong nhóm thủy điện khi doanh thu và LNST lần lượt tăng 325% n/n và +298% n/n trong Q1/22 nhờ việc đi vào vận hành của nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum, dẫn đến sản lượng tăng ngoạn mục 620 triệu

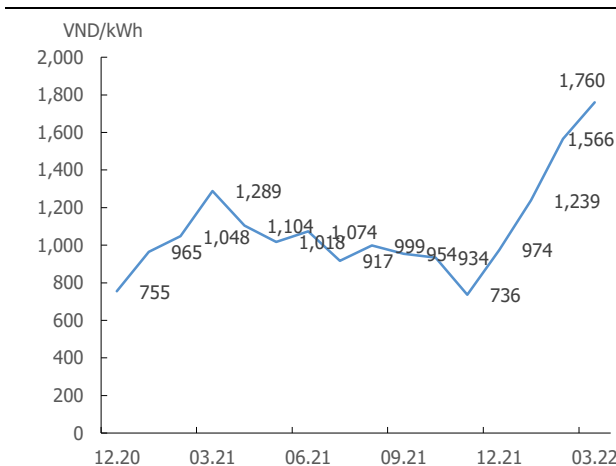
kWh (+173% n/n). DNH với doanh thu đứng thứ 2 trong nhóm cũng duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu ở mức 22% n/n khi lưu lượng nước đổ về các hồ chứa của nhà máy tiếp tục tăng. GEG đã quay trở lại vị trí đầu tàu khi tăng trưởng doanh thu đạt mức cao nhất lịch sử, +87% n/n vì các dự án điện gió mới của công ty đã bắt đầu vận hành từ Q4/21. Kết quả kinh doanh tốt hơn kỳ vọng đã giúp các công ty thủy điện hoàn thành 28%-40% kế hoạch doanh thu năm 2022.

Hình 2. Sản lượng thủy điện tăng 18.9% n/n trong Q1/22



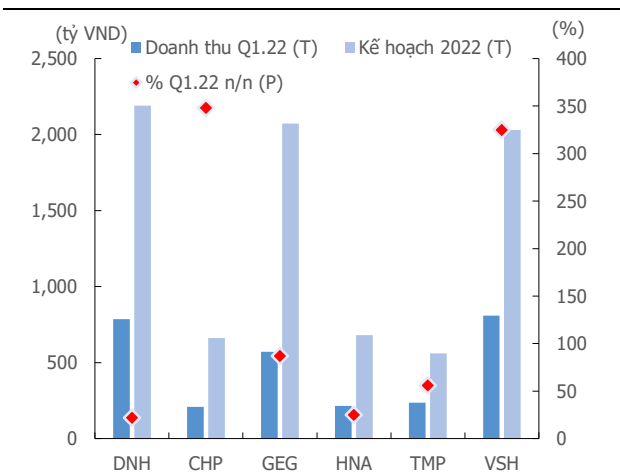
Nguồn: EVN

Hình 3. Giá FMP tiếp tục tăng trong Q1/22, +38% n/n



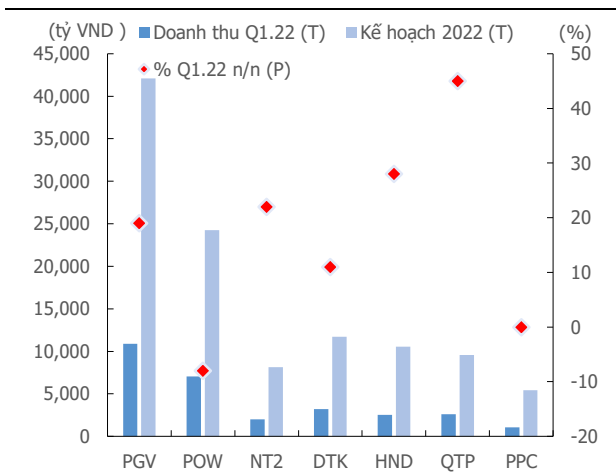
Nguồn: EVNGENCO3

Hình 4. Thủy điện đạt kết quả ấn tượng trong Q1/22



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 5. PGV đạt doanh thu lớn nhất trong nhóm nhiệt điện



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Trong nhóm nhiệt điện, PGV là công ty có doanh thu lớn nhất với doanh thu và LNST lần lượt tăng 19.3% n/n và 6.8% n/n. Nhờ danh mục đa dạng, PGV có thể tăng huy động từ nhà máy điện khí Phú Mỹ và thủy điện Buôn Kuốp trong lúc các nhà máy điện than của công ty đang vận hành dưới công suất. POW và công ty con, NT2 là những tay chơi nổi trội khi LNST tăng mạnh, lần lượt là 41.8% n/n và 39.2% n/n. Tuy vậy, doanh thu của POW giảm nhẹ 7.8% n/n khi nhà máy điện than Vũng Áng 1 (thường đóng góp hơn 50% doanh thu của POW) hoạt động kém hiệu quả trong Q1/22 do thiếu than.

Trong nhóm điện than, HND có doanh thu tăng trưởng tích cực, +27.6% n/n nhờ cải thiện giá bán và sản lượng khi sản lượng tăng 265 triệu kWh n/n (trong đó sản lượng hợp đồng với EVN tăng 121 triệu kWh n/n). Những người hàng xóm, QTP và DTK cũng có doanh thu khả quan khi lần lượt tăng 44.9% n/n và

10.6% n/n. Ngược lại, doanh thu của PPC giảm 0.2% n/n khi sản lượng sụt giảm 6.7% n/n do sự cố kỹ thuật tại tổ máy S6 vẫn chưa được khắc phục. Tại thời điểm cuối tháng 3, Vinacomin vẫn cung cấp đủ than vận hành cho các nhà máy này. Tuy nhiên, khả năng Vinacomin có thể cung cấp đủ than trong Q2/22 vẫn còn bỏ ngỏ.

Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt mức đỉnh trong Q1/22

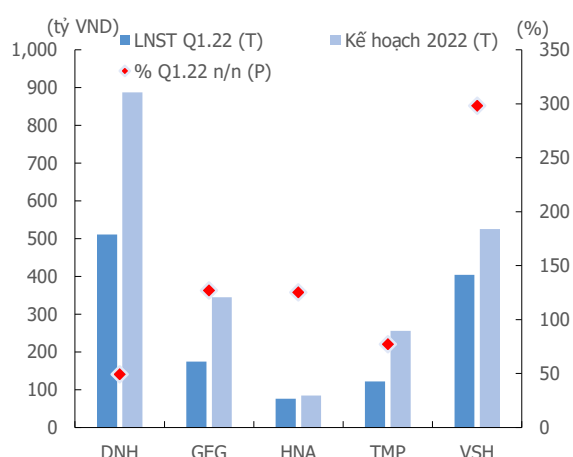
Tỷ suất LNG của các công ty thủy điện đã mở rộng 8.3%p n/n và 2.6%p q/q, đạt mức 63.1% trong Q1/22. Biên LN ròng của nhóm thủy điện còn được hỗ trợ bởi mức giảm 0.9%p n/n của tỷ suất chi phí hoạt động SG&A (*chi phí bán hàng và chi phí quản lý*). VSH đạt mức tăng trưởng LN ròng đáng kể, +298% n/n và +110% q/q. Có thể thấy rằng lợi nhuận quý 1 ấn tượng đã giúp các doanh nghiệp thủy điện hoàn thành 35%-90% chỉ tiêu của cả năm 2022.

Tỷ suất LNG của nhóm nhiệt điện cũng đạt mức tăng trưởng không hề kém cạnh, khi mở rộng 3.7%p n/n và 4.1%p q/q lên mức 13%. Lợi nhuận của điện khí Nhơn Trạch 2 (NT2) nhảy vọt 39.2% n/n và 32% q/q. POW hồi sinh với lợi nhuận ấn tượng, VND803 tỷ so với mức lỗ trong Q4/21 cũng phản ánh tình hình tích cực của nhóm điện khí trong lúc nguồn cung than thiếu hụt trầm trọng. POW hoàn thành kế hoạch lợi nhuận của cả năm 2022 chỉ trong Q1/22.

Tình trạng thiếu hụt than chưa giảm đòn mạnh lên các công ty điện than niêm yết như HND, QTP và PPC khi Vinacomin vẫn đảm bảo được nguồn cung than cho các nhà sản xuất này. Lợi nhuận Q1/22 của HND, QTP và PPC đạt mức xấp xỉ 29%-79% mục tiêu cả năm. Tuy vậy, thiếu hụt than tác động tiêu cực lên doanh thu điện than của các công ty có danh mục sản xuất đa dạng như POW, PGV. Sản lượng của Vũng Áng 1, nhà máy điện than quan trọng của POW sụt giảm 56.7% n/n trong Q1/22.

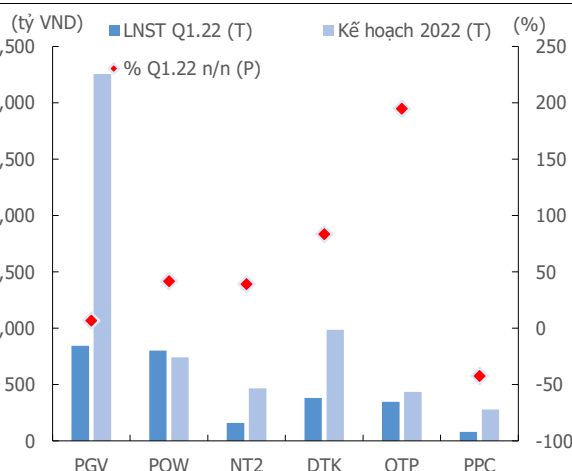
Giá FMP tăng (+38% n/n và +56% q/q) cũng phản ánh được đà tăng của giá than thế giới và giá dầu FO Singapore. Giá khí PVGAS cung cấp cho các nhà máy điện (*dựa trên giá FO Singapore*) duy trì ở mức cao, tăng bình quân 29% n/n và 11.5% q/q.

Hình 6. VSH có mức tăng ấn tượng nhất trong nhóm thủy điện



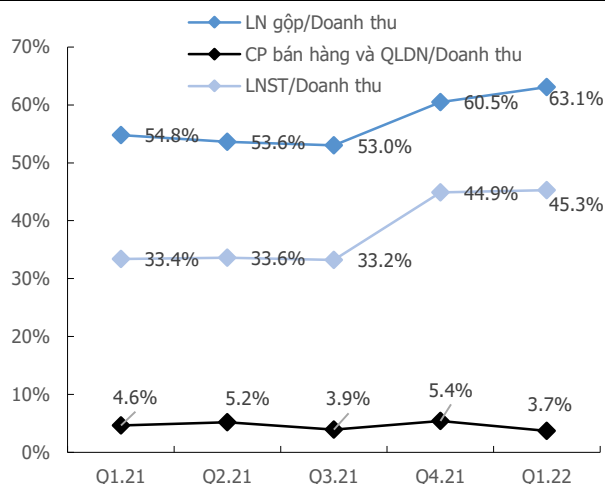
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 7. LNST của phần lớn các công nhiệt điện đều tăng



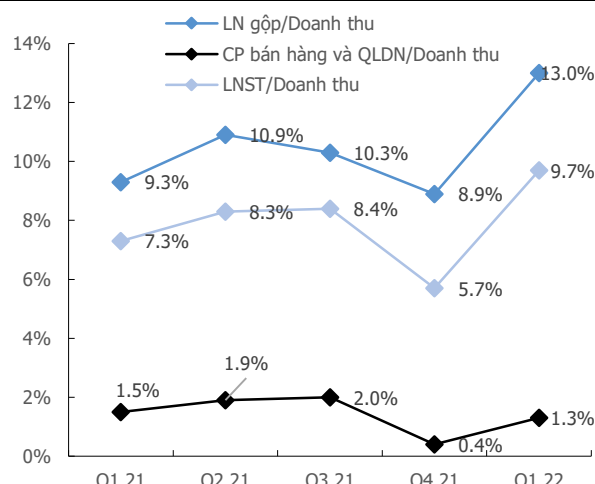
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 8. Tỷ suất LNST của nhóm thủy điện tăng nhờ hỗ trợ từ giá bán tăng



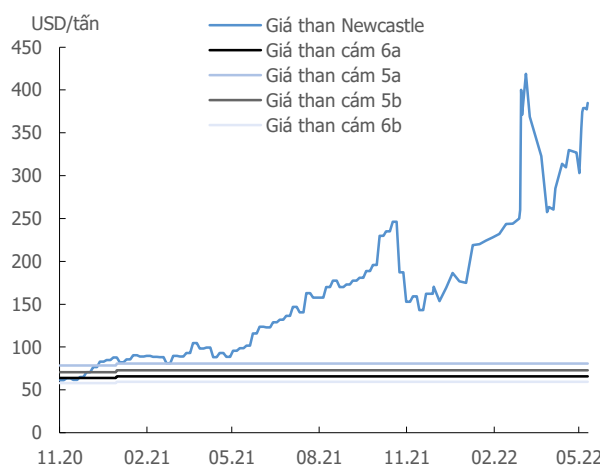
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 9. Tỷ suất LN của nhóm nhiệt điện tăng bất chấp giá nhiên liệu đầu vào tăng



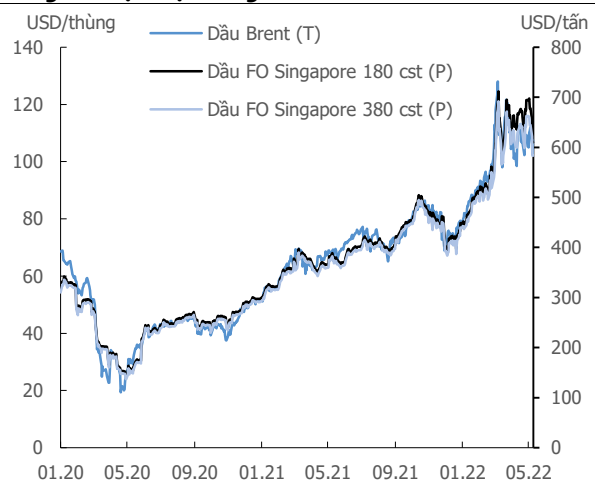
Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro

Hình 10. Giá than Newcastle neo ở mức cao nhất lịch sử trong nửa đầu T3/2022



Nguồn: Bloomberg, Trading Economics
Ghi chú: Giá than Newcastle được cập nhật đến 11/05/2022.

Hình 11. Giá dầu FO Singapore tăng kỷ lục trong Q1/22 nhưng dần hạ nhiệt trong T5/2022



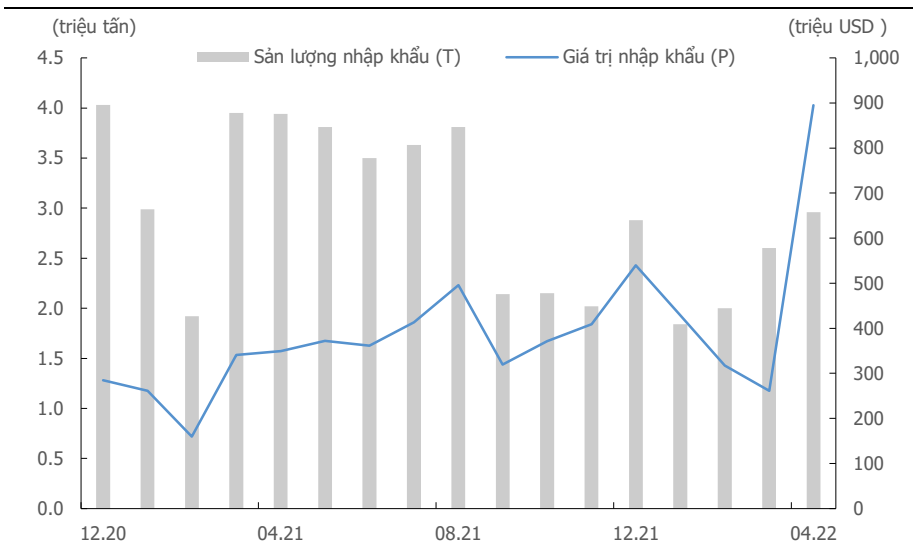
Nguồn: Bloomberg
Ghi chú: Giá dầu Brent và dầu FO Singapore được cập nhật đến 11/05/2022.

Rủi ro thiếu hụt than và giá than tăng mạnh trong Q2/22

Đến cuối tháng 3, các nhà máy điện than Nghi Sơn 1, Vũng Áng 1, Vĩnh Tân 2, Duyên Hải 1 chỉ đủ than vận hành ở mức 60-70% công suất. Mặc dù BCT đang ráo riết làm việc với các đối tác nước ngoài để nhập khẩu 5 triệu tấn than hằng năm từ Australia và tăng nhập than từ Nam Phi, năng lực cung cấp đủ than cho nhiệt điện vẫn là dấu hỏi lớn.

Trong Q1/22, giá than nhập khẩu bình quân neo ở mức USD228.5/tấn (tăng 170% n/n) trong khi sản lượng than nhập khẩu giảm về mức 6.44 triệu tấn (-27% n/n) do các khó khăn trong khâu xuất nhập khẩu. Mặc dù giá than nội địa gần như giữ nguyên trong suốt 2 năm qua, tỷ lệ than nhập khẩu trong lượng than cung cấp cho các nhà máy điện không ngừng tăng, gây áp lực lên giá than đầu vào.

Giá than Newcastle đang neo ở mức giá USD379/tấn sau khi đạt mức đỉnh USD430/tấn ở nửa đầu tháng 3, và tăng 138% kể từ đầu năm. Chúng tôi đang cân nhắc khả năng BCT sẽ tăng giá than nội địa kể từ Q2/22 trong bối cảnh chi phí sản xuất than tăng cao như hiện nay.

Hình 12. Lượng than nhập khẩu giảm nhưng giá than nhập khẩu tăng n/n

Nguồn: Fiiipro

Thủy điện sẽ là nhóm hưởng lợi lớn nhất trong Q2/22

Chúng tôi tin rằng đà tăng của giá khí sẽ khiến tỷ suất LNG của nhóm điện khí giảm nhẹ trong Q2/22. Với việc sản lượng điện hợp đồng với EVN thường chiếm khoảng 80% tổng sản lượng thương phẩm, phần nhiều tác động từ việc tăng giá khí đầu vào có thể chuyển hóa sang giá điện hợp đồng với EVN ($giá PPA = FC + VC$ trong đó, VC là giá biến đổi và được điều chỉnh theo biến động của giá nhiên liệu đầu vào). Bất chấp giá điện khí tăng, chúng tôi tin rằng doanh thu và sản lượng của nhóm điện khí vẫn rất khả quan trong Q2/22 khi EVN tăng huy động các nguồn, trong đó có điện khí để bù đắp cho thiếu hụt điện than.

Theo Trung tâm Dự báo Khí tượng thủy văn quốc gia, hiện tượng La Nina có thể kéo dài đến giữa năm 2022 với xác suất 65-70% và chuyển sang pha trung tính trong nửa sau của 2022. Các hồ chứa thủy điện tại miền bắc được dự báo sẽ thiếu nước trong mùa khô. Lượng mưa tại khu vực Tây Nguyên – Nam Trung Bộ trong Q2/22 sẽ cao hơn 15%-20% so với trung bình nhiều năm. Chúng tôi kỳ vọng rằng các yếu tố cộng hưởng sẽ thúc đẩy tăng trưởng của các công ty thủy điện tại khu vực này như VSH, GEG và DNH.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. stock ratings based on 12-month forward performance**

- BUY: Expected total return will be 15%p or more
- Hold: Expected total return will be between -5%p and 15%p
- Sell: Expected total return will be -5%p or less
- KIS Vietnam Securities Corp. does not offer target prices for stocks with Hold or Sell ratings.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. sector ratings for the next 12 months**

- Overweight: Recommend increasing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Neutral: Recommend maintaining the sector's weighting in the portfolio in line with its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Underweight: Recommend reducing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.

■ **Analyst Certification**

I/We, as the research analyst/analysts who prepared this report, do hereby certify that the views expressed in this research report accurately reflect my/our personal views about the subject securities and issuers discussed in this report. I/We do hereby also certify that no part of my/our compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this research report.

■ **Important compliance notice**

As of the end of the month immediately preceding the date of publication of the research report or the public appearance (or the end of the second most recent month if the publication date is less than 10 calendar days after the end of the most recent month), KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not own 1% or more of any class of common equity securities of the companies mentioned in this report.

There is no actual, material conflict of interest of the research analyst or KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates known at the time of publication of the research report or at the time of the public appearance.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not managed or co-managed a public offering of securities for the companies mentioned in this report in the past 12 months;

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not received compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the past 12 months; KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the next 3 months.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates was not making a market in securities of the companies mentioned in this report at the time that the research report was published.

KIS Vietnam Securities Corp. does not own over 1% of shares of the companies mentioned in this report as of 18 May 2022.

KIS Vietnam Securities Corp. has not provided this report to various third parties.

Neither the analyst/analysts who prepared this report nor their associates own any shares of the company/companies mentioned in this report as of 18 May 2022.

Prepared by: Thuy Nguyen

Global Disclaimer

■ General

This research report and marketing materials for Vietnamese securities are originally prepared and issued by the Research Center of KIS Vietnam Securities Corp., an organization licensed with the State Securities Commission of Vietnam. The analyst(s) who participated in preparing and issuing this research report and marketing materials is/are licensed and regulated by the State Securities Commission of Vietnam in Vietnam only. This report and marketing materials are copyrighted and may not be copied, redistributed, forwarded or altered in any way without the consent of KIS Vietnam Securities Corp..

This research report and marketing materials are for information purposes only. They are not and should not be construed as an offer or solicitation of an offer to purchase or sell any securities or other financial instruments or to participate in any trading strategy. This research report and marketing materials do not provide individually tailored investment advice. This research report and marketing materials do not take into account individual investor circumstances, objectives or needs, and are not intended as recommendations of particular securities, financial instruments or strategies to any particular investor. The securities and other financial instruments discussed in this research report and marketing materials may not be suitable for all investors. The recipient of this research report and marketing materials must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein and investors should seek the advice of a financial adviser. KIS Vietnam Securities Corp. does not undertake that investors will obtain any profits, nor will it share with investors any investment profits. KIS Vietnam Securities Corp., its affiliates, or their affiliates and directors, officers, employees or agents of each of them disclaim any and all responsibility or liability whatsoever for any loss (director consequential) or damage arising out of the use of all or any part of this report or its contents or otherwise arising in connection therewith. Information and opinions contained herein are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or KIS Vietnam Securities Corp. The final investment decision is based on the client's judgment, and this research report and marketing materials cannot be used as evidence in any legal dispute related to investment decisions.

■ Country-specific disclaimer

United States: This report is distributed in the U.S. by Korea Investment & Securities America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934. All U.S. persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Korea Investment & Securities, Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Korea Investment & Securities America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the U.S. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. person absent registration or an applicable exemption from the registration requirement.

United Kingdom: This report is not an invitation nor is it intended to be an inducement to engage in investment activity for the purpose of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom ("FSMA"). To the extent that this report does constitute such an invitation or inducement, it is directed only at (i) persons who are investment professionals within the meaning of Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended) of the United Kingdom (the "Financial Promotion Order"); (ii) persons who fall within Articles 49(2)(a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations etc.") of the Financial Promotion Order; and (iii) any other persons to whom this report can, for the purposes of section 21 of FSMA, otherwise lawfully be made (all such persons together being referred to as "relevant persons"). Any investment or investment activity to which this report relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. Persons who are not relevant persons must not act or rely on this report.

Hong Kong: This research report and marketing materials may be distributed in Hong Kong to institutional clients by Korea Investment & Securities Asia Limited (KISA), a Hong Kong representative subsidiary of Korea Investment & Securities Co., Ltd., and may not otherwise be distributed to any other party. KISA provides equity sales service to institutional clients in Hong Kong for Korean securities under its sole discretion, and is thus solely responsible for provision of the aforementioned equity selling activities in Hong Kong. All requests by and correspondence with Hong Kong investors involving securities discussed in this report and marketing materials must be effected through KISA, which is registered with The Securities & Futures Commission (SFC) of Hong Kong. Korea Investment & Securities Co., Ltd. is not a registered financial institution under Hong Kong's SFC.

Singapore: This report is provided pursuant to the financial advisory licensing exemption under Regulation 27(1)(e) of the Financial Advisers Regulation of Singapore and accordingly may only be provided to persons in Singapore who are "institutional investors" as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This report is intended only for the person to whom Korea Investment & Securities Co., Ltd. has provided this report and such person may not send, forward or transmit in any way this report or any copy of this report to any other person. Please contact Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd in respect of any matters arising from, or in connection with, the analysis or report (Contact Number: 65 6501 5600).

Copyright © 2022 KIS Vietnam Securities Corp. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without permission of KIS Vietnam Securities Corp.