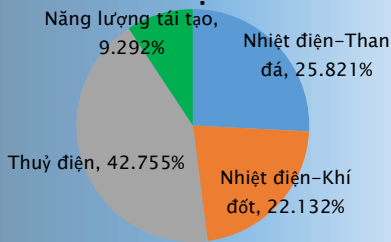


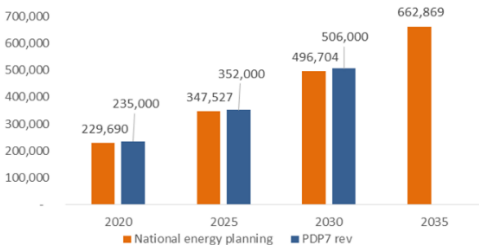
Việt Nam: Năng lượng tái tạo
27 November 2019
Các nguồn năng lượng của Việt Nam

Tin tức

- ▶ Quy hoạch phát triển điện hiện tại cho thấy một sự thiếu hụt 48 tỷ kWh vào năm 2025.
- ▶ Điện năng lượng tái tạo chiếm 9% tổng lượng điện ở Việt Nam. Các chính sách hỗ trợ bao gồm ưu đãi giá mua, giảm thuế và giảm chi phí hoặc không tính phí sử dụng đất.
- ▶ Chi phí lắp đặt điện năng lượng tái tạo trên thế giới gần tương đương các nguồn năng lượng hoá thạch và chi phí sản xuất cũng tương tự.

Quan điểm của chúng tôi

- ▶ Chính sách hỗ trợ của chính phủ đã dẫn đến sự mở rộng điện năng lượng mặt trời đáng kể trong năm 2019. Điện gió cũng sẽ mở rộng vào năm 2021.
- ▶ Những câu chuyện đầu tư vào năng lượng tái tạo vẫn còn ít, nhưng một vài cổ phiếu đang tham gia vào lĩnh vực này và sẽ hưởng lợi từ sự thiếu hụt của thị trường.
- ▶ Những rủi ro chính bao gồm hệ thống truyền tải kém, chính sách và các rủi ro từ đối tác.

Hồ sơ ngành: Năng lượng tái tạo Việt Nam đã tăng trưởng mạnh trong một vài năm qua nhờ các chính sách hỗ trợ. Tháng 7/2019, Việt Nam đã đạt được công suất điện tái tạo là 5,039MW (89% năng lượng mặt trời, 11% năng lượng gió), tương đương với 9.3% tổng công suất lắp đặt quốc gia.

Nhu cầu điện tăng cao

Các chính sách hỗ trợ

	Điện mặt trời	Điện gió
Công suất hiện tại	4464 MW	435 MW
Khuong pháp lý	11/2017/QĐ-TTg	37/2011/QĐ-TTg
Ngày có hiệu lực	02/2019/QĐ-TTg	39/2018/QĐ-TTg
Giá mua điện	Nhà máy điện 9.35 cent US/kWh Điện áp mái 9.35 cent US/kWh	Trên bờ 8.5 cent US/kWh Ngoài khơi 9.8 cent US/kWh
Ưu đãi thuế	0% thuế TNDN (4 năm đầu) 0% thuế nhập khẩu	0% thuế TNDN (4 năm đầu) 0% thuế nhập khẩu
Sử dụng đất	Miễn phí hoặc giảm phí sử dụng đất	Miễn phí hoặc giảm phí sử dụng đất

Cổ phiếu chính

YTD	*PE (x)	PB (x)	ROE (%)	ROA (%)
POW	16.8	1.3	7.8	3.2
GEX	9.2	1.7	19.1	6.1
NT2	8.5	1.6	20.0	9.7
PC1	8.6	0.9	11.1	4.9
FCN	4.3	0.6	14.3	5.8
GEG	26.2	2.5	7.8	4.8

Nguồn: Bloomberg
*TTM PER

Năng lượng tái tạo Việt Nam
Việt Nam sẽ đi theo hướng “xanh”?

Việt Nam dễ bị ảnh hưởng bởi sự thiếu hụt năng lượng và các vấn đề môi trường. Như đã đề cập trong báo cáo lần đầu của cổ phiếu POW, chúng tôi tính toán rằng nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tăng trưởng ở mức 11%/năm trong giai đoạn 2020-2025, đồng nghĩa với việc thiếu hụt điện sẽ ở mức 48 tỷ kWh hoặc hơn vào năm 2025. Mỗi quan tâm đặt ra là việc thiếu hụt điện có thể được giải quyết bằng việc đánh đổi môi trường. Quy hoạch hiện tại đối với nhiệt điện than đó là sẽ chiếm khoảng 53.2% sản lượng điện vào năm 2030. Chúng tôi ước tính lượng khí thải CO₂ từ các nhà máy nhiệt điện than có thể đạt mức 103 triệu tấn trong năm 2030, tăng từ mức 44 triệu tấn của năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lượng khí thải CO₂ sẽ thấp hơn 57% hoặc 59 triệu tấn trong năm 2030 nếu công suất nhiệt điện than theo Quy hoạch được thay thế bằng năng lượng tái tạo.

Các chính sách hỗ trợ cho năng lượng tái tạo. Mặc dù không được đề cập trong quy hoạch phát triển điện 7 sửa đổi, Chính phủ cam kết phát triển năng lượng tái tạo bằng các chính sách như: giá mua điện ở mức hấp dẫn, giảm thuế, giảm chi phí thuê đất hoặc không tính phí và hợp đồng PPA dài hạn (20 năm). Điều này đã dẫn đến tình trạng tăng rất nhanh công suất lắp đặt điện mặt trời, đạt 4,464 MW tính tới tháng 7/2019 (+49% so với đầu năm). Gấp 5 lần so với mục tiêu 850MW trong Quy hoạch điện 7 sửa đổi cho năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng công suất điện gió tăng trưởng nhanh chóng tương tự trong vòng 2 năm tới nhờ ảnh hưởng từ các chính sách hỗ trợ.

Chi phí cho năng lượng tái tạo xấp xỉ với chi phí năng lượng hoá thạch. Chi phí lắp đặt năng lượng tái tạo trên thế giới hiện trong phạm vi của chi phí lắp đặt năng lượng hoá thạch. Chi phí vận hành năng lượng tái tạo cũng đang giảm nhanh chóng, theo thống kê của McKinsey.

Năng lượng tái tạo hưởng lợi từ các khoản đầu tư lớn. Chính phủ lên kế hoạch đầu tư 148 tỷ USD trong giai đoạn 2016-2030 để đảm bảo đủ điện cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế 7% hàng năm. Khó có thể tìm được doanh nghiệp nào chỉ hoàn toàn đầu tư vào năng lượng tái tạo, tuy vậy có một vài công ty niêm yết đã và đang tham gia vào lĩnh vực này bao gồm PC1, GEG, GEX, TV2 và FCN.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Research Analysts:

Binh Truong

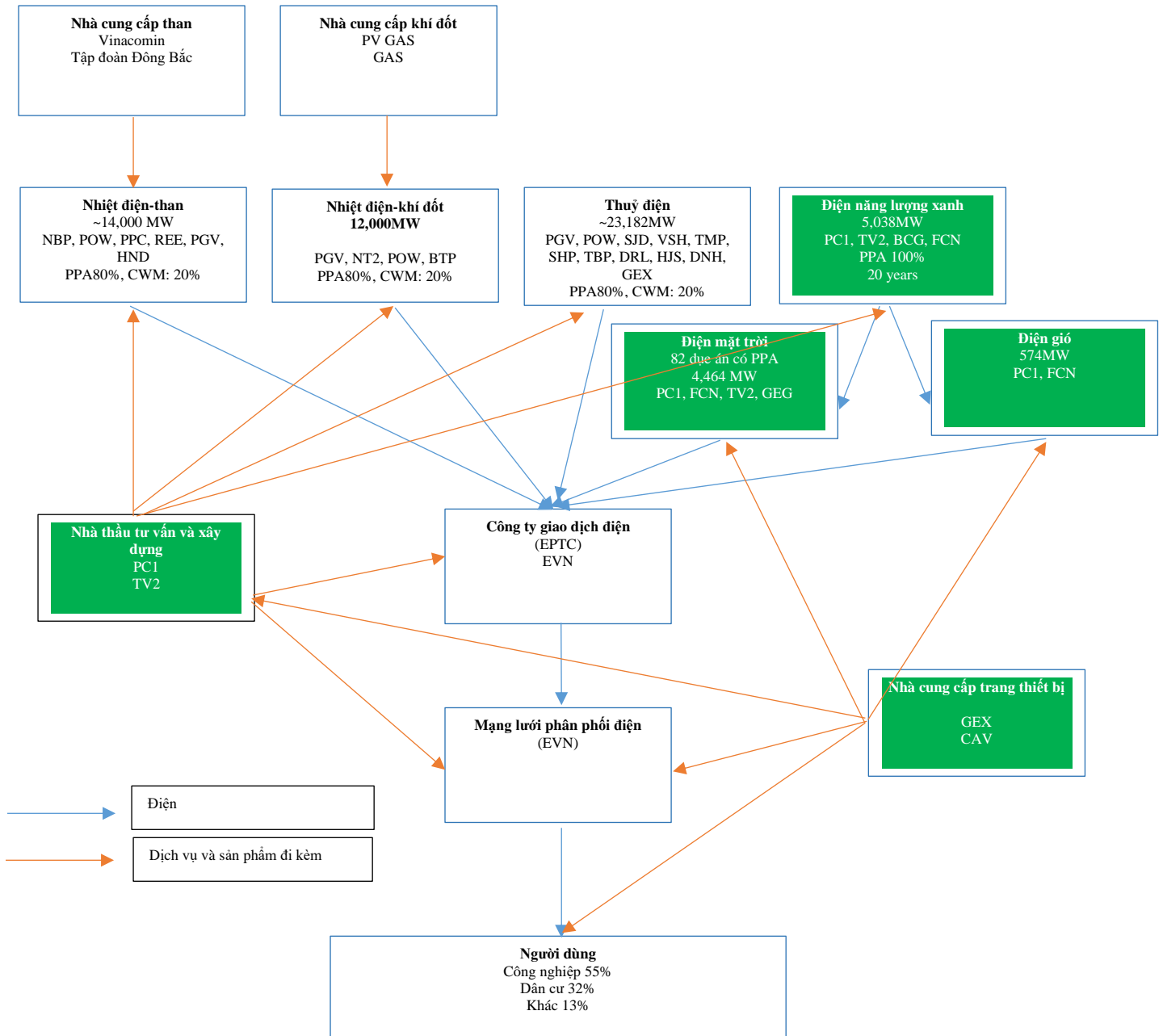
+84 28 3622 6868 ext 3845

Binh.truong@yuanta.com.vn

<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

**Công suất lắp đặt của
toàn ngành điện
~54,000 MW**



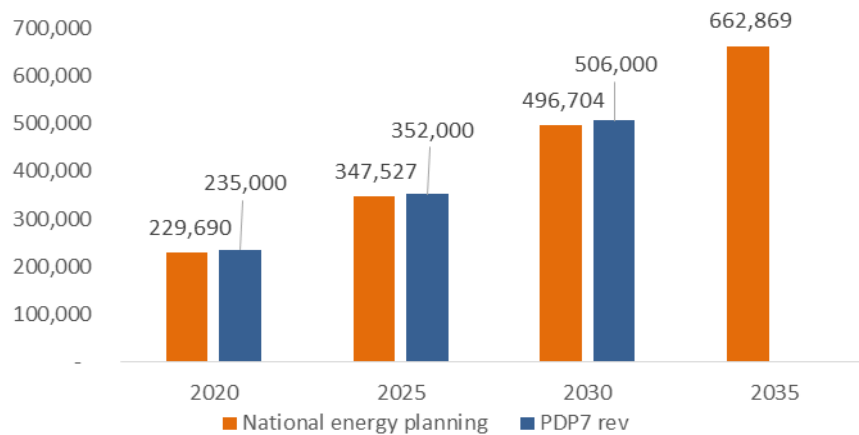
Nguồn: EVN, Yuanta Vietnam

Sự thiếu hụt điện của Việt Nam sẽ tăng lên 48 tỷ kWh vào năm 2025

Quy hoạch Quy hoạch điện 7 sửa đổi nhằm mục đích đảm bảo cung cấp đủ điện năng để duy trì mức tăng trưởng kinh tế 7% mỗi năm trong giai đoạn 2016-2030.

Như đã đề cập trong báo cáo *Lần đầu của cổ phiếu POW*, Quy hoạch điện 7 sửa đổi nhằm mục đích đáp ứng đủ nhu cầu điện để duy trì tăng trưởng kinh tế 7% mỗi năm trong giai đoạn 2016-2030. Các mục tiêu sản lượng bao gồm 235-245 tỷ kWh vào năm 2020, 352-379 tỷ kWh vào năm 2025 và 559 tỷ kWh vào năm 2030. Những dự phóng này được dựa trên nhận định tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) lượng tiêu thụ điện là 8.0%-8.6% trong giai đoạn 2020-2030.

Bảng biểu 1: Dự phóng mức tiêu thụ điện (GWh)

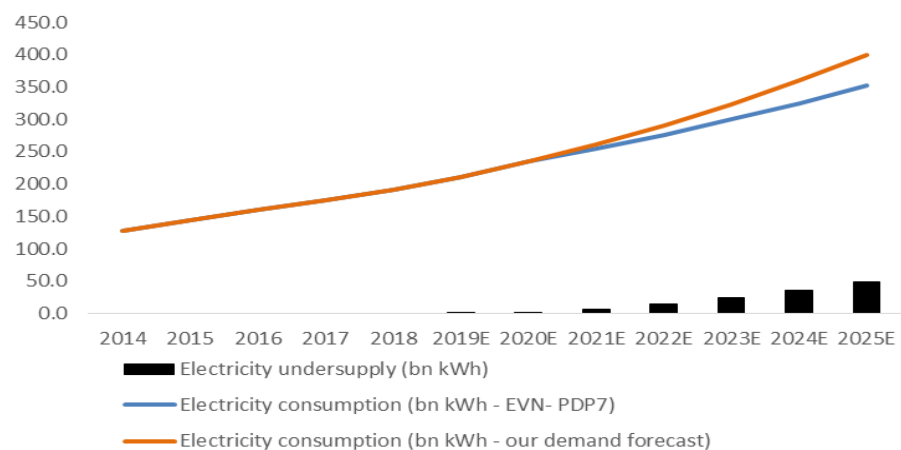


Nguồn: Quy hoạch điện 7 sửa đổi, Bộ năng lượng, Bộ Công thương

Thị trường điện sẽ thiếu khoảng 48 tỷ kWh.

Chúng tôi ước tính rằng vào năm 2030 thị trường điện sẽ thiếu 48 tỷ kWh. Giả định rằng hệ số đàn hồi điện/GDP vẫn duy trì ở mức 1.6x, trung bình 5 năm, tiêu thụ điện sẽ phải tăng trưởng ở mức 11% mỗi năm (không chỉ 8.6% theo Quy hoạch điện 7 sửa đổi) để đáp ứng mức tăng trưởng GDP 7% mỗi năm trong giai đoạn 2020-2025. Theo đó chúng tôi ước tính Việt Nam sẽ phải sản xuất tổng cộng 400 tỷ kWh vào năm 2025, cao hơn dự phóng của Chính phủ (352 tỷ kWh) theo Quy hoạch điện 7 sửa đổi.

Bảng biểu 2: Dự phóng mức tiêu thụ điện (GWh)



Nguồn: Quy hoạch điện 7 sửa đổi, Yuanta Vietnam

Chúng tôi cho rằng thị trường thiếu cung sẽ đẩy giá điện lên cao.

Việc thiếu hụt điện có thể tồi tệ hơn tương tượng bởi việc trì hoãn xây dựng các nhà máy điện. Quy hoạch điện 7 sửa đổi đặt mục tiêu tổng công suất nhiệt điện than và khí đốt đạt 37,700MW vào năm 2023. Tuy nhiên, chỉ mới 8 dự án với tổng công suất là 8,460MW được khởi công cho đến nay, và còn 22 dự án khác (~29,249MW) chưa được triển khai và khó có thể được hoàn thành vào năm 2023. Do vậy, chúng tôi cho việc thiếu hụt điện sẽ đẩy giá điện tăng cao hơn. Giá điện trung bình đã tăng đều đặn qua thời gian, phản ánh chi phí sản xuất tăng. Tháng 4/2019, giá điện trung bình của EVN chạm mức 1,417 đồng/kWh, tăng +16.7% so với cùng kỳ và +5.7% so với hồi đầu năm, cao hơn +24.6% giá trung bình của tháng 1/2015.

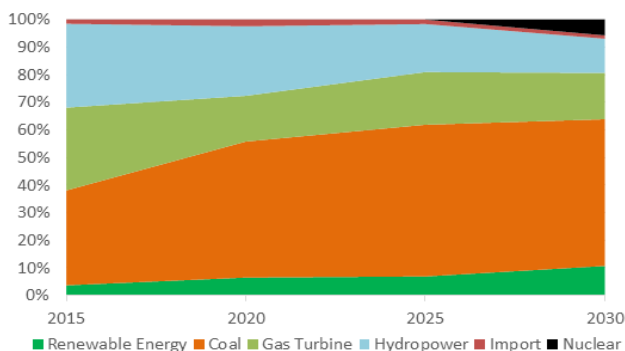
Quy hoạch điện quốc gia: dễ bị ảnh hưởng bởi các vấn đề môi trường và sự thiếu hụt đầu vào

Phụ thuộc nhiều vào các nguồn năng lượng truyền thống

Quy hoạch điện than chiếm 42.6% công suất điện và 53.2% sản lượng điện toàn quốc vào năm 2030

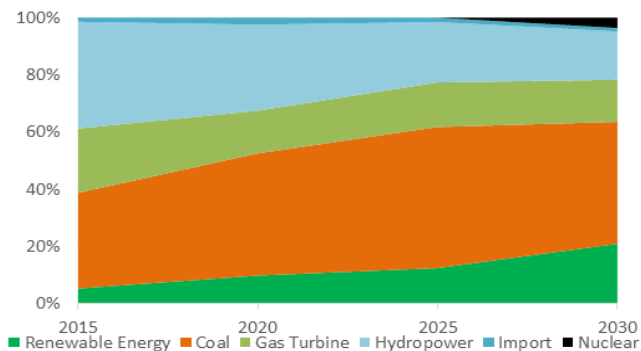
Theo quan điểm của chúng tôi, than đá hiện là trọng tâm trong Quy hoạch phát triển điện năng quốc gia. Theo Quy hoạch điện 7 sửa đổi, than đá dự kiến sẽ chiếm 42.6% tổng công suất phát điện và 53.2% sản lượng điện của quốc gia vào năm 2030. Con số này cao hơn đáng kể so với các mức trong quá khứ. Ví dụ, tổng công suất lắp đặt của nhiệt điện than chiếm chỉ 33.5% tổng công suất và 34.4% tổng sản lượng điện của Việt Nam năm 2015.

Bảng biểu. 3: Sản lượng điện hỗn hợp



Nguồn: Quy hoạch điện 7 sửa đổi

Bảng biểu. 4: Công suất lắp đặt điện hỗn hợp



Nguồn: Quy hoạch điện 7 sửa đổi

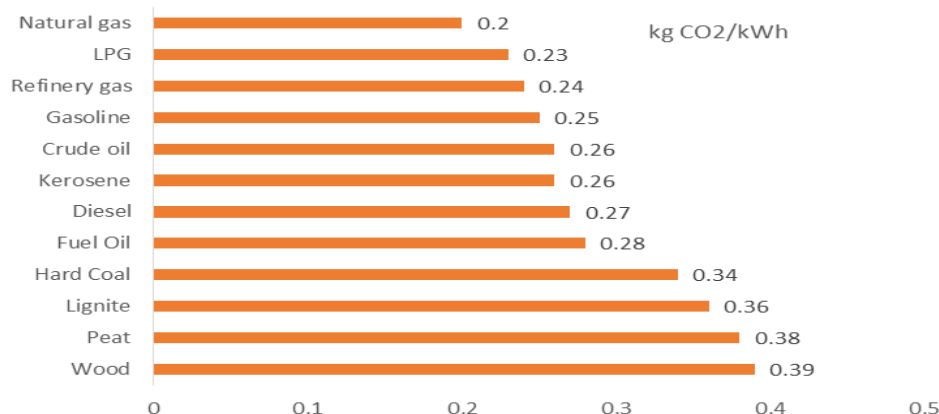
Do vậy, Việt Nam dễ bị ảnh hưởng bởi các vấn đề môi trường và thiếu hụt nguồn đầu vào

Dựa vào nguồn năng lượng truyền thống dẫn đến việc Việt Nam dễ bị ảnh hưởng bởi sự thiếu hụt đầu vào. Quy hoạch phát triển ngành Than Việt Nam (VCIDP) dự báo khai thác than nội địa chỉ còn 57 triệu tấn vào năm 2030. Điều này tương đương với mức tăng trưởng kép hàng năm 1.9% trong giai đoạn 2016-2030 và rõ ràng thì thấp hơn rất nhiều so với mức tăng trưởng nhu cầu than ở mức 8.9% dự báo cho cùng giai đoạn. Chi phí sản xuất nhiệt điện than có thể tăng lên bởi than nhập khẩu có chi phí cao hơn so với than nội địa.

Chúng tôi ước tính rằng khí thải CO2 từ các nhà máy nhiệt điện than sẽ đạt 103 triệu tấn trong năm 2030, cao hơn 2.3 lần mức 44 triệu tấn dự báo cho năm 2020.

Chúng tôi tính rằng lượng khí thải CO2 từ các nhà máy nhiệt điện than sẽ đạt mức 103 triệu tấn trong năm 2030, tăng từ 44 triệu tấn ở năm 2020, nếu đúng theo lộ trình của Quy hoạch điện 7 sửa đổi. Ước tính này được dựa trên giả định rằng 1kWh sản xuất ra 0.34kg khí CO2. Những sự cố gần đây liên quan đến chất lượng không khí kém ở Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh được cho là do giao thông đông đúc, khí thải xây dựng, và đốt rác. Sử dụng quá mức nguồn năng lượng truyền thống có thể gây tồi tệ hơn tình trạng ô nhiễm môi trường hiện nay.

Bảng biểu.5: Than đá là nguồn gây ô nhiễm nhất trong các nguồn hoá thạch



Nguồn: www.volker-quaschnig.de

Việt Nam có một lựa chọn thân thiện với môi trường hơn

Nếu công suất điện từ nhiệt điện than được thay thế bởi năng lượng tái tạo, Việt Nam sẽ cắt giảm được lượng khí thải CO₂ đi 57% hoặc 59 triệu tấn vào năm 2030.

Câu chuyện có thể khác đi nếu Việt Nam tập trung vào năng lượng tái tạo. Chúng tôi ước tính rằng Việt Nam sẽ giảm lượng khí thải CO₂ đi 57% hoặc 59 triệu tấn vào năm 2030 nếu công suất tăng thêm từ nhiệt điện than được thay thế hoàn toàn bởi các nguồn năng lượng xanh và năng lượng tái tạo như năng lượng mặt trời và gió.

Bảng biểu 6: Giảm nhiệt điện than = giảm khí thải (ước tính hàng năm)

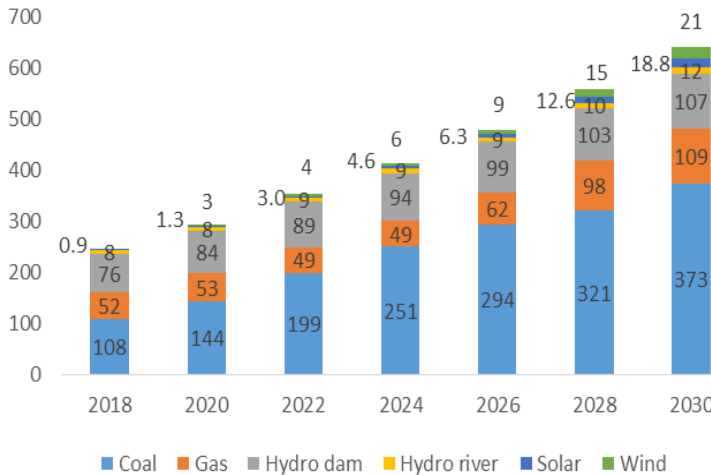
	Tổng nhu cầu điện (tỷ kWh)	Điện sản xuất từ nhiệt điện-than (tỷ kWh)	Khí thải CO ₂ (triệu tấn)
2020	265	131	44
2030	572	304	103
Giảm nhiệt điện-than, giảm khí thải	307	174	59

Nguồn: Quy hoạch điện 7 sửa đổi, Yuanta Vietnam

McKinsey đã đề xuất một lựa chọn thay thế thân thiện với môi trường hơn để đáp ứng nhu cầu điện. Với kế hoạch này, sản lượng điện từ nhiệt điện than sẽ chỉ chiếm 26% sản lượng điện của quốc gia trong năm 2030 (thay vì 53.2% trong Quy hoạch điện 7 sửa đổi)

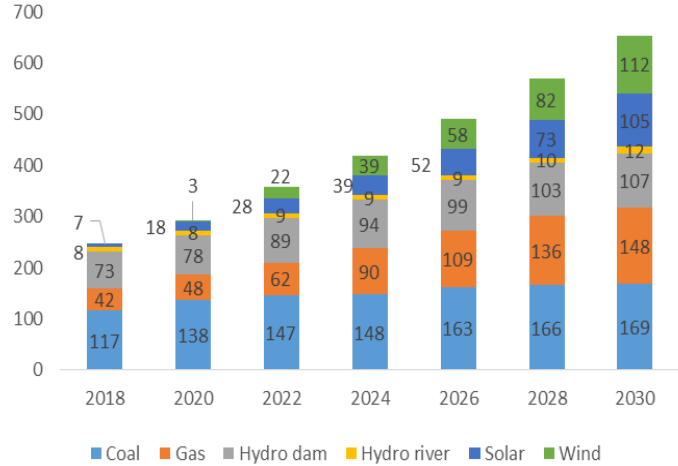
Các nguồn năng lượng tái tạo, bao gồm điện gió và điện mặt trời, sẽ được sử dụng thay cho than đá như trong kế hoạch của McKinsey. Điện gió sẽ chiếm 17% tổng sản lượng điện trong khi đó điện mặt trời chiếm 16% trong năm 2030.

Bảng biểu 7: Sản lượng điện hỗn hợp theo Quy hoạch điện 7 sửa đổi



Nguồn: Quy hoạch điện 7 sửa đổi

Bảng biểu 8: Con đường thay thế đề xuất bởi McKinsey



Nguồn: McKinsey

Giải pháp thay thế của McKinsey sẽ giúp Việt Nam giảm khí thải CO₂ đi 0.9 tỷ tấn.

McKinsey ước tính rằng Quy hoạch điện 7 sửa đổi sẽ tạo ra lượng khí CO₂ tổng cộng lên đến 3.5 tỷ tấn, cao hơn nhiều so với 2.4 tỷ tấn CO₂ khi lựa chọn giải pháp thay thế. Giải pháp thay thế chú trọng vào năng lượng tái tạo và năng lượng xanh hơn là năng lượng điện than.

Công suất điện mặt trời tăng đột biến trong năm 2019. Tháng 6/2019, Việt Nam có công suất điện mặt trời đạt 4,464MW, gấp gần 5 lần mức mục tiêu đặt ra ở Quy hoạch điện 7 sửa đổi cho năm 2020. Theo quan điểm của chúng tôi, sự đột biến này đến từ việc đầu tư năng lượng tái tạo được hưởng các chính sách hỗ trợ và việc xây dựng thì vốn chi phí tương đối thấp.

Các chính sách hỗ trợ cho năng lượng tái tạo

Năng lượng tái tạo đang tăng trưởng nhanh hơn chúng tôi kỳ vọng, Vào tháng 7/2019, đã có 82 dự án điện mặt trời với tổng công suất 4,464MW, gấp 5 lần mức đặt ra cho năm 2020 theo Quy hoạch điện 7 sửa đổi. Chúng tôi cho rằng điều này là do năng lượng tái tạo được hưởng các chính sách hỗ trợ bao gồm giá điện hợp lý trong dài hạn, ưu đãi thuế và các quyền sử dụng đất tương đối mở.

Giá mua bán hợp lý

Không giống như các nhà máy điện thông thường, các quy định buộc người mua phải mua một phần hoặc tất cả điện được sản xuất bởi các nhà máy điện năng lượng tái tạo (năng lượng mặt trời và năng lượng gió) với mức giá cố định cho 20 năm. Giá mua điện tái tạo vì vậy hấp dẫn hơn so với giá điện từ các nguồn hoá thạch, khoảng từ 4.47 cent US tới 8.1 cent US trong những năm qua.

Điện gió trên đất liền được hưởng giá mua hấp dẫn là 8.5 cent US/kWh.

Ngược lại, điện gió hưởng giá mua 1.928 đồng/kWh (8.5 cent US/kWh) đối với điện gió trên bờ và 2.223 đồng/kWh (9.8 cent US/kWh) đối với điện gió ngoài khơi. Cả hai mức giá này đều cao hơn giá trung bình gần đây 1,614 đồng/kWh (7.8 cent US/kWh). Mức giá này được áp dụng đối với các dự án hoạt động trước 1/11/2021 như Quyết định số 39/2018/QĐ-TTg, bổ sung Quyết định số 37/2011/QĐ-TTg. Ưu đãi này cũng hấp dẫn hơn so với giá mua điện từ các nguồn năng lượng truyền thống (như giá bán lẻ trung bình của nhiệt điện khí đốt là 1,600 đồng hoặc 6.8 cent US/kWh).

Giá mua điện mặt trời được đặt ra ở mức 9.35 cent US/ kWh cho các dự án hoạt động trước 1/7/2019.

Điện mặt trời đang chờ một biểu giá mới. Quyết định số 11/2017/QĐ-TTg quy định giá mua là 9.35 cent US/kWh nếu dự án được vận hành trước 1/7/2019. Bộ Công thương đã đề xuất một biểu giá mới được áp dụng cho 20 năm với bất kỳ dự án nào đi vào hoạt động trong giai đoạn từ 1/7/2019 đến 31/12/2021, nhưng đề xuất này vẫn chưa được phê duyệt. Biểu giá điện mặt trời mới này sẽ giảm giá mua cho các dự án mới còn 1,620 đồng/kWh (7.09 cent US/kWh) đối với các dự án mặt đất và 1,758 đồng/kWh (7.69 cent US/kWh) đối với các dự án nổi. Tuy nhiên, giá cho các dự án điện mặt trời trước tháng 7/2019 sẽ vẫn không đổi ở mức ưu đãi trước đó 2,156/kWh (9.35 cent US/kWh).

Ưu đãi thuế

Các công ty năng lượng tái tạo được hưởng ưu đãi cả về thuế TNDN và thuế nhập khẩu.

Như Quyết định số 11/2017/QĐ-TTg và 37/2011/QĐ-TTg, năng lượng tái tạo (năng lượng mặt trời và năng lượng gió) được xem là một ngành đặc biệt đủ điều kiện hưởng ưu đãi về thuế, bao gồm thuế TNDN và thuế nhập khẩu. Thuế TNDN hiện hành là 20% đối với hầu hết các doanh nghiệp. Tuy nhiên, các công ty năng lượng tái tạo được hưởng thuế suất thuế TNDN ở mức 0% trong 4 năm, và giảm 50% thuế TNDN trong 9 năm sau đó (do đó thuế TNDN của các nhà sản xuất điện mặt trời sẽ là 10% giả sử không thay đổi với thuế cơ sở hiện nay là 20%), và 15 năm tiếp giảm 10% thuế TNDN. Cả 2 quyết định cũng chỉ rõ rằng các dự án năng lượng tái tạo hưởng thuế nhập khẩu 0% đối với việc mua các tài sản cố định.

Chi phí sử dụng đất giảm/miễn phí cho các dự án năng lượng tái tạo

Điện mặt trời và điện gió đều được giảm hoặc miễn phí tiền sử dụng đất như trong Quyết định số 11/2017/QĐ-TTg (cho năng lượng mặt trời) và Quyết định số 37/2011/QĐ-TTg. Điều này xuất phát từ đặc thù của ngành, đòi hỏi chủ đầu tư phải có được quỹ đất lớn, điều này rất khó đạt được và nếu có thì việc có được lợi nhuận cũng là rất mong manh nếu không được hỗ trợ từ chính phủ.

Bảng biểu 9: Các chính sách hỗ trợ

	Điện mặt trời	Điện gió
Công suất hiện tại	4464 MW	435 MW
Khung pháp lý	11/2017/QĐ-TTg 02/2019/QĐ-TTg	37/2011/QĐ-TTg 39/2018/QĐ-TTg
Ngày có hiệu lực	Trước 1/7/2019	Trước 1/11/2021
Giá mua điện	Nhà máy điện 9.35 cent US/kWh Điện áp mái 9.35 cent US/kWh	Trên bờ 8.5 cent US/kWh Ngoài khơi 9.8 cent US/kWh
Ưu đãi thuế	0% thuế TNDN (4 năm đầu) 0% thuế nhập khẩu	0% thuế TNDN (4 năm đầu) 0% thuế nhập khẩu
Sử dụng đất	Miễn phí hoặc giảm phí sử dụng đất	Miễn phí hoặc giảm phí sử dụng đất

Nguồn: Yuanta Vietnam

Năng lượng tái tạo đang dần trở nên rẻ hơn so với năng lượng hoá thạch

Chi phí lắp đặt điện mặt trời và điện gió gần bằng với chi phí các nhà máy điện hoá thạch thông thường.

Chi phí năng lượng tái tạo đã giảm gần đây nhờ sự phát triển công nghệ. Nghiên cứu của chúng tôi chỉ ra rằng chi phí lắp đặt điện mặt trời và điện gió đang gần bằng với chi phí các nhà máy điện từ nhiên liệu hoá thạch truyền thống. Đặc biệt, chi phí lắp đặt/MW (được đo sản xuất trong 1 giờ) của điện mặt trời là khoản 1.1 triệu USD và đối với điện gió là 1.5 triệu USD, trong khi nhiệt điện-than là 1.3 triệu USD và nhiệt điện-khí đốt là khoảng 1.1 triệu USD. Tuy nhiên, nên chú ý rằng điện mặt trời và điện gió có sản lượng hàng năm thấp hơn các năng lượng truyền thống. Ví dụ, nhiệt điện than hoạt động tối đa hàng năm lên đến 6,500 giờ và nhiệt điện khí là 6,000 giờ, cả hai đều vượt xa mức trung bình của điện mặt trời ~1,600 giờ.

Bảng biểu 10: Chi phí lắp đặt năng lượng xanh gần bằng so với các loại năng lượng hoá thạch khác

Developers	Projects	Type	Operations	Capacity (MW/MWP)	Investment (VND bn)	Investment (USD mn)	Investment (USD mn/MW)
POW	Vũng Áng 1	Coal fired thermal power	2015	1,200	28,739	1,275	1.1
PGV	Vinh Tan Thermal	Coal fired thermal power	2019	1,200	36,000	1,549	1.3
POW	Nhon Trach 1	Gas fired thermal power	2008	450	7,053	403	0.9
POW	Ca Mau 1	Gas fired thermal power	2008	750	6,572	376	0.5
POW	Ca Mau 2	Gas fired thermal power	2008	750	6,153	352	0.5
POW	Nhon Trach 2	Gas fired thermal power	2011	750	8,538	406	0.5
POW	Nhon Trach 3 & 4	Gas fired thermal power	2022	1300 - 1760	33,000	1,420	1.1
POW	Dakrinh	Hydropower	2014	125	5,911	276	2.2
POW	Hua Na	Hydropower	2013	180	5,964	282	1.6
POW	Nam Cat	Hydropower	2012	3	131	6	2.0
FCN	Vinh Hao 6	Solar Power	2019	50	1,361	59	1.2
AC Energy	AC Energy	Solar Power	2019	330	7,000	301	0.9
GEX	GEX Ninh Thuan	Solar Power	2019	50	1,300	56	1.1
TV2	Sơn Mỹ 3.1	Solar Power	2019	50	1,149	49	1.0
BCG	BCG	Solar Power	2019	40	941	41	1.0
FCN	Vinh Hao 6, phase 2	Wind Power	2021	100	3,510	151	1.5
PC1	Lien Lap Wind farm	Wind Power	2021	48	1,800	77	1.6
BCG	BCG	Wind Power	2020	150	6,972	300	2.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Yuanta Vietnam

Nhìn chung chi phí sản xuất điện năng lượng tái tạo gần bằng với điện năng lượng không tái tạo khác trên trái đất. Theo Cơ quan Năng lượng tái tạo quốc tế (IRENA), chi phí sản xuất điện năng lượng tái tạo trên thế giới nhìn chung tương đương với điện năng lượng hoá thạch. Đặc biệt, thống kê IRENA chỉ ra rằng chi phí sản xuất điện năng lượng hoá thạch rơi vào khoảng từ 0.05 USD đến 0.17 USD/kWh. Trong khi đó chi phí điện gió trên bờ là 0.06 USD/kWh và điện mặt trời là 0.10 USD/kWh. IRENA cũng ước tính rằng các dự án điện gió và điện mặt trời trên bờ có thể sẽ cung cấp điện với mức giá 0.03 USD/kWh trong vòng 2 năm tới, điện gió và mặt trời ngoài khơi sẽ có giá khoảng 0.06 USD đến 0.10 USD/kWh trong năm 2020-2022.

Các công ty năng lượng sẽ hưởng lợi khi họ hỗ trợ tăng trưởng GDP của Việt Nam trong những năm tới.

Chính phủ dự định đầu tư 148 tỷ USD từ năm 2016-2030 để đảm bảo đủ điện phục vụ cho mức tăng trưởng kinh tế 7% một năm trong giai đoạn 2016-2030. Với thị trường thiếu cung như thảo luận ở trên, chúng tôi tin rằng các công ty năng lượng – bao gồm công ty phát điện cũng như các nhà thầu xây dựng công trình – có nhiều dự địa để phát triển trong những năm tới.

Cụ thể, chúng tôi quan tâm các công ty tham gia đầu tư vào năng lượng tái tạo, vốn đang trở thành một lựa chọn ưa thích như đã trình bày bởi các chính sách hỗ trợ và chi phí lắp đặt, sản xuất thấp.

PC1 (Không đánh giá): Với 50 năm kinh nghiệm, PC1 là công ty dẫn đầu ở thị trường Việt Nam về xây dựng các dự án điện, đường dây truyền tải và trạm biến áp điện (34% doanh thu năm 2018). Các phân khúc khác của công ty bao gồm bất động sản (19% doanh thu 2018), thủy điện (11%) và sản xuất trang thiết bị mạng lưới điện (10%). PC1 gần đây đã đầu tư vào một dự án điện gió 48MW. Dự án này đòi hỏi cần 1.8 nghìn tỷ đồng chi phí vốn, với tỷ lệ vốn góp/vay là 30/70. Do vậy, công ty này hưởng lợi từ việc về thị trường điện thiếu cung cũng như cần phải mở rộng hệ thống truyền tải điện (mạng lưới điện và trạm biến áp) để đáp ứng với công suất mới từ việc sản xuất điện năng lượng tái tạo.

GEX (Không đánh giá): Tập đoàn có 2 mảng chính: 1) trang thiết bị điện và vật liệu xây dựng (80% doanh thu), 2) dịch vụ tiện ích, logistics, và bất động sản (19%). Ngoài ra, GEX sở hữu 25% vốn của VGC, một công ty về bất động sản khu dân cư/công nghiệp và vật liệu xây dựng. GEX dự định mua lại VGC.

Công ty này nổi tiếng về thương hiệu thiết bị điện được nhận biết rộng rãi bên cạnh chuỗi giá trị năng lượng: Cadivi, Thibidi và HEM. GEX tin rằng họ sẽ hưởng lợi từ việc tăng đầu tư vào ngành điện đang thiếu cung. Kế hoạch của chính phủ tính rằng đầu tư vào hệ thống năng lượng 148 tỷ USD là một yêu cầu để đảm bảo đủ cung ứng điện cho mức tăng trưởng kinh tế 7% hàng năm trong giai đoạn 2016-2030.

GEX lên kế hoạch mở rộng công suất điện năng lượng tái tạo lên 500 MW trong vòng 3 năm tới. GEX gần đây đã có 3 nhà máy thủy điện và 1 nhà máy điện năng lượng mặt trời với tổng công suất lắp đặt là 122MW. GEX đang phát triển 3 dự án nhà máy điện gió, những dự án này sẽ hưởng lợi ưu đãi nếu chúng được đưa vào hoạt động trước 1/11/2021.

FCN (Không đánh giá): FCN là một công ty hàng đầu trong kỹ thuật nền móng công trình và xây dựng dưới lòng đất ở Việt Nam. Công ty có kinh nghiệm vững chắc về các dự án cơ sở hạ tầng và dự án công nghiệp bao gồm tuyến Metro Hồ Chí Minh và Hà Nội, nhà máy lọc dầu Long Sơn, Nhiệt điện Nghi Sơn và các nhà máy sản xuất của Hoà Phát. Nhà thầu xây dựng dân dụng Raito Kogyo (1926 JP, không đánh giá) của Nhật Bản sở hữu 19.3% cổ phần.

FCN đã mở rộng sản xuất năng lượng tái tạo. FCN đang đầu tư 3,510 tỷ đồng (150 triệu USD) vào dự án điện gió với công suất 100MW (Vĩnh Hảo 6, giai đoạn 2). Ban lãnh đạo dự định bán 60% cổ phần tại dự án này sau khi việc xây dựng hoàn tất. Nếu dự án này được đưa vào hoạt động trước 1/11/2021 sẽ hưởng được giá bán 1.928 đồng/kWh (8.5 cent USD/kWh) như quy định trong Quyết định số 39/2018/QĐ-TTg. Trong 2Q19, FCN đã bán 60% cổ phần của nhà máy điện mặt trời Vĩnh Hảo 6 sau khi được đưa vào hoạt động thành công trong 1H19; ghi nhận thêm 45 tỷ đồng vào lợi nhuận 2Q19.

GEG (Không đánh giá) Công ty cổ phần điện Gia Lai, là một thành viên của tập đoàn TTC, được biết đến gần đây với dự án thủy điện Gia Lai Kon Tum. Công ty này đang vận hành 14 nhà máy thủy điện với công suất là 84.1 MW và 5 nhà máy điện mặt trời với công suất 260MW.

Nhiệt điện-khí đốt, nhiên liệu hoá thạch ít Carbon, rất quan trọng trong việc đảm bảo hệ thống điện hoạt động trơn tru. Đặc biệt, nhiệt điện-khí sẽ được triển khai khi thủy điện rơi vào mùa khô (quý 2). Điện năng lượng tái tạo thì không ổn định bởi vì nó phụ thuộc vào mặt trời và gió, và tính bất ổn định này có thể được giảm thiểu bằng việc sản xuất điện-khí đốt. Chúng tôi tin rằng nhiệt điện-khí đốt cũng sẽ hưởng lợi từ thị trường điện thiếu cung này.

POW (MUA, Giá mục tiêu: 17,457) là nhà cung ứng điện độc lập lớn thứ 2 tại Việt Nam với công suất lắp đặt là 4,208 MW, chiếm 7.8% tổng công suất điện lắp đặt của quốc gia. Nguồn năng lượng sản xuất điện của công ty này là phối hợp giữa điện-khí đốt (64% sản lượng điện hỗn hợp), điện-than (29%) và thủy điện (7%). POW lên kế hoạch nắm bắt thị trường điện tiềm năng bằng việc mở rộng công suất lắp đặt lên ít nhất 33% thông qua 2 dự án nhiệt điện-khí đốt, chúng tôi kỳ vọng nó sẽ được vận hành trước năm 2023.

NT2 (Nắm giữ-Vượt trội, Giá mục tiêu: 29,195) là một công ty con với 59% sở hữu của POW đang vận hành một nhà máy nhiệt điện-khí hiện đại với công suất 750MW tại vùng thiếu năng lượng miền Nam Việt Nam. NT2 ký một hợp đồng cung ứng khí đốt 25 năm với PV GAS vào năm 2010 và hợp đồng mua bán điện 10 năm với EVN vào năm 2012. Điềm thu hút các

nhà đầu tư là tỷ lệ cổ tức cao, đã duy trì hơn 10% từ năm 2016. Nhưng sự đàm phán lại hợp đồng PPA có thể đưa công ty vào nguy cơ giảm sút.

Bảng biểu 11: Ngành năng lượng: Các cổ phiếu chính

No	Tickers	Exchange	Name	ICB Sector Name	Current price (VND)	MKT Cap (USD mn)	P/E* (x)	P/B (x)	ROE (%)	ROA (%)	Dividend yield* (%)
1	POW	HOSE	PetroVietnam Power Corp	Electricity	13,750	1,389	16.8	1.3	7.8	3.2	
2	PGV	Upcom	Power Generation Corp 3 Co Ltd	Electricity	10,000	894		1.1	(6.3)	(0.8)	
3	DNH	Upcom	DA Nhim-Ham Thuan-DA MI Hydr	Electricity	26,500	481	8.7	1.9	22.6	15.3	8.3
4	GEX	HOSE	Vietnam Electrical Equipment JS	Electronic &	20,600	432	9.2	1.7	19.1	6.1	
5	PPC	HOSE	Pha Lai Thermal Power JSC	Electricity	27,050	373	8.5	1.5	17.2	13.5	10.0
6	HND	Upcom	HAI Phong Thermal Power JSC	Electricity	14,500	312	17.1	1.3	7.8	2.9	5.2
7	NT2	HOSE	PetroVietnam Nhon Trach 2 Powe	Electricity	23,000	285	8.5	1.6	20.0	9.7	3.9
8	Geg	HOSE	Gia Lai Electricity JSC	Electricity	28,250	248	26.2	2.5	7.8	4.8	2.5
9	VSH	HOSE	Vinh Son - Song Hinh Hydropowe	Electricity	21,000	186	32.6	1.4	4.5	1.7	
10	PC1	HOSE	Power Construction JSC No.1	Constructio	19,350	133	8.6	0.9	11.1	4.9	
11	CHP	HOSE	Central Hydropower JSC	Electricity	20,300	121	14.9	1.8	11.8	6.0	7.4
12	TMP	HOSE	Thac Mo Hydropower JSC	Electricity	35,950	108	5.9	1.8	32.3	25.6	8.3
13	TV2	HNX	Power Engineering Consulting JS	Constructio	88,800	92	8.6	2.5	33.1	12.0	
14	SHP	HOSE	Southern Hydropower JSC	Electricity	22,100	89	11.3	1.8	15.7	8.4	8.7
15	VPD	HOSE	Vietnam Power Development JSC	Electricity	16,200	74	10.2	1.4	13.7	6.8	6.8
16	TBC	HOSE	Thac Ba HydroPower JSC	Electricity	24,900	68	8.9	1.6	18.7	17.8	8.0
17	SJD	HOSE	Can Don Hydro Power JSC	Electricity	21,100	63	11.8	1.6	13.3	8.0	11.8
18	FCN	HOSE	FECON Corp	Constructio	11,150	57	4.3	0.6	14.3	5.8	4.3
19	S4A	HOSE	Se San 4A Hydropower JSC	Electricity	28,000	51	10.9	2.5	21.9	9.4	8.6
20	BTP	HOSE	Ba Ria Thermal Power JSC	Electricity	12,200	32	7.7	0.7	8.6	5.4	12.3
21	HJS	HNX	Nam Mu Hydropower JSC	Electricity	25,000	23	11.5	1.8	15.8	10.8	3.9
22	DRL	HOSE	Hydro Power JSC - Power No. 3	Electricity	54,600	22	10.0	3.9	41.8	41.4	10.1
23	KHP	HOSE	Khanh Hoa Power JSC	Electricity	9,800	17	12.0	0.6	5.0	1.9	5.1
24	PIC	HNX	PC3 - Investment JSC	Electricity	10,400	15	55.6	1.0	1.8	1.1	
25	NBP	HNX	Ninh Binh Thermal Power JSC	Electricity	12,200	7	4.2	0.6	15.7	9.3	9.8
Average						222.8	13.5	1.6	15.0	9.2	7.5
Median						91.6	10.1	1.6	14.3	6.8	8.2

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Yuanta Vietnam,

*Trailing 12M

Rủi ro chính

Rủi ro tập trung và rủi ro đối tác. Thị trường bán buôn điện Việt Nam chính thức được bắt đầu vào tháng 1/2019, sau một năm thí điểm. VWEM có 5 công ty mua điện: EVN miền Bắc PTC, EVN miền Trung PTC, EVN miền Nam PTC, EVN Hà Nội PTC và EVN Hồ Chí Minh PTC. Tuy nhiên, tất cả công ty này đều là thành viên của EVN (nghĩa là trên thực tế chỉ có 1 người mua).

Mạng lưới truyền tải yếu. Vào cuối năm 2018, mạng lưới truyền tải điện Việt Nam đã có 8,000km với đường dây 500kV và 17,500km với đường dây 200kV. Tuy nhiên, Các đường dây truyền tải này vẫn bị quá tải. Trung tâm điều phối Truyền tải quốc gia (NLDC) chính thức cho biết rằng sự tăng trưởng không mong muốn của điện năng lượng tái tạo đã làm quá tải đường dây truyền tải điện hiện nay, kết quả là cho doanh thu giảm. Điều này nhấn mạnh các tổ chức cần phải mở rộng và nâng cấp mạng lưới điện quốc gia.

Rủi ro chính sách. Các nhà sản xuất điện năng lượng tái tạo ở các tỉnh miền Trung (Bình Thuận và Ninh Thuận) đã phàn nàn về doanh thu thực tế đang kém hơn so với những điều được đưa ra trong hợp đồng PPA. Trung tâm điều phối điện Quốc gia giải thích rằng điều này xảy ra là do hệ thống truyền tải điện còn yếu. Những nhà máy điện mặt trời này đã bị ảnh hưởng nhiều nhất bởi vấn đề mạng lưới điện, vì họ chỉ sản xuất điện vào ban ngày.

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or in any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Quang Vo

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3872)

quang.vo@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Huy Nguyen

Head of Institutional sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3808)

huy.nguyen@yuanta.com.vn

Duyen Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)

duyen.nguyen@yuanta.com.vn