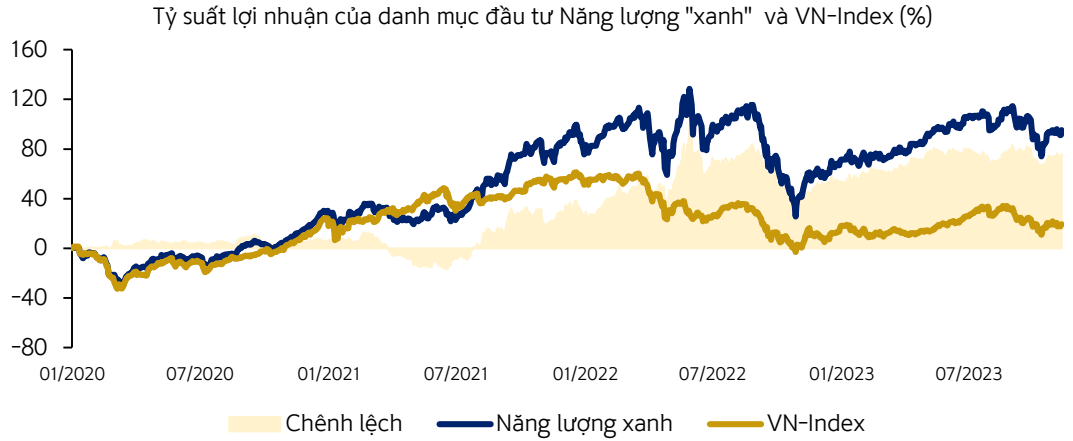


Shinhan Securities

Ngày 05 tháng 12, 2023

Năng lượng "xanh"

Tỷ suất lợi nhuận danh mục	Tỷ suất lợi nhuận VN-Index
-2.6% QoQ	-8.07% QoQ
+23.35% YTD	+13.03% YTD



"EVN tăng giá bán điện"

- Thị trường chứng khoán trong nước (VNINDEX) sau pha tăng mạnh tới vùng 1250 đã quay lại đà giảm và đang tích lũy tại vùng 1100 điểm. Trên thế giới, FED tiếp tục giữ nguyên lãi suất điều hành khi chỉ số lạm phát tháng 10 có xu hướng hạ nhiệt. Tại Việt Nam, GDP Q3/2023 tăng 5.33% và ước tính tăng trưởng 5% cho cả năm 2023. Chỉ số giá CPI 9T/2023 tăng 3.16% YoY vẫn thấp hơn so với mục tiêu chính phủ đề ra. Đáng chú ý, ngày 9/11/2023 vừa qua, EVN đã quyết định tăng giá bán lẻ điện trong năm 2023 lên 2,006 VND/kWh (+4.5%); điều này ảnh hưởng tích cực lên chuỗi giá trị ngành điện nói chung. Bên cạnh đó, Quy hoạch điện VIII nhấn mạnh mục tiêu tập trung phát triển điện gió và điện khí LNG từ năm 2023-2030.
- Danh mục đầu tư Năng lượng "xanh" có tỷ suất lợi nhuận ở mức +23.35% YTD. Trong đó, những cổ phiếu có mức tăng mạnh nhất tính từ đầu năm gồm: CNG +57.9% YTD, TV2 +67% YTD, PC1 + 45.4% YTD. Cập nhật KQKD Q3/2023 danh mục đầu tư Going Green, tổng doanh thu thuần giảm -15% YoY, và lãi ròng giảm -35% YoY. Lũy kế 9T/2023, doanh thu thuần giảm -11% YoY và lãi ròng giảm -27% YoY. Nguyên nhân đến từ sản lượng thủy điện giảm đáng kể khi thủy văn không thuận lợi, song nhóm nhiệt điện lại đối mặt với việc bảo trì nhiều nhà máy, giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh giảm mạnh, tình trạng thiếu khí diễn ra trầm trọng, và khối lượng công việc nhóm xây lắp điện cũng sụt giảm.
- Trong năm 2024, tiêu thụ điện quốc gia dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 9%. Nhóm ngành nhiệt điện (POW, NT2) được kỳ vọng sẽ huy động với tỷ lệ cao hơn khi tình trạng thiếu khí đã được cải thiện phần nào và nhiều nhà máy đã hoàn thành đại tu. Sản lượng nhóm điện tái tạo cũng sẽ được cải thiện khi cơ chế giá chuyển tiếp đã và đang hỗ trợ cho nhiều nhà máy bắt đầu vận hành từ 2H2023. Ngoài ra, nhóm xây lắp điện như PC1 và TV2 cũng sẽ được hưởng lợi trong năm 2024.

Phân tích danh mục

	Danh mục	VN-Index
P/E (x)	11.05	11.77
P/B (x)	1.46	1.59
Lợi suất cổ tức	4.07	1.81
Tăng trưởng EPS (5Y) (%)	15.98	17.53
ROE (%)	11.34	11.76
ROA (%)	5.67	1.88
Beta	1.06	1.00
Tỷ suất lợi nhuận (1Y) (%)	43.9	15.2
Độ lệch chuẩn (%)	21.24	18.58
Tỷ số Sharpe	1.16	0.30

Dữ liệu tại ngày 04/12/2023 Nguồn: SSV, Bloomberg

Tổng quan chiến lược

Danh mục đầu tư Năng lượng "xanh" được thiết kế với những cổ phiếu hoạt động trong/liên quan đến lĩnh vực năng lượng xanh tại Việt Nam. Chúng tôi lựa chọn những cổ phiếu trong danh mục với những tiêu chí sau:

- Doanh thu từ ngành phụ trợ, sản xuất năng lượng xanh đóng góp chủ đạo trong doanh thu của doanh nghiệp.
- Các yếu tố cơ bản vững mạnh, được quản trị hiệu quả.
- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

Hoàng Nam
(84-28) 6299-7751
nam.h@shinhan.com

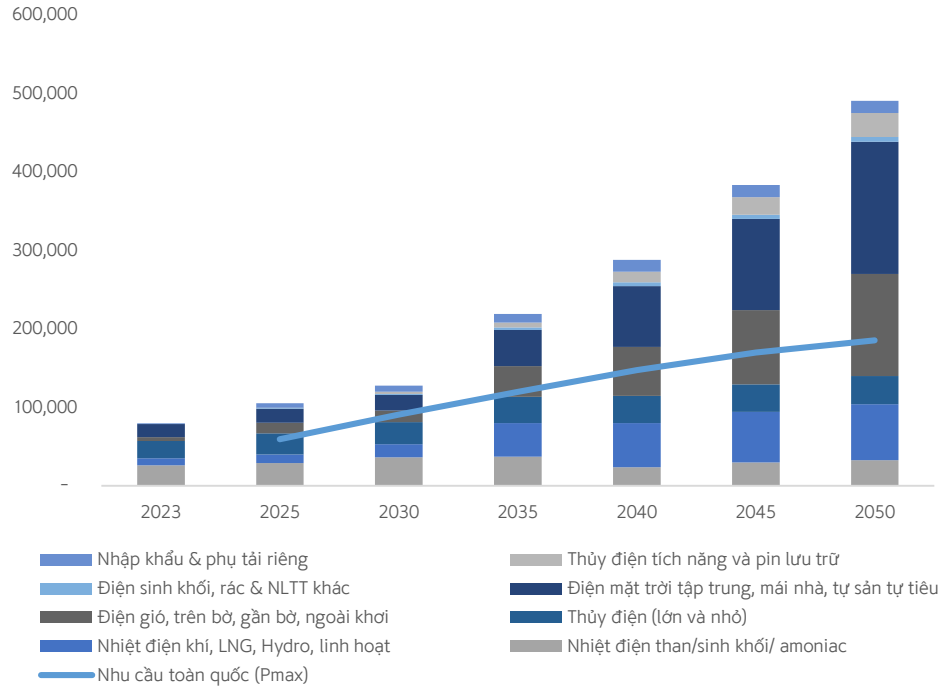
Theo dõi Zalo của SSV,
Cập nhật báo cáo mới nhất

Bấm vào hình hoặc quét QR

Khuyến cáo hiệu quả đầu tư:
Lợi nhuận và đặc điểm của Danh mục đầu tư được tính toán dựa trên các chứng khoán riêng lẻ trong Danh mục đầu tư vào ngày báo cáo. Chứng khoán trong Danh mục đầu tư có thể thay đổi và hiệu suất đầu tư trong quá khứ không đảm bảo lợi nhuận trong tương lai. Đối với Thông báo tuân thủ và Miễn trừ trách nhiệm, vui lòng tham khảo Phụ lục ở cuối báo cáo này.

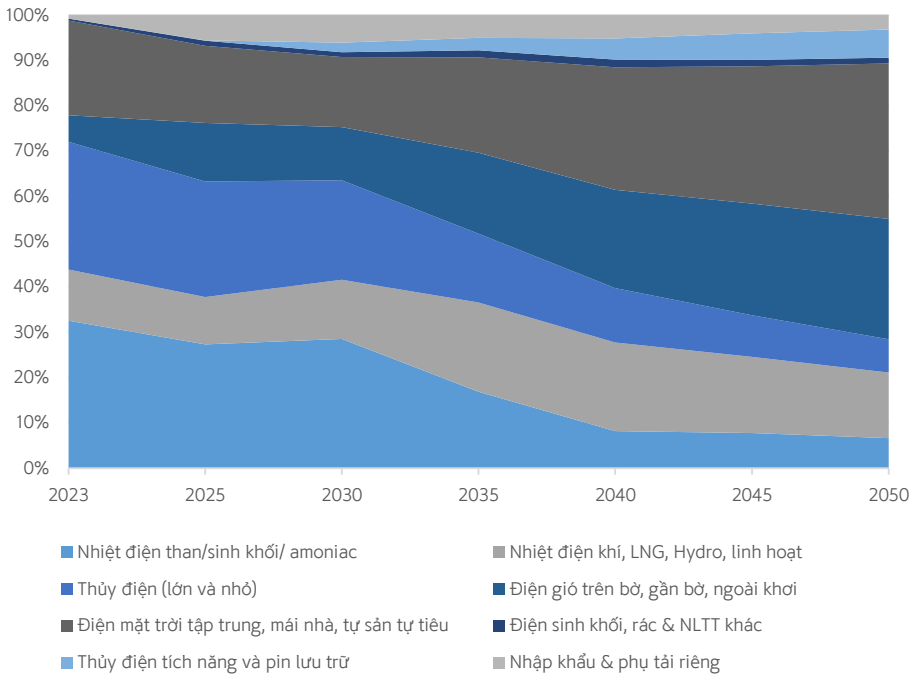
Triển vọng ngành năng lượng tại Việt Nam

Công suất các nguồn điện theo Quy hoạch điện VIII (MW)



Nguồn: Quy hoạch điện VIII, Shinhan Securities Vietnam

Công suất các nguồn điện theo Quy hoạch điện VIII (%)

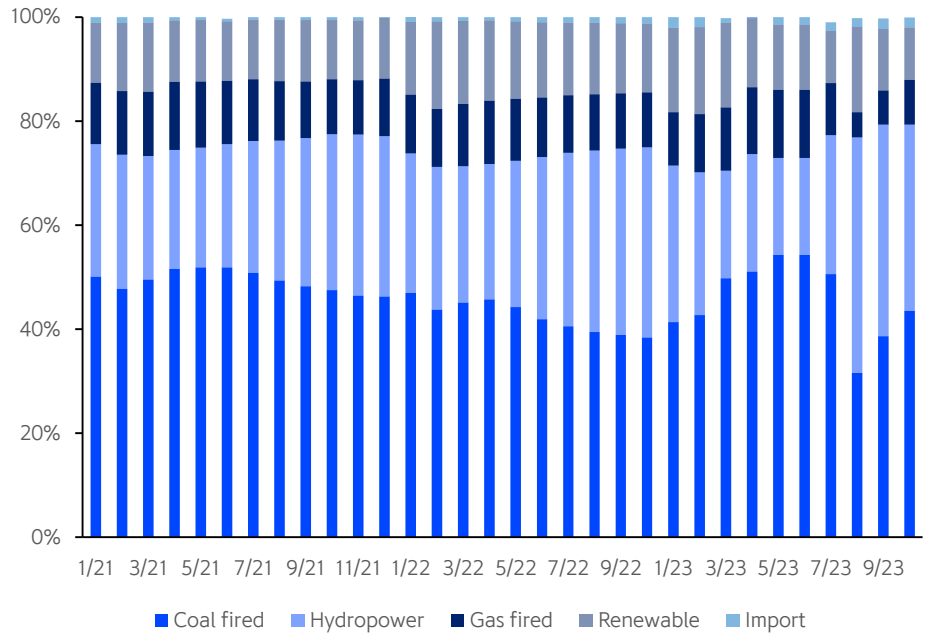


Nguồn: Quy hoạch điện VIII, Shinhan Securities Vietnam

- Tại COP26, Việt Nam đã cam kết đưa mức phát thải ròng bằng 0 trước năm 2050. Dựa theo mục đích đó, Quy hoạch điện VIII đẩy mạnh công suất các nguồn điện thân thiện với môi trường hơn như điện khí và năng lượng tái tạo. Cụ thể, trong giai đoạn 2020-2030, nguồn điện từ điện gió trên bờ & gần bờ cùng điện khí sử dụng LNG sẽ được đẩy mạnh. Sau năm 2030, nguồn điện đến từ điện mặt trời sẽ được ưu tiên phát triển.
- Đối với thủy điện và nhiệt điện than, hai nguồn này sẽ không được ưu tiên phát triển thêm do 90% tiềm năng thủy điện (trên 30MW) đã được khai thác và điện than có phát thải carbon lớn, không phù hợp với định hướng phát triển của Chính phủ.

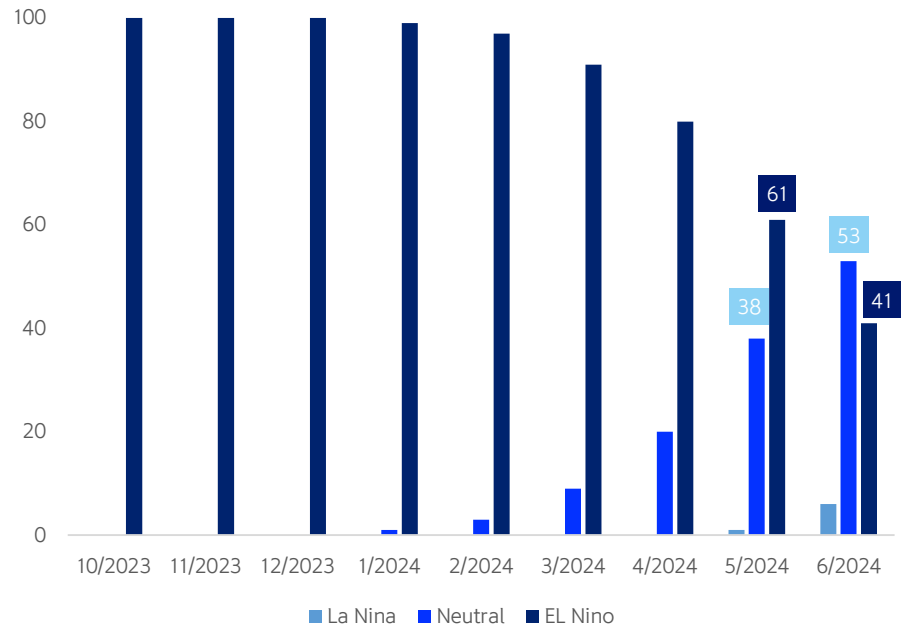
Triển vọng ngành năng lượng tại Việt Nam

Tỷ lệ huy động các nguồn điện từ tháng 1/2021 – 10/2023 (%)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

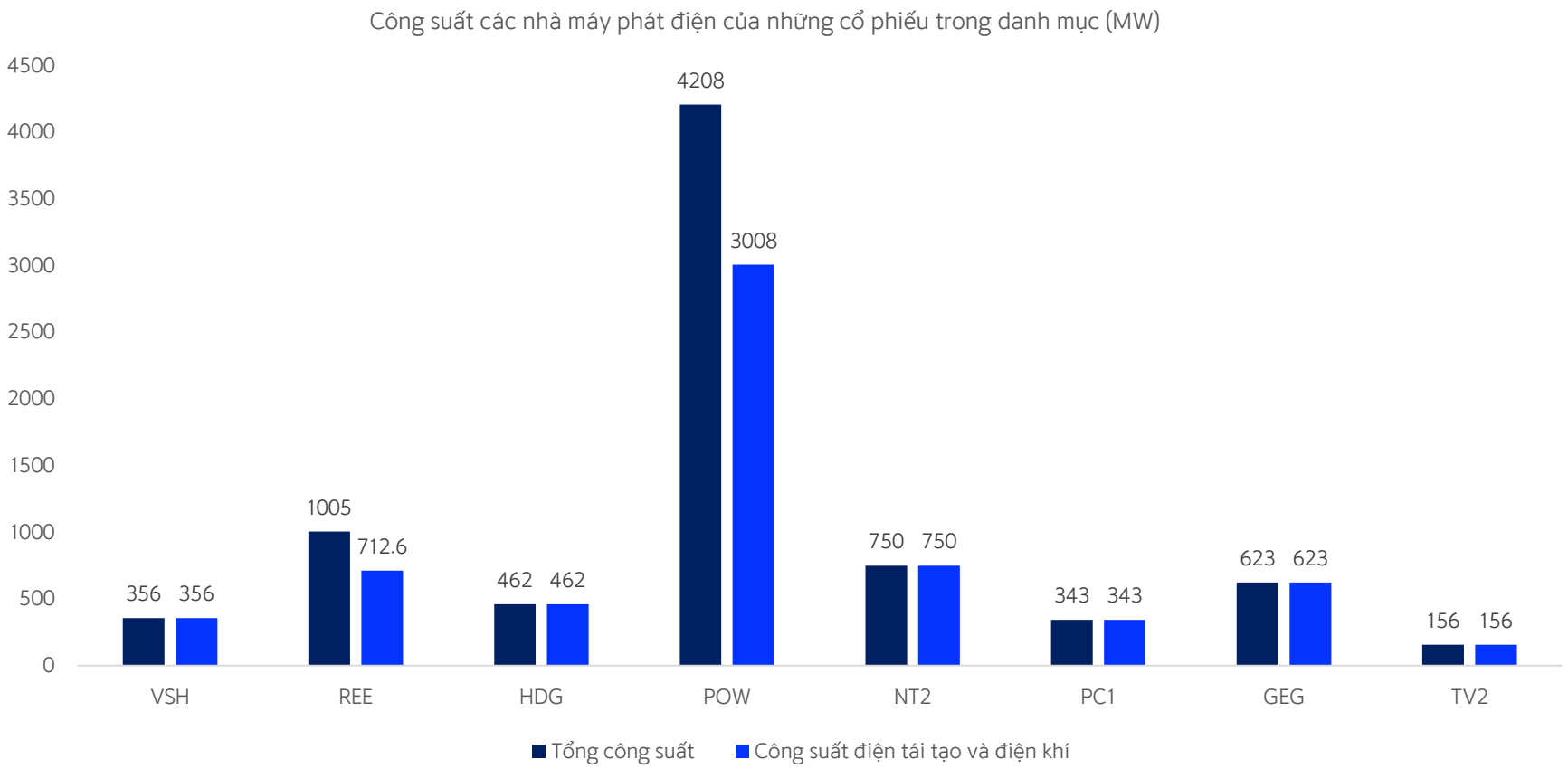
Xác suất La nina, Neutral và El Nino từ 10/2023 đến 06/2024 (%)



Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

- Tỷ trọng huy động thủy điện có chiều hướng cải thiện từ tháng 7/2023 do tình hình mưa lũ cuối năm. Cụ thể, tỷ trọng huy động thủy điện đạt 20%-25% trong tháng 2-7/2023, bất ngờ tăng vọt lên 41% trong tháng 9.
- Tại Việt Nam, hiện tượng Elnino diễn ra khiến thủy điện huy động thấp trong năm 2023. Tuy nhiên, theo IRI, trạng thái El Nino được kì vọng sẽ giảm bớt và bắt đầu chuyển dần qua pha trung tính trong năm 2024. Kì vọng sản lượng thủy điện sẽ có sự phục hồi nhẹ trong năm 2024.

Công suất các nhà máy điện của những cổ phiếu trong danh mục



Nguồn: Báo cáo công ty, SSV

Danh mục đầu tư Năng lượng "xanh"

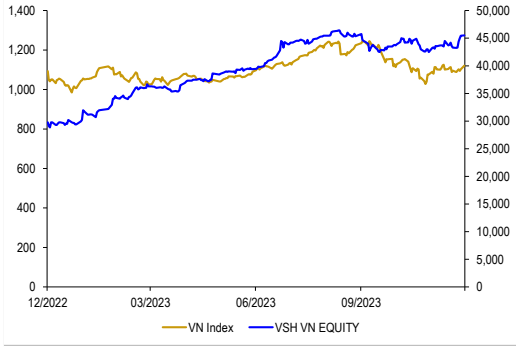
Thông tin chung				Giá cổ phiếu					Chỉ số tài chính (**)				Định giá 24F	
Stt	Mã	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	1M (%)	YTD (%)	GPM (%)	D/E (x)	ROA (%)	ROE (%)	P/B (x)	P/E (x)
1	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	10,749	45,500	47,650	4.7	7.1	44.0	64.11	0.88	11.69	22.21	1.7	9.7
2	REE	CTCP Cơ Điện Lạnh	23,705	58,000	72,100	24.3	9.4	(6.7)	43.24	0.69	7.01	14.89	1.1	7.9
3	HDG	CTCP Tập đoàn Hà Đô	8,531	27,900	31,000	11.1	4.9	11.1	55.00	1.07	4.55	11.92	1.1	9.2
4	POW	Tổng CT Điện lực Dầu khí Việt Nam - CTCP	27,049	11,550	16,250	40.7	4.1	8.5	8.78	0.89	2.38	4.62	0.7	10.2
5	NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	6,995	24,300	27,800	14.4	3.6	(15.8)	4.88	0.90	5.04	9.22	1.7	10.8
6	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	181,442	79,000	93,400	18.2	(0.1)	(6.6)	19.83	0.35	14.28	19.37	2.6	16.3
7	CNG	CTCP CNG Việt Nam	983	28,000	34,000	21.4	4.1	52.3	7.80	1.13	8.48	18.05	1.2	4.6
8	PC1	CTCP Tập Đoàn PC1	8,708	28,000	32,150	14.8	21.5	59.4	21.66	1.78	1.24	4.97	1.2	11.9
9	GEG	CTCP Điện Gia Lai	4,624	13,550	17,000	25.5	5.9	(10.2)	52.09	1.88	0.64	2.44	1.1	16.4
10	TV2	CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	2,701	40,000	44,400	11.0	26.2	79.4	18.86	1.20	2.55	5.56	1.8	12.9

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới
** Số liệu 12 tháng tính tới Q3/2023

Nguồn: SSV Research, Bloomberg
Dữ liệu tại ngày 04/12/2023

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh
(VSH VN)

GIÁ MỤC TIÊU (VND)			
47,650			
THỊ GIÁ (VND)			UP/DOWNSIDE
45,500			4.7%
VNINDEX			1,120
P/E thị trường (22F, x)			11.8
Vốn hóa (tỷ VND)			10,749
SLCP đang lưu hành (triệu)			236
SLCP tự do giao dịch (triệu)			49
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)			21
Cao nhất 52 tuần (VND)			47,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)			30,500
KLGD bình quân (triệu)			0.0
GTGD bình quân (tỷ VND)			1
Hệ số Beta (12M)			0.8
	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.3	15.5	45.4
T/quan VNINDEX	9.6	13.4	42.9



Nguồn: Bloomberg

Luận điểm đầu tư:

_ CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh là một trong những công ty sở hữu những nhà máy thủy điện (NMTĐ) có công suất thiết kế lớn nhất (356 MW) niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.Trong bối cảnh giá cả hàng hóa trên thế giới tăng cao trong thời gian vừa qua, nhóm thủy điện được hưởng lợi lớn nhất khi có giá thành sản xuất thấp và thân thiện môi trường. Trong khi điện mặt trời và điện gió phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết. Nhiệt điện gặp nhiều khó khăn khi chi phí nguyên liệu đầu vào tăng mạnh.

_ Cập nhật KQKD Q3/2023: Doanh thu thuần đạt 382 tỷ đồng (-44% YoY) và LNST đạt 26 tỷ đồng (-88% YoY). Trong đó sản lượng điện trong quý 3 đạt 372.2 triệu kWh (-38.84% YoY). Nguyên nhân doanh thu sụt giảm mạnh chủ yếu đến từ tình hình thủy văn miền Trung năm 2023 không thuận lợi như năm ngoái. Cụ thể, theo lượng mưa đo được ở hệ thống quan trắc mưa của tỉnh Bình Định tại trạm Vĩnh Sơn và Quy Nhơn, lượng mưa trong quý 3/2023 giảm lần lượt 27% và 14% so với cùng kì. Ngoài ra, lượng nước về các hồ Vĩnh Sơn và Thượng Kon Tum khá thấp chỉ đạt khoảng 13-62% trung bình nhiều năm. Bên cạnh đó, giá bán điện trung bình giảm 4% so với cùng kì góp phần khiến doanh thu giảm mạnh. Như vậy, lũy kế 9T/29023, doanh thu VSH đạt 1,931 tỷ đồng (-9% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 765 tỷ đồng (-13% YoY), lần lượt hoàn thành kế hoạch năm 2023 là 78% và 89%.

_ Công ty mẹ của VSH là REE cho biết doanh nghiệp này hiện đang tích cực đàm phán với EVN nhằm tính lại giá PPA*. Tại ĐHĐCĐ của REE năm 2023, REE cho biết đã hoàn thiện tất cả hồ sơ liên quan và đang chờ EVN xem xét. Hiện tiến độ đàm phán giá vẫn chưa có cập nhật mới.

_ Hiện tượng El Nino được kì vọng đạt đỉnh vào tháng 9 năm 2023, sau đó sẽ giảm dần và chuyển trạng thái qua pha trung tính đến giữa năm 2024. Vì thế, sản lượng của VSH được kì vọng sẽ cải thiện từ quý 4/2023. Chúng tôi đã dự phóng sản lượng điện trong năm 2023/2024 đạt 2.19 tỷ kWh (-15% YoY), và 2.3 tỷ kWh (+5% YoY). Doanh thu 2023/2024 lần lượt là 2,676 tỷ đồng và 2,753 tỷ đồng, tương ứng với -13% YoY và +3% YoY.

Rủi ro: (1) Rủi ro động đất gần nhà máy TĐTKT; (2) Rủi ro El Nino ảnh hưởng sản lượng điện; (3) Giá bán điện giảm sút.

*Giá PPA: Giá mua bán điện thỏa thuận giữa EVN và nhà máy điện được nêu rõ trong hợp đồng mua bán điện (PPA)

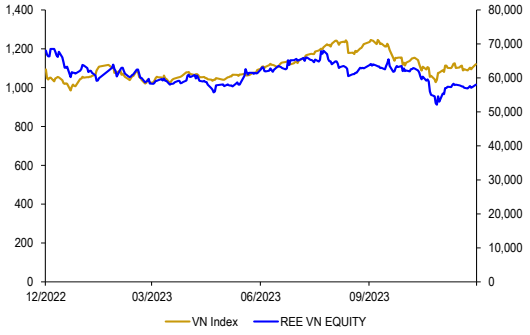
FY	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	341	1,611	3,085	2,676	2,753
LN HDKD (tỷ VND)	114	770	1,945	1,589	1,631
Biên LNHDKD (%)	33.4	47.8	63.1	59.4	59.2
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	188	387	1,265	1,052	1,109
Biên LNR (%)	55.3	24.0	41.0	39.3	40.3
EPS (VND)	859	1,660	5,354	4,453	4,694
ROE (%)	5.8	10.6	28.0	20.0	18.0
P/E (x)	20.6	17.3	8.5	10.2	9.7
P/B (x)	1.2	1.7	2.0	2.0	1.7

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 04/12/23

CTCP Cơ điện lạnh
(REE VN)

Shinhan Securities

GIÁ MỤC TIÊU (VND)			
72,100			
THỊ GIÁ (VND)			UP/DOWNSIDE
58,000			24.3%
VNINDEX			1,120
P/E thị trường (22F, x)			11.8
Vốn hóa (tỷ VND)			23,705
SLCP đang lưu hành (triệu)			409
SLCP tự do giao dịch (triệu)			143
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)			35
Cao nhất 52 tuần (VND)			70,435
Thấp nhất 52 tuần (VND)			50,700
KLGD bình quân (triệu)			0.6
GTGD bình quân (tỷ VND)			29
Hệ số Beta (12M)			0.9
	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7.6	-5.5	-14.5
T/quan VNINDEX	1.6	-7.6	-16.9



Nguồn: Bloomberg

Luận điểm đầu tư:

_ REE là công ty hoạt động trong ba lĩnh vực chính: M&E (Cơ điện lạnh), Điện và cho thuê văn phòng. Ngoài ra, REE còn hoạt động trong lĩnh vực nước và bất động sản (BĐS). Ở mảng năng lượng, REE sở hữu các nhà máy với công suất thiết kế lên tới 1005 MW, lũy kế 9T/2023 tỷ trọng lợi nhuận mảng điện chiếm 55.3%. Với mảng bất động sản, REE đang cho thuê gần 150,000 m2, với tỷ trọng lợi nhuận chiếm 25%. Với mảng kinh doanh truyền thống cơ điện lạnh, REE là nhà thầu cơ điện lạnh hàng đầu, và là nhà phân phối máy điều hòa không khí thương hiệu Reetech.

_ Cập nhật KQKD Q3/2023: Doanh thu thuần đạt 1,962 tỷ (-12% YoY), LNST đạt 465 (-44% YoY). Nguyên nhân sụt giảm do lợi nhuận của mảng điện và mảng bất động sản sụt giảm lần lượt -48% YoY và -19% YoY. Cụ thể, của các thành viên thuộc nhóm thủy điện như TMP, TBC và VSH báo lợi nhuận sụt giảm lần lượt -34% YoY, -78% YoY, -88% YoY. Ngoài ra, doanh nghiệp nhiệt điện PPC (REE sở hữu 23.5% cũng báo LNST Q3/2023 giảm 45% YoY do giá bán điện tăng chậm hơn giá nguyên liệu đầu vào). Lũy kế 9 tháng đầu năm 2023, REE ghi nhận doanh thu 6,505 tỷ đồng (+3% YoY), và lãi ròng 2,144 tỷ đồng (-16% YoY), tương ứng lần lượt hoàn thành 59% và 73% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đề ra của doanh nghiệp.

_ Mảng cơ điện lạnh: Kế hoạch ký mới năm 2023 là 5,000 tỷ đồng, dựa trên cơ sở nhiều dự án doanh nghiệp đang theo như dự án sân bay Quốc tế Long Thành, mở rộng sân bay Nội Bài và Tân Sân Nhất, tổng giá trị 10,000 tỷ đồng. Chúng tôi kì vọng tăng trưởng doanh thu mảng cơ điện lạnh trong 2023/2024 là -5%/+6% YoY với kì vọng phục hồi của mảng bất động sản trong 2024.

_ Mảng cho thuê bất động sản, E-town 6 dự kiến cất nóc vào tháng 10/2023 và dự kiến vận hành thương mại vào cuối 2023 với tỷ lệ lấp đầy khoảng 30%. Kì vọng E-town 6 sẽ đóng góp doanh thu từ Quý 4/2023, về giá thuê kỳ vọng dự kiến sẽ dao động từ 24 USD/m2 đến 29 USD/m2. Giả định tỷ lệ lấp đầy diện tích cho thuê ổn định khoảng 90% vào các năm tiếp theo, E-town 6 có thể đóng góp 300-320 tỷ doanh thu mỗi năm cho REE. Ngoài ra, REE cho biết dự án khu thương mại dân cư Bồ Xuyên, Thái Bình đã chính thức khởi công xây dựng giai đoạn 1 vào đầu tháng 7, dự kiến 31/12/2023 sẽ hoàn thành (gồm 45 căn nhà thấp tầng), hiện tiến độ đạt 60%. Kì vọng ghi nhận doanh thu khoảng 800 tỷ đồng trong năm 2024 do lo ngại về sự phục hồi của thị trường bất động sản trong 2023 còn yếu.

_ Mảng điện: Tại Trà Vinh, TTVN Group và REE đã liên doanh cùng các nhà đầu tư Nhật Bản (Kumagai Gumi, Tập đoàn KANSAI, Tập đoàn INPEX) đề xuất thực hiện dự án phát triển 1,800 MW điện gió ngoài khơi. Dự án bao gồm giai đoạn 1 của dự án Nhà máy điện gió Trường Thành 800MW tại vị trí V4-2A, V4-2B và nhà máy điện gió REE Trà Vinh 1,000MW. Các dự án đã có tên trong danh mục tiềm năng thuộc Đề án Quy hoạch điện VIII đã được phê duyệt.

_ Rủi ro: (1) Rủi ro động đất gần nhà máy TĐTKT; (2) Rủi ro El Nino khiến sản lượng của nhóm thủy điện giảm sút; (3) Doanh thu từ mảng M&E phục hồi chậm hơn kỳ vọng; (4) Tiến độ dự án bất động sản chậm hơn dự kiến.

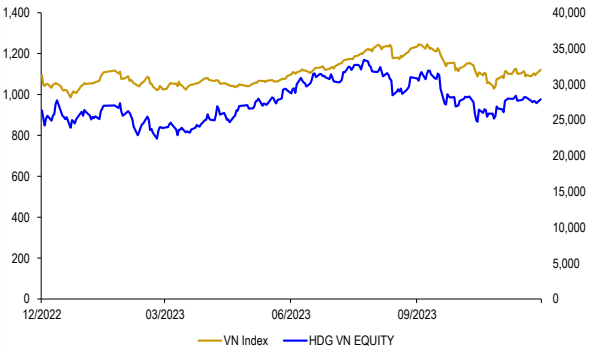
FY	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	5,640	5,810	9,372	9,557	10,183
LN HDKD (tỷ VND)	1,239	1,854	3,663	3,457	3,865
Biên LNHDKD (%)	22.0	31.9	39.1	36.2	38.0
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	1,628	1,855	2,693	2,478	3,409
Biên LNR (%)	28.9	31.9	28.7	25.9	33.5
EPS (VND)	3,971	4,539	6,588	6,043	7,345
ROE (%)	14.9	15.0	18.7	15.6	18.0
P/E (x)	9.3	11.5	9.4	9.6	7.9
P/B (x)	1.3	1.6	1.6	1.3	1.1

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 04/12/23

CTCP Tập đoàn Hà Đô
(HDG VN)

GIÁ MỤC TIÊU (VND)	
31,000	
THỊ GIÁ (VND)	UP/DOWNSIDE
27,900	11.1%
VNINDEX	1,120
P/E thị trường (22F, x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	8,531
SLCP đang lưu hành (triệu)	306
SLCP tự do giao dịch (triệu)	120
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	39
Cao nhất 52 tuần (VND)	33,850
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,280
KLGD bình quân (triệu)	1.8
GTGD bình quân (tỷ VND)	51
Hệ số Beta (12M)	1.4

	3M	6M	REE VN Equity
Tuyệt đối	-10.0	-4.3	5.7
T/quan VNINDEX	-0.7	-6.4	3.2



Nguồn: Bloomberg

Luận điểm đầu tư:

_ HDG tiền thân là một doanh nghiệp trực thuộc Bộ Quốc phòng vốn đã có danh tiếng trong lĩnh vực bất động sản với quỹ đất giàu tiềm năng. Trong những năm gần đây, HDG đã mở rộng kinh doanh qua mảng năng lượng tái tạo với tổng công suất lắp đặt của các nhà máy đạt 462 MW. HDG được biết đến là một trong những chủ đầu tư có hiệu quả cao trong ngành năng lượng. Trong năm 9T.2023, tỉ trọng lợi nhuận gộp của mảng năng lượng và bất động sản chiếm lần lượt 75% và 10.7% tổng lợi nhuận gộp của tập đoàn.

_ Cập nhật KQKD Q3/2023: HDG ghi nhận doanh thu 460 tỷ đồng (-45% YoY) và LNST 100 tỷ đồng (-67% YoY) do doanh thu và lợi nhuận gộp mảng năng lượng sụt giảm lần lượt -33% YoY và -38% YoY. Ngoài ra, mảng bất động sản không ghi nhận doanh thu (trong khi Q3/2022 mảng bất động sản ghi nhận doanh thu 224 tỷ đồng) do HDG chưa mở bán Charm Villa giai đoạn 3 như kế hoạch. Lũy kế 9T/2023, HDG ghi nhận doanh thu 2,020 tỷ đồng (-19% YoY) và LNST đạt 533 tỷ đồng (-49% YoY), lần lượt đạt 62.6% và 54.8 % kế hoạch.

_ Mảng bất động sản: Với dự án Charm Villas, sau khi mở bán 240 căn trong 2 đợt vào tháng 12/2020 và tháng 1/2021, đợt 3 của dự án đã liên tục bị trì hoãn. Tính từ đầu năm, HDG chỉ mới bàn giao được 15 căn từ Charm Villas vì thị trường bất động sản chưa thuận lợi. Kì vọng dự án sẽ được mở bán trong Q1/2024 và ghi nhận doanh thu các căn còn lại trong giai đoạn 2024-2025. Hiện tại 528 sản phẩm của dự án đã được hoàn thiện toàn bộ mặt ngoài, và đang hoàn thiện tiện ích và hạ tầng.

_ Mảng năng lượng: Doanh thu mảng năng lượng 9T/2023 đạt 1295 tỷ đồng (-11% YoY) do tình hình thủy văn bất lợi cho nhóm thủy điện. Kì vọng doanh thu mảng thủy điện sẽ phục hồi trong 2024 khi pha El nino sẽ yếu dần. Ngoài ra, dự án thủy điện Sơn Linh (7MW), Sơn Nham (6.8 MW) tại Quảng Ngãi đang được hoàn thiện các thủ tục pháp lý & nghiên cứu khả thi, thiết kế cơ sở và các hạng mục khác. Trong năm 2025, HDG có mục tiêu phát triển gấp đôi công suất điện. HDG sẽ tập trung phát triển 5 dự án điện gió hiện đã được bổ sung trong quy hoạch điện 8 là Ea H'leo (20 MW), Phước Hữu (50 MW), Hướng Phùng (30 MW), Sóc Trăng (40MW) và siêu dự án An Phong (300 MW).

Rủi ro: (1) Rủi ro El Nino kéo dài hơn dự kiến khiến sản lượng thủy điện giảm sút; (2) Thị trường bất động sản trong tình trạng đóng băng đến cuối 2024 khiến mở bán Charm Villa khó khăn.

FY	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	4,999	3,777	3,581	2,789	3,203
LN HDKD (tỷ VND)	1,870	1,980	2,244	2,244	2,244
Biên LNHDKD (%)	37.4	52.4	62.7	80.5	70.1
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	979	1,096	1,121	1,121	1,121
Biên LNR (%)	19.6	29.0	31.3	40.2	35.0
EPS (VND)	3,421	3,742	3,606	2,289	3,046
ROE (%)	34.9	29.2	16.6	16.6	16.6
P/E (x)	6.3	11.8	7.0	12.2	9.2
P/B (x)	2.0	3.0	1.5	1.2	1.1

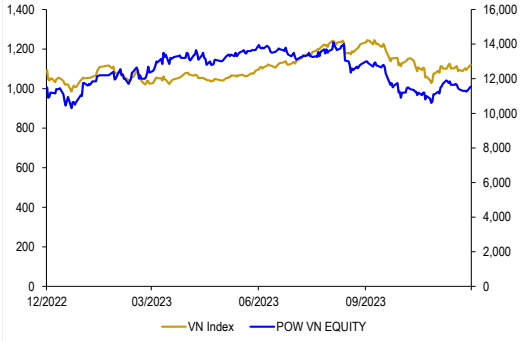
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 04/12/23

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam - CTCP
(POW VN)

GIÁ MỤC TIÊU (VND)	
16,250	
THỊ GIÁ (VND)	UP/DOWNSIDE
11,550	40.7%

VNINDEX	1,120
P/E thị trường (22F, x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	27,049
SLCP đang lưu hành (triệu)	2,342
SLCP tự do giao dịch (triệu)	470
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	20
Cao nhất 52 tuần (VND)	14,200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,300
KLGD bình quân (triệu)	7.5
GTGD bình quân (tỷ VND)	68
Hệ số Beta (12M)	1.1

	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-9.8	-15.4	-1.3
T/quan VNINDEX	-0.5	-17.4	-3.7



Nguồn: Bloomberg

Luận điểm đầu tư:

_ POW là công ty sản xuất điện có tổng công suất thiết kế 4,208 MW lớn thứ hai tại Việt Nam đứng sau EVN. Nổi bật nhất của POW là các nhà máy điện khí Cà Mau & Nhơn Trạch 1&2 (tổng 2,700 MW). Ngoài ra, các nhà máy thủy điện như Hủa Na và ĐakĐrinh cũng đóng góp khoảng 8% vào sản lượng điện của POW. Trong ngành năng lượng, POW là một trong những doanh nghiệp có định hướng phát triển phù hợp nhất với quy hoạch điện VIII trong giai đoạn 2022-2030 với lĩnh vực điện khí LNG.

_ Cập nhật KQKD Q3/2023: POW ghi nhận doanh thu 5,689 tỷ đồng (-6% YoY) và LNST đạt 52 tỷ đồng (-74% YoY). Doanh thu trong quý 3 sụt giảm do sản lượng điện sản xuất và giá bán điện bình quân giảm. Cụ thể vì (1) sản lượng thủy điện Hủa Na và Đắk Đrinh giảm do thời tiết không thuận lợi, sản lượng nhà máy Nhơn Trạch 2 sụt giảm mạnh do đại tu 100,000 giờ. Dù sản lượng của nhà máy Vũng Áng và Cà Mau tăng nhưng vẫn không đủ bù so với mức giảm của các nhà máy khác. (2) Giá bán điện trên CGM giảm mạnh trong tháng 8 và tháng 9 lần lượt -48% và 43% YoY. Tuy nhiên, LNST cổ đông công ty mẹ của POW đạt 83 tỷ đồng (+23.8% YoY) do doanh thu hoạt động tài chính cải thiện (+44% YoY), và khoản lỗ 123 tỷ đồng của nhà máy NT2 do đại tu khiến lợi ích cổ đông thiểu số âm. Như vậy, doanh thu 9T/2023 của POW đạt 21,500 tỷ đồng (+5% YoY) và LNST đạt 743 tỷ đồng (-39% YoY), tương ứng với hoàn thành 70.9% và 79% kế hoạch.

_ Khoản phải thu EVN: Hiện công nợ của POW từ EVN còn khoảng 6,000 tỷ đồng. Tuy nhiên áp lực thu hồi nợ từ EVN phần nào sụt giảm do thông tin tăng giá bán lẻ điện bình quân vừa qua của EVN lên 2,006.7 đồng/kWh (+4.5%)

_ Điện khí: Sản lượng điện từ NT2 kì vọng phục hồi 7% trong 2024 sau khi hoàn thành quá trình đại tu. Hiện tại, nguồn khí tại Đông Nam Bộ vẫn đang sụt giảm dần nhưng dài hạn nguồn khí LNG sẽ giúp cải thiện tình hình này. Kì vọng vận hành thương mại kho cảng LNG Thị Vải – giai đoạn 1 (1 triệu tấn LNG/năm) trong năm 2024.

_ Điện than: Tổ máy 1 của Vũng Áng 1 (600MW) quay trở lại hoạt động từ ngày 12/08/2023 sau 2 năm sửa chữa. Dự phóng sản lượng tăng 27% và 35% trong 2023 và 2024. Giá bán điện Vũng Áng 1 tính theo giá trị quyết toán nhà máy, sau khi quyết toán xong, phần chênh lệch sẽ được đưa vào giá điện. Ngoài ra, POW đang ước tính lại các chi phí sửa chữa Vũng Áng 1 và đàm phán bồi thường, hiện PVI đã đền bù 11.7 triệu USD.

_ Trong tương lai, động lực tăng trưởng dài hạn của POW sẽ đến từ hai nhà máy NT3 và NT4 sử dụng LNG công suất 1,500 MW dự kiến vận hành thương mại từ 2024 và 2025. Cập nhật tiến độ: Hoàn thành khoảng 51% tiến độ (chậm 7.8% so với kế hoạch). Kì vọng NT3 vận hành vào tháng 11/2024. Hợp đồng PPA với EVN gần hoàn chỉnh (chờ đàm phán Qc* và khung giá cho nhà máy điện LNG). Về thu xếp tài chính: POW đã giải ngân 700/4000 tỷ đồng giá trị khoản vay từ ngân hàng Vietcombank.

Rủi ro: (1) Nguồn khí đầu vào bị thiếu hụt và giá khí, than đầu vào ở mức cao; (2) EVN khó khăn, ảnh hưởng POW chưa thu được tiền bán điện, (3) NT3&4 triển khai chậm tiến độ do chưa đàm phán được hợp đồng PPA và GSA.

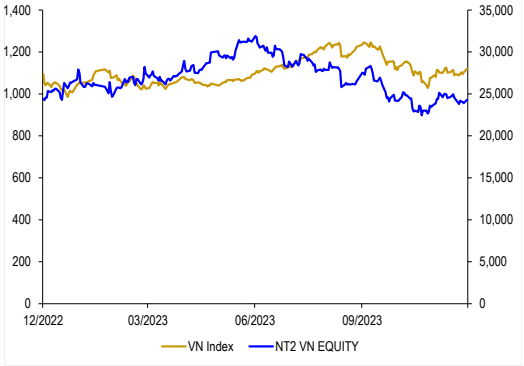
*Qc: Sản lượng điện theo hợp đồng kí kết với EVN

FY	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	29,732	24,561	28,224	31,633	36,571
LN HDKD (tỷ VND)	3,371	2,400	2,859	2,902	3,246
Biên LNHDKD (%)	11.3	9.8	10.1	9.2	8.9
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	2,365	1,799	2,061	1,793	2,588
Biên LNR (%)	8.0	7.3	7.3	5.7	7.0
EPS (VND)	999	757	871	809	1,095
ROE (%)	8.4	6.2	6.9	7.0	7.8
P/E (x)	13.6	23.1	12.2	13.9	10.2
P/B (x)	1.1	1.4	0.8	0.8	0.7

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 04/12/23

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2
(NT2 VN)

GIÁ MỤC TIÊU (VND)		
27,800		
THỊ GIÁ (VND)		UP/DOWNSIDE
24,300		14.4%
VNINDEX		1,120
P/E thị trường (22F, x)		11.8
Vốn hóa (tỷ VND)		6,995
SLCP đang lưu hành (triệu)		288
SLCP tự do giao dịch (triệu)		93
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)		32
Cao nhất 52 tuần (VND)		34,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)		22,350
KLGD bình quân (triệu)		0.6
GTGD bình quân (tỷ VND)		16
Hệ số Beta (12M)		0.9
	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-12.9	-26.1	-9.5
T/quan VNINDEX	-3.6	-28.2	-11.9



Nguồn: Bloomberg

Luận điểm đầu tư:

_ NT2 là một trong những công ty hoạt động trong lĩnh vực điện khí có quy mô lớn (750 MW), và áp dụng những công nghệ có hiệu suất tốt nhất tại Việt Nam hiện tại. Nhà máy của NT2 nằm ở khu vực Nhơn Trạch, Đồng Nai trực tiếp cung cấp năng lượng cho vùng kinh tế trọng điểm phía nam với nhu cầu ổn định. Đáng chú ý, NT2 có sức khỏe tài chính lành mạnh với mức chi trả cổ tức hấp dẫn được duy trì nhiều năm liên tục.

_ Cập nhật KQKD quý 3/2023 với doanh thu thuần đạt 816 tỷ đồng (-62% YoY) và lỗ ròng đạt -124 tỷ đồng (cùng kỳ lãi 199 tỷ đồng). Nguyên nhân do sản lượng đạt 365 triệu kWh (-59% YoY) sụt giảm mạnh do NT2 thực hiện đại tu nhà máy theo kế hoạch từ ngày 07/09 - 26/10, và Qc* được giao thấp. Ngoài ra, giá thị trường điện cạnh tranh giảm mạnh do huy động thủy điện tăng đột biến trong tháng 8, 9; trong khi đó giá khí đầu vào được neo ở mức cao. Điều này cũng khiến cho NT2 không bán điện trên thị trường điện cạnh tranh. Lũy kế 9T/2023, NT2 ghi nhận doanh thu và LNST đạt lần lượt 5,182 tỷ đồng (-21% YoY) và 256 tỷ đồng (-65 % YoY), thực hiện được 62% kế hoạch doanh thu và 54% kế hoạch lợi nhuận.

_ Dù NT2 báo lỗ trong Q3, nhưng đã được doanh nghiệp dự tính trước từ đầu năm do đại tu nhà máy theo kế hoạch. Kì vọng sản lượng điện Q4/2023 sẽ phục hồi, giúp tổng sản lượng điện 2023 đạt 4.1 tỷ kWh (1.5% YoY) và trong 2024 đạt 4.76 tỷ kWh (+15% YoY). Động lực tăng trưởng trong 2024 của NT2 đến từ: tình trạng thiếu khí sẽ cải thiện nhiều (hỗ trợ bởi lượng khí LNG nhập khẩu qua cảng LNG Thị Vải GĐ 1), không có đại tu như trong 2023 hỗ trợ tăng trưởng sản lượng, kì vọng phục hồi từ lĩnh vực sản xuất công nghiệp và tình trạng thiếu điện tại miền Bắc vẫn còn.

_ Cổ tức trong năm 2022 ở mức 25% và đã được công ty chi trả. NT2 đặt kế hoạch chi trả cổ tức 15% trong năm 2023. Ngoài ra, NT2 có cơ cấu tài sản khá lành mạnh khi có khoản tiền gửi ngắn hạn 1430 tỷ đồng (chiếm 28.8% TSNH) cao hơn so với khoản nợ vay ngắn hạn 926 tỷ.

Rủi ro: (1) Rủi ro thiếu khí, giá khí tự nhiên neo cao; (2) Rủi ro về hiện tượng El nino đang dần suy yếu; (3) Điện khí bị các dạng năng lượng khác cạnh tranh gay gắt.
*Qc: sản lượng điện theo hợp đồng kí kết với EVN

FY	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	7,654	6,082	6,150	7,540	8,757
LN HDKD (tỷ VND)	888	810	593	392	686
Biên LNHDKD (%)	11.6	13.3	9.6	5.2	7.8
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	754	625	534	368	645
Biên LNR (%)	9.9	10.3	8.7	4.9	7.4
EPS (VND)	2,540	2,095	1,778	1,278	2,240
ROE (%)	18.7	14.3	12.0	13.0	22.0
P/E (x)	8.5	11.7	14.8	19.0	10.8
P/B (x)	1.5	1.6	1.8	1.5	1.7

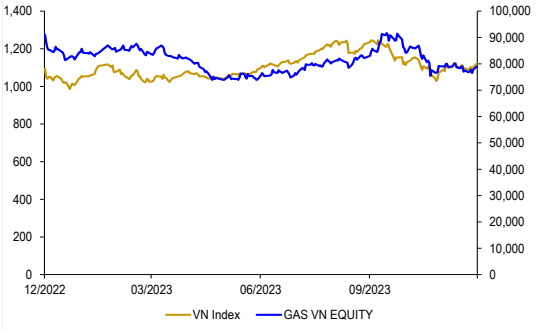
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 04/12/23

Tổng Công ty khí Việt Nam – CTCP
(GAS VN)

GIÁ MỤC TIÊU (VND)	
93,400	
THỊ GIÁ (VND)	UP/DOWNSIDE
79,000	18.2%

VNINDEX	1,120
P/E thị trường (22F, x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	181,442
SLCP đang lưu hành (triệu)	2,297
SLCP tự do giao dịch (triệu)	97
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	4
Cao nhất 52 tuần (VND)	94,667
Thấp nhất 52 tuần (VND)	75,500
KLGD bình quân (triệu)	0.6
GTGD bình quân (tỷ VND)	49
Hệ số Beta (12M)	0.8

	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.9	3.0	-14.7
T/quan VNINDEX	5.4	1.0	-17.2



Nguồn: Bloomberg

Luận điểm đầu tư:

_ Tổng công ty khí Việt Nam là tập đoàn đầu ngành trong lĩnh vực khí tại Việt Nam với 100% thị phần khí khô, hơn 70% thị phần LPG (Liquefied Petroleum Gas), 50% thị phần LNG (Liquefied Natural Gas). Ngoài ra, GAS sở hữu 1,500km đường ống khí, 3 nhà máy xử lý khí, 14 kho chứa LPG. Hiện tại, khí khô, LPG và condensate (khí ngưng tụ) là ba mảng kinh doanh chủ chốt của GAS.

_ GAS có dư địa tăng trưởng lớn với việc điện khí LNG đóng vai trò trụ cột trong hệ thống điện quốc gia theo quy hoạch điện VIII. Hiện tại, GAS là nhà nhập khẩu LNG (Liquefied Natural Gas) lớn nhất đồng thời là nhà cung cấp có thị phần lớn nhất tại Việt Nam. Do nhu cầu về khí tự nhiên/LNG bắt đầu từ 2024 theo quy hoạch 8, GAS sẽ hưởng lợi rất lớn và được kì vọng bắt đầu tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2024.

_ Cập nhật KQKD Q3/2023, GAS ghi nhận doanh thu thuần đạt 22,126 tỷ đồng (-9.1% YoY) và lãi ròng đạt 2,377 tỷ đồng (-21.5% YoY). Nguyên nhân sụt giảm do giá dầu bình quân thấp hơn cùng kì -24% (88.76 USD/thùng), và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh (+70% YoY). Lũy kế 9T/2023, doanh thu thuần đạt 67,383 tỷ đồng (-14% YoY) và lãi ròng đạt 8,883 tỷ đồng (-23% YoY). Như vậy, so với kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm, GAS hoàn thành lần lượt 88% và 38%. Ngoài ra trong năm 2023, PV Gas đặt mục tiêu sản lượng 7.9 tỷ m3 khí đầu vào, 7.7 tỷ m3 khí khô sản xuất và tiêu thụ, 1.76 triệu tấn LPG sản xuất và kinh doanh, 84 nghìn tấn Condensate sản xuất và cung cấp.

_ Cập nhật tiến độ dự án:

(1) Đường ống thu gom, vận chuyển khí mỏ Sư Tử Trắng dự kiến được phê duyệt FS (nghiên cứu khả thi) trước mốc Firstgas (dòng khí thương mại đầu tiên) 30 tháng và dự kiến hoàn thành 2025/2026.

(2) Kho LNG Thị Vải GĐ 1 công suất 1 triệu tấn/năm đã được khánh thành vào 29/10/2023, dự kiến ghi nhận doanh thu vào 2024. Sau đó sẽ được nâng công suất lên 3 triệu tấn/năm vào giai đoạn 2, hiện đã hoàn thành FS và trình bộ Bộ Công Thương thẩm định.

(3) Dự án kho cảng nhập LNG Sơn Mỹ - Bình Thuận công suất giai đoạn 1 là 3.6 triệu tấn/năm đang được đầu tư xây dựng.

(4) Về đại dự án Lô B, GAS sẽ là nhà đầu tư, vận chuyển chính khoảng 5-7 tỷ m3 khí (tương đương 65% sản lượng khí khô tiêu thụ của GAS trong năm 2022) trong vòng 23 năm. Hiện dự án dự đã chính thức khởi động từ tháng 10/2023 và dự kiến khai thác vào năm 2027.

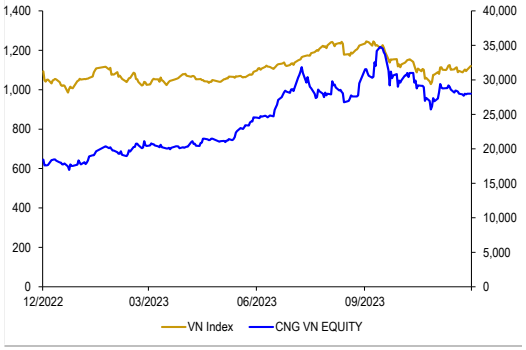
Rủi ro: (1) Sản lượng khí khô sụt giảm; (2) Giá bán khí trung bình giảm sút; (3) Lô B Ô Môn đi vào hoạt động chậm hơn dự kiến.

FY	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	64,135	78,992	100,724	89,471	99,526
LN HDKD (tỷ VND)	8,694	10,374	17,799	14,217	14,970
Biên LNHDKD (%)	13.6	13.1	17.7	15.9	15.0
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	7,855	8,673	14,798	12,226	12,870
Biên LNR (%)	12.2	11.0	14.7	13.7	12.9
EPS (VND)	3,357	3,630	6,374	6,273	4,839
ROE (%)	15.9	16.8	26.4	19.0	18.1
P/E (x)	21.5	22.1	13.3	12.6	16.3
P/B (x)	3.4	3.6	3.2	2.9	2.6

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 04/12/23

CTCP CNG Việt Nam
(CNG VN)

GIÁ MỤC TIÊU (VND)			
34,000			
THỊ GIÁ (VND)		UP/DOWNSIDE	
28,000		21.4%	
VNINDEX			1,120
P/E thị trường (22F, x)			11.8
Vốn hóa (tỷ VND)			983
SLCP đang lưu hành (triệu)			35
SLCP tự do giao dịch (triệu)			15
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)			44
Cao nhất 52 tuần (VND)			36,600
Thấp nhất 52 tuần (VND)			17,769
KLGD bình quân (triệu)			0.2
GTGD bình quân (tỷ VND)			7
Hệ số Beta (12M)			1.2
	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-5.1	8.7	43.6
T/quan VNINDEX	4.2	6.6	41.1



Nguồn: Bloomberg

Luận điểm đầu tư:

_ CNG là công ty con của CTCP Dầu khí Việt Nam, hiện tại CNG đang chiếm lĩnh 70% thị phần CNG (Compressed Natural Gas) toàn quốc. CNG là dạng năng lượng thân thiện với môi trường được chiết xuất từ khí tự nhiên được nhiều nhà sản xuất chú ý khi cần tìm một nguồn năng lượng thay thế những dạng năng lượng có phát thải carbon cao. Hiện tại, nhà máy khí nén của CNG đạt hơn 220 triệu Sm3/năm ở miền Nam và 110 triệu Sm3 ở miền Bắc.

_ CNG là một trong những công ty có mô hình kinh doanh thân thiện với môi trường, sức khỏe tài chính lành mạnh đi kèm với đó là chính sách cổ tức dồi dào. Ngoài ra, CNG cũng cho biết rằng họ đang tiến hành đa dạng hóa các mảng kinh doanh qua chiến thuật bước vào thị trường phân phối khí LNG cho GAS. Hiện tại, CNG đã hỗ trợ PV GAS vận hành trạm LNG Thị Vải và kho chứa LNG thương mại.

_ Vào quý 4 năm 2022, CNG đã xây dựng trạm cấp khí LNG đầu tiên với dung tích chứa 50 tấn. Trạm LNG này dự kiến sẽ cung cấp cho các khách hàng thân thuộc của CNG như Oechsler Motion, Petfood Evolution, Asia Steel... Theo CNG, trạm cấp khí này sẽ được mở rộng quy mô để cung cấp cho các khách hàng tại Khu công nghiệp Thuận Đạo. Bên cạnh đó, CNG còn cho biết rằng đây là bước đi đầu tiên trong kế hoạch mở chuỗi dự án LNG của công ty trên khắp Việt Nam.

_ Cập nhật KQKD Q3/2023: CNG ghi nhận doanh thu thuần đạt 785.2 tỷ đồng (-26% YoY) và lãi ròng đạt 30 tỷ (+66 % YoY). Lũy kế 9T/2023, doanh thu thuần đạt 2,366 tỷ đồng (-27% YoY) và lãi ròng đạt 66 tỷ đồng (-27% YoY), nguyên nhân do sản lượng giảm và giá nhiên liệu giảm. Tại ĐHĐCĐ 2023, CNG đặt kế hoạch sản lượng CNG ở mức 290 triệu Sm3, doanh thu 3,463 tỷ (giảm 18% so với thực hiện năm 2022) và lợi nhuận ở mức 85 tỷ (-27% so với thực hiện năm 2022). Như vậy CNG hoàn thành 77.8% kế hoạch cả năm 2023.

Với lợi thế thị phần 70% toàn quốc cung cấp khí CNG, CNG dễ dàng đưa khí LNG đến khách hàng. Về kế hoạch phát triển, CNG đã hoàn tất công tác chuẩn bị chạy thử trạm tái hóa khí LNG Thuận Đạo, tỉnh Long An.

_ Trong giai đoạn 2022-2025, CNG đặt mục tiêu đạt tổng sản lượng 1,200 triệu Sm3, tổng doanh thu 13,800 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2026-2030, CNG đặt mục tiêu sản lượng hơn 2,700 Sm3 và tổng doanh thu 33,400 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2031-2035, sản lượng mục tiêu của CNG ở mức 5,200 triệu Sm3 với tổng doanh thu hơn 73,400 tỷ đồng. Sản phẩm chủ lực của công ty sẽ dồn vào CNG và LNG.

Rủi ro: (1) Rủi ro giá dầu; (2) Rủi ro giá khí thiên nhiên; (3) Nhà máy CNG tại miền Nam tiệm cận 100% công suất thiết kế.

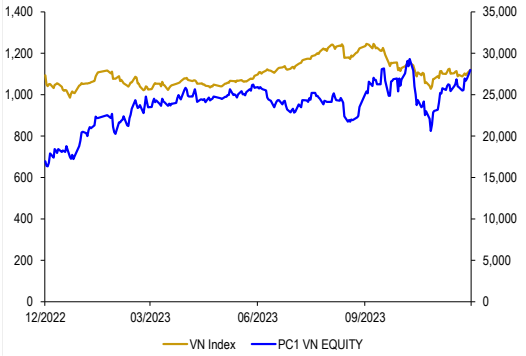
FY	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	2,338	3,058	4,185	4,204	4,835
LN HDKD (tỷ VND)	52	105	300	216	290
Biên LNHDKD (%)	2.2	3.4	7.2	5.1	6.0
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	51	82	118	153	164
Biên LNR (%)	2.2	2.7	2.8	3.6	3.4
EPS (VND)	1,028	2,060	3,035	5,663	6,088
ROE (%)	6.9	14.0	21.8	27.8	23.0
P/E (x)	15.1	11.3	6.1	4.9	4.6
P/B (x)	1.1	1.6	1.4	1.3	1.2

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 04/12/23

CTCP Tập Đoàn PC1

(PC1 VN)

GIÁ MỤC TIÊU (VND)			
32,150			
THỊ GIÁ (VND)		UP/DOWNSIDE	
28,000		14.8%	
VNINDEX			1,120
P/E thị trường (22F, x)			11.8
Vốn hóa (tỷ VND)			8,708
SLCP đang lưu hành (triệu)			311
SLCP tự do giao dịch (triệu)			172
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)			55
Cao nhất 52 tuần (VND)			29,565
Thấp nhất 52 tuần (VND)			16,087
KLGD bình quân (triệu)			3.8
GTGD bình quân (tỷ VND)			110
Hệ số Beta (12M)			1.3
	3M	6M	12M
Tuyệt đối	19.0	8.4	62.6
T/quan VNINDEX	28.3	6.4	60.2



Nguồn: Bloomberg

Luận điểm đầu tư:

_ PC1 là một trong những công ty xây lắp điện có thâm niên tại Việt Nam. Hiện tại, PC1 đang hoạt động trong 3 mảng lĩnh vực chính là: xây lắp điện, đầu tư điện năng lượng tái tạo, và sản xuất công nghiệp.

_ Cập nhật KQKD Q3/2023: PC1 ghi nhận doanh thu 2,220 tỷ đồng (-26% YoY), LNST cổ đông công ty mẹ đạt 64 tỷ đồng (-3 % YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 5,198 tỷ đồng (-13% YoY), LNST đạt 159 tỷ đồng (-75 % YoY) hoàn thành lần lượt 55% kế hoạch doanh thu và 31% kế hoạch lợi nhuận. Nguyên nhân sụt giảm KQKD của PC1 chủ yếu đến từ mảng xây lắp điện giảm mạnh (9T2023 giảm 56%, Q3.2023 giảm 80%) do thiếu hụt các dự án đầu tư mới. Sản lượng thủy điện giảm mạnh do thời tiết bất lợi và chi phí lãi vay tăng cao đạt 219 tỷ (+ 36% YoY) do chi phí đi vay tăng và nhà máy của CTCP Khoáng sản Tấn Phát đi vào vận hành nên đã hết thời gian vốn hóa chi phí lãi vay. Bên cạnh đó, các mảng sản xuất công nghiệp, Nikken và KCN Nomura đóng góp vào KQKD của kì này (kì trước PC1 chưa ghi nhận mảng này) nhưng không đủ bù đắp so với đà giảm của các mảng khác.

_ Mảng xây lắp: Hưởng lợi trung hạn nhờ QHĐ 8, khi nhu cầu xây lắp lưới truyền tải và hoạt động xây dựng nhà máy điện tái tạo cao. PC1 cho biết giá trị backlog vẫn ở mức cao đạt 3,786 tỷ đồng. Ước tính doanh thu mảng EPC năm 2023/2024 vào khoảng hơn 2,500/3,000 tỷ đồng.

_ Mảng bán điện: Sản lượng thủy điện sẽ sụt giảm trong 2023 khi pha El Nino diễn ra trong 2023, và sản lượng được kì vọng sẽ tăng trở lại vào 2025 khi pha El Nino kết thúc, đồng thời nhà máy thủy điện Bảo Lạc A 30MW và Thượng Hà 13 MW dự kiến đi vào hoạt động. Trong khí đó, mảng điện gió được kì vọng duy trì ổn định.

_ Mảng khai khoáng: PC1 dự tính xuất khẩu tiếp lô hàng 10,000 tấn vào tháng 12/2023. Doanh thu ước tính 2023 khoảng 1,000 tỷ, lãi ròng ở mức 160 tỷ.

_ Mảng bất động sản KCN, Kì vọng dự án Yên Phong IIA Bắc Ninh sẽ lấp đầy trong 4 năm, bắt đầu cho thuê từ nửa cuối 2023. Kì vọng doanh thu 2023/2024 lần lượt khoảng 500/600 tỷ đồng. Với cụm cảng Yên Lệnh Hà Nam, dự án mới được phê duyệt QHXD 1/500 và chuẩn bị GPMB, kì vọng ghi nhận doanh thu trong 2024. Với KCN Nomura, kì vọng doanh thu mỗi năm ghi nhận khoảng 650 tỷ đồng.

_ Mảng bất động sản dân dụng: PC1 hiện có 4 dự án chưa hoàn thiện thủ tục pháp lý, dự kiến doanh thu ở mức 2500 tỷ, lãi ròng 400 tỷ được bàn giao theo tiến độ từ năm 2023-2027. PC1 tiếp tục hoàn thiện thủ tục liên quan đến dự án Gia Lâm và Bắc Từ Liêm, dự kiến khởi công dự án Gia Lâm vào Quý 4/2023.

_ Rủi ro: (1) Rủi ro pháp lý của các dự án; (2) Rủi ro đa dạng hóa; (3) Mảng xây lắp điện giảm tốc khi các dự án điện tái tạo chững lại; (4) Chi phí tài chính cao hơn dự kiến; (5) Rủi ro mảng khai thác Nikel biến động theo giá Niken LME.

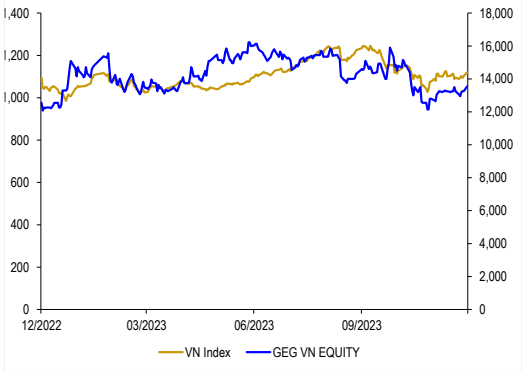
FY	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	6,679	9,828	8,358	9,601	10,626
LN HDKD (tỷ VND)	823	859	1,318	1,403	1,623
Biên LNHDKD (%)	12.3	8.7	15.8	14.6	14.6
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	513	695	460	471	623
Biên LNR (%)	7.7	7.1	5.5	4.9	5.9
EPS (VND)	1,690	1,844	1,321	1,960	2,350
ROE (%)	13.8	14.9	8.4	18.4	11.4
P/E (x)	8.3	16.1	13.3	14.3	11.9
P/B (x)	1.1	2.0	1.1	1.3	1.2

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 04/12/23

CTCP Điện Gia Lai
(GEG VN)

GIÁ MỤC TIÊU (VND)	
17,000	
THỊ GIÁ (VND)	UP/DOWNSIDE
13,550	25.5%
VNINDEX	1,120
P/E thị trường (22F, x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	4,624
SLCP đang lưu hành (triệu)	341
SLCP tự do giao dịch (triệu)	78
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	23
Cao nhất 52 tuần (VND)	16,745
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11,604
KLGD bình quân (triệu)	1.0
GTGD bình quân (tỷ VND)	12
Hệ số Beta (12M)	1.1

	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-5.2	-15.3	12.2
T/quan VNINDEX	4.0	-17.3	9.8



Nguồn: Bloomberg

Luận điểm đầu tư:

_ GEG xuất phát điểm là một doanh nghiệp thủy điện đã dần chuyển đổi thành một trong những công ty trong ngành điện có công suất lắp đặt điện tái tạo lớn nhất với 603 MW đã được vận hành. Trong đó, Thủy điện đóng góp 81 MW, Điện mặt trời trang trại và áp mái góp 292 MW, Điện gió 230 MW. Các nhà máy điện của GEG đều được đặt ở những vị trí đắc địa phù hợp cho các loại hình điện tái tạo. GEG là doanh nghiệp được hưởng lợi chính nhờ định hướng tập trung phát triển mảng năng lượng tái tạo cụ thể là điện gió theo chủ trương trong QHĐ VIII.

_ Cập nhật KQKD Q3/2023, GEG ghi nhận doanh thu gần 566 tỷ (+9%YoY), và LNST đạt 13 tỷ đồng (-89% YoY). Nguyên nhân: chi phí tài chính tăng mạnh do mặt bằng lãi suất vẫn cao, nhà máy Tân Phú Đông 1 (TPĐ 1) đi vào hoạt động nên ghi nhận thêm chi phí lãi vay và đồng thời doanh thu hoạt động tài chính giảm -93% do cùng kì ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng cổ phần. Lũy kế 9T/2023, doanh thu thuần đạt 1595 tỷ đồng (0% YoY), LNST đạt 150 tỷ đồng (-64% YoY) do nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 (100MW) giúp nâng sản lượng điện nhưng giá bán khá thấp chỉ bằng 50% giá bán điện chuyển tiếp. Chúng tôi ước tính nhà máy Tân Phú Đông 1 đang chịu lỗ, nên đã khiến cho LNST của toàn công ty sụt giảm nghiêm trọng. Như vậy, GEG hoàn thành 55% kế hoạch doanh thu và 72% kế hoạch lợi nhuận.

Cập nhật tình hình nhà máy và các dự án mới:

_ Nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 (120MW) và dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (50MW) là động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho GEG cuối 2023 - 2024. Chúng tôi kì vọng lãi suất cho vay đang có xu hướng giảm sẽ hỗ trợ giảm chi phí tài chính cho GEG. Về việc hồi tố do khoản lỗ của TPĐ 1 vẫn chưa rõ ràng, chúng tôi kì vọng tình trạng này vẫn sẽ kéo dài đến hết năm 2023. Ngoài ra, dự án Đức Huệ 2 (49 MW) dự kiến sẽ vận hành vào đầu 2024 với sản lượng dự kiến 73 kWh/năm, hiện GEG đã hoàn thiện gần xong các bước pháp lý quan trọng.

_ Tháng 10/2023, GEG được cấp chủ chương đầu tư nhà máy sản xuất khí Hydro Tiền Giang (100 MW)– giai đoạn 1, sử dụng điện gió để sản xuất khí Hydrogen. Dự kiến sản lượng đạt 5 nghìn tấn Hydro/năm, 95 nghìn tấn oxy/năm và 90 nghìn tấn ammonia/năm; tổng vốn đầu tư hơn 2,200 tỷ đồng và dự kiến vận hành trong 2028. Bên cạnh đó, GEG đã M&A 1 dự án thủy điện tại Đắk Lak (8.6 MW); dự án đang hoàn thiện thủ tục pháp lý và dự kiến khởi công vào đầu 2024.

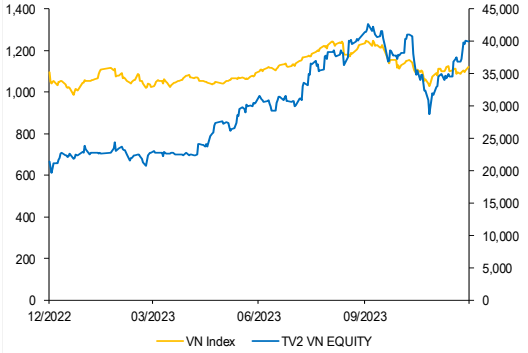
Rủi ro: (1) Rủi ro hiện tượng El Nino khiến thủy điện giảm sản lượng; (2) Rủi ro pháp lý đối với các dự án chưa hoàn thành; (3) Biến động lãi suất có thể khiến chi phí tài chính tăng cao hơn dự kiến; (4) Cơ chế giá cho các dự án điện tái tạo tương đối khó đoán

FY	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	1,493	1,381	2,093	2,164	2,477
LN HDKD (tỷ VND)	645	653	851	780	830
Biên LNHDKD (%)	43.2	47.3	40.6	36.0	33.5
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	257	283	316	171	288
Biên LNR (%)	17.2	20.5	15.1	7.9	11.6
EPS (VND)	858	807	830	491	826
ROE (%)	9.6	8.2	5.6	3.6	5.2
P/E (x)	19.2	25.9	18.2	27.6	16.4
P/B (x)	1.8	2.1	1.4	1.2	1.1

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 04/12/23

CTCP Tư vấn xây dựng điện 2
(TV2 VN)

GIÁ MỤC TIÊU (VND)			
44,400			
THỊ GIÁ (VND)			UP/DOWNSIDE
40,000			11.0%
VNINDEX			1,119
P/E thị trường (22F, x)			11.6
Vốn hóa (tỷ VND)			2,701
SLCP đang lưu hành (triệu)			68
SLCP tự do giao dịch (triệu)			31
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)			46
Cao nhất 52 tuần (VND)			43,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)			19,450
KLGD bình quân (triệu)			0.4
GTGD bình quân (tỷ VND)			16
Hệ số Beta (12M)			1.1
	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.7	31.1	87.8
T/quan VNINDEX	7.9	28.6	84.2



Nguồn: Bloomberg

Luận điểm đầu tư:

_ TV2 là công ty tư vấn điện lực hàng đầu Việt Nam, hoạt động trong 3 lĩnh vực chính là: (1) tư vấn và vận hành nhà máy điện, (2) gia công cơ khí và (3) đầu tư nguồn điện. Trong đó hoạt động tư vấn đóng góp doanh thu lớn nhất với tỷ trọng 86% trong năm 2022. Ngoài ra, EVN đang là cổ đông lớn tại TV2 vì thế TV2 có lợi thế được ưu tiên tham gia vào các giai đoạn từ lập quy hoạch, khảo sát và tư vấn các dự án của công ty mẹ.

_ Cập nhật KQKD Q3/2023: TV2 ghi nhận doanh thu thuần đạt 211 tỷ đồng (-47% YoY) và Lãi ròng đạt 17 tỷ đồng (+70% YoY). Lũy kế 9T/2023, TV2 ghi nhận doanh thu thuần đạt 480 tỷ đồng (-53% YoY) và lãi ròng đạt 39.5 tỷ đồng (-5% YoY). Nguyên nhân sụt giảm doanh thu đến từ lĩnh vực kinh doanh chính là tư vấn vì khối lượng backlog chuyển tiếp của mảng này thấp, các hợp đồng EPC vẫn đang trong giai đoạn đầu triển khai; lợi nhuận sau thuế giảm ít hơn do biên gộp của mảng khảo sát, tư vấn có biên lợi nhuận tốt hơn so với các hợp đồng EPC, và chi phí quản lý doanh nghiệp giảm -37 % YoY. Như vậy, TV2 hoàn thành 35% kế hoạch doanh thu và 76% kế hoạch lợi nhuận trước thuế.

_ Cập nhật tiến độ dự án - TV2 hiện đầu tư, ký kết hợp đồng tư vấn khảo sát và tổng thầu EPC* với một số dự án lớn như:

(1) Nhiệt điện Sông Hậu 2 (công suất 2012 MW, vốn đầu tư 72,000 tỷ đồng): Đang trong quá trình thu xếp vốn và vướng mắc liên quan đến bồi thường giải phóng mặt bằng. Đã kí hợp đồng EPC và quản lý vận hành (O&M). Dự kiến ghi nhận doanh thu giai đoạn 2024-2028.

(2) Dự án nhiệt điện sinh khối Hậu Giang (công suất 20 MW, vốn đầu tư 875 tỷ đồng, TV2 sở hữu 10%) được khởi công vào cuối 2022. Hiện đã hoàn thành phần lớn kết cấu nền móng đạt tiến độ 40%. Dự kiến vận hành thương mại và ghi nhận doanh thu trong trong 2024.

(3) Dự án nhiệt điện sinh khối Trà Vinh (công suất 25MW, vốn đầu tư 1,066 tỷ đồng, TV2 sở hữu 10%): Đang trong giai đoạn lập báo cáo khả thi (FS) và chuẩn bị giải phóng mặt bằng. Dự kiến ghi nhận doanh thu trong 2024.

(4) Dự án thủy điện Thác Bà 2 (công suất 18.9 MW, vốn đầu tư 709 tỷ đồng, TV2 sở hữu 45%): Khởi công vào T10/2022. Dự kiến ghi nhận doanh thu năm nay.

Ngoài ra TV2 được chỉ định tư vấn thiết kế và giám sát thi công đường dây 500kV mạch 3 kéo dài (Quảng Trạch – Phố Nối). Dự kiến vận hành trong tháng 6/2024. Đường dây 500kV sẽ tăng cường đảm bảo cấp điện cho miền Bắc. Định hướng trong tương lai, TV2 sẽ tham gia tổng thầu và O&M các dự án Tuabin khí hỗn hợp (TBKHH) và các dự án điện khí LNG. Dự án LNG Long Sơn được lùi đến 2030.

Rủi ro: (1) Rủi ro pháp lý của các dự án; (2) Rủi ro về chính sách giá cho các dự án Năng lượng tái tạo tương đối khó đoán; (3) Rủi ro thời tiết có thể ảnh hưởng đến các dự án điện gió; (4) Rủi ro nguyên liệu đầu vào như giá thép

*EPC: hợp đồng thực hiện thiết kế, mua sắm, xây dựng và chạy thử nghiệm công trình.

FY	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	3,346	3,629	1,322	1,364	3,050
LN HDKD (tỷ VND)	272	281	57	121	181
Biên LNHDKD (%)	8.1	7.7	4.3	8.9	5.9
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	262	272	53	123	210
Biên LNR (%)	7.8	7.5	4.0	9.0	6.9
EPS (VND)	3,883	4,025	783	1,818	3,104
ROE (%)	25.0	21.4	3.9	9.4	13.5
P/E (x)	7.3	12.0	28.5	22.0	12.9
P/B (x)	1.6	2.4	1.1	2.1	1.8

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 04/12/23

Mạng lưới Shinhan Investment

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

HONG KONG

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

INDONESIA

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

SHANGHAI

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

HO CHI MINH

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

HA NOI

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District,
Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Phụ lục – Công bố quan trọng



Thông báo tuân thủ

- Tôi/chúng tôi, với tư cách là chuyên viên/các chuyên viên chuẩn bị bản báo cáo này, cam kết nội dung trình bày ở trên phản ánh chính xác quan điểm của tôi/chúng tôi về các chủ đề chứng khoán và tổ chức phát hành được thảo luận trong bài nghiên cứu. Hơn nữa, tôi/chúng tôi cũng xác nhận rằng bài báo cáo này được soạn thảo mà không phải chịu bất kỳ áp lực hoặc sự can thiệp bất hợp lí nào từ bên ngoài.
- Bản báo cáo này là tài liệu tham khảo cho đầu tư dựa trên các dữ liệu trong quá khứ, vì thế những biến động giá cổ phiếu trong tương lai có thể khác với các xu hướng đã được hình thành.
- Các dữ liệu này phản ánh chính xác quan điểm của người phụ trách nghiên cứu và phân tích về chứng khoán của doanh nghiệp, nhưng các quan điểm và những ước tính này có thể có sai sót. Vì vậy, việc lựa chọn cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng nên phụ thuộc vào chính mỗi nhà đầu tư.
- Các dữ liệu nghiên cứu và phân tích chỉ được gửi tới cho khách hàng của chúng tôi, do đó không được phép sao chép, chuyển tiếp, hay gửi lại cho các đơn vị khác trong mọi trường hợp mà chưa được sự cho phép của chúng tôi.

Miễn trừ trách nhiệm

- Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing dành cho thị trường / chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi Phòng Phân Tích của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiên và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.
- Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình, các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Bản quyền ⓒ 2020 của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.



Shinhan
Securities