Shinhan Securities

Ngành Điện

Sản xuất phục hồi, hỗ trợ tăng trưởng



Hoàng Nam
☎ (84-28) 6299-8029
✉ nam.h@shinhan.com

Nội dung

Ngành Điện – Sản xuất phục hồi thúc đẩy tăng trưởng

1. Cập nhật ngành điện 2023 và triển vọng 2024

   Huy động nhiệt điện tăng mạnh vào đầu năm 2023 nhưng dần hạ nhiệt vào cuối năm. Triển vọng ngành điện 2024 kì vọng phục hồi mạnh nhờ tăng trưởng kinh tế khả quan.

2. Định hướng phát triển điện tái tạo

   Điện khí sẽ được ưu tiên phát triển mạnh mẽ đến 2030. Trong khi điện gió và điện mặt trời sẽ được tập trung phát triển mạnh mẽ hơn trong dài hạn khi chi phí đầu tư kì vọng sẽ giảm.

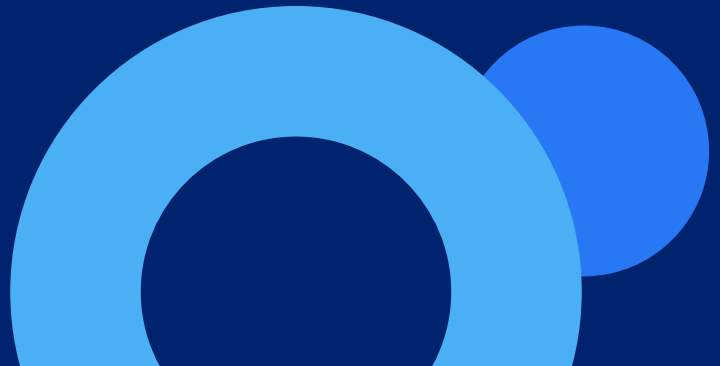
3. Cơ hội đầu tư

   POW, PC1, GEG - Định hướng phát triển điện tái tạo

01

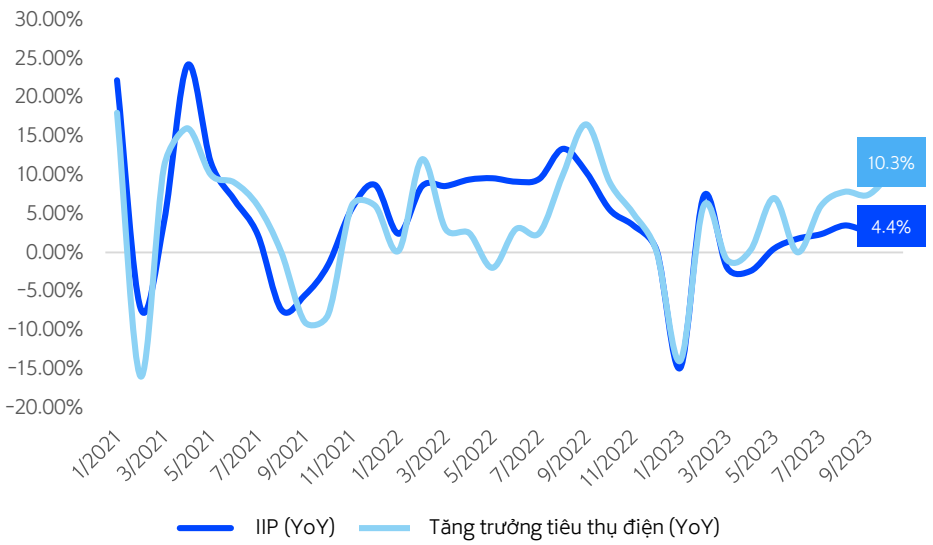
Cập nhật ngành điện 2023 và triển vọng 2024

Huy động nhiệt điện tăng mạnh vào đầu năm 2023 nhưng dần hạ nhiệt vào cuối năm. Triển vọng ngành điện 2024 kì vọng phục hồi mạnh nhờ tăng trưởng kinh tế khả quan.



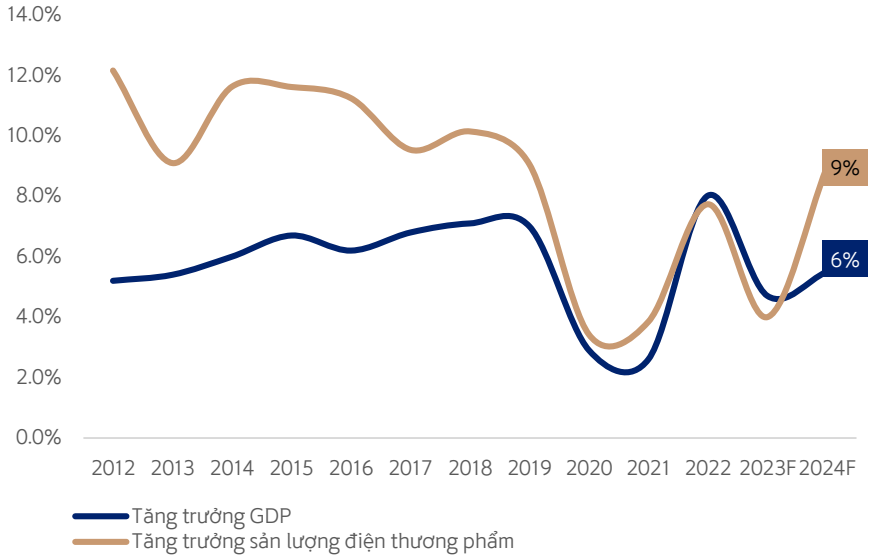
Tăng trưởng tiêu thụ điện phục hồi mạnh hơn trong năm 2024

Tăng trưởng tiêu thụ điện và chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng sản lượng điện và GDP

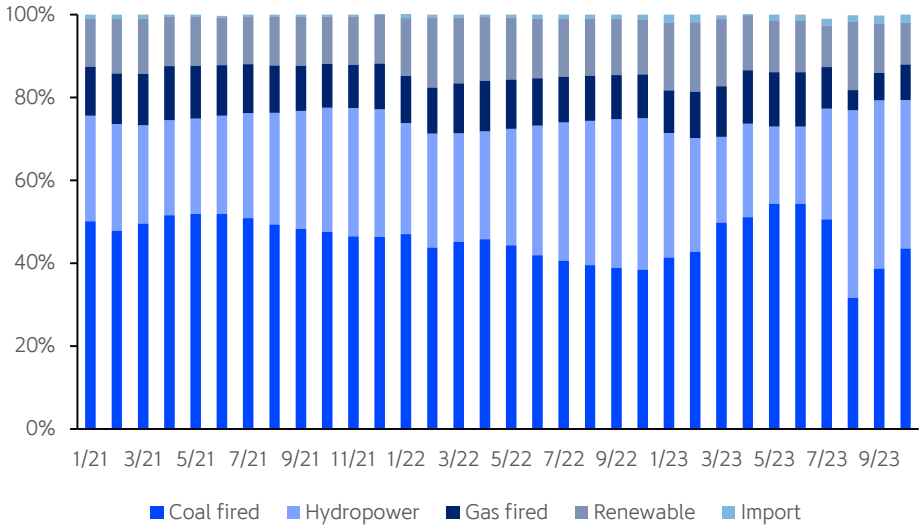


Nguồn: Worldbank, EVN, Shinhan Securities Vietnam

- Lũy kế 10T/2023, sản lượng điện thương phẩm đạt 234.1 tỷ kWh (tăng trưởng 3.9% YoY), trong bối cảnh hoạt động khu vực sản xuất công nghiệp và xây dựng còn yếu. Cụ thể, chỉ số IIP của tháng 9 và tháng 10 tăng lần lượt là 2.89% YoY và 4.4% YoY, khá thấp so với mức tăng trưởng trong năm 2022.
- Chúng tôi kì vọng tăng trưởng sản lượng điện sẽ thấp trong năm 2023 nhưng dần cải thiện trong năm 2024. Cụ thể, theo EVN, tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm dự báo trong năm 2023 và 2024 lần lượt là 4% và 8.9% nhờ vào nền kinh tế phục hồi mạnh mẽ với kì vọng GDP tăng trưởng 6% trong năm 2024. Ngoài ra, theo Quy hoạch điện VIII, mục tiêu sản lượng điện thương phẩm của chính phủ trong 2025 và 2030 lần lượt là 335 tỷ kWh và 505.2 tỷ kWh, tương ứng với tăng trưởng CAGR là 11%/năm trong giai đoạn 2022-2025, và 9%/năm trong giai đoạn 2025-2030.

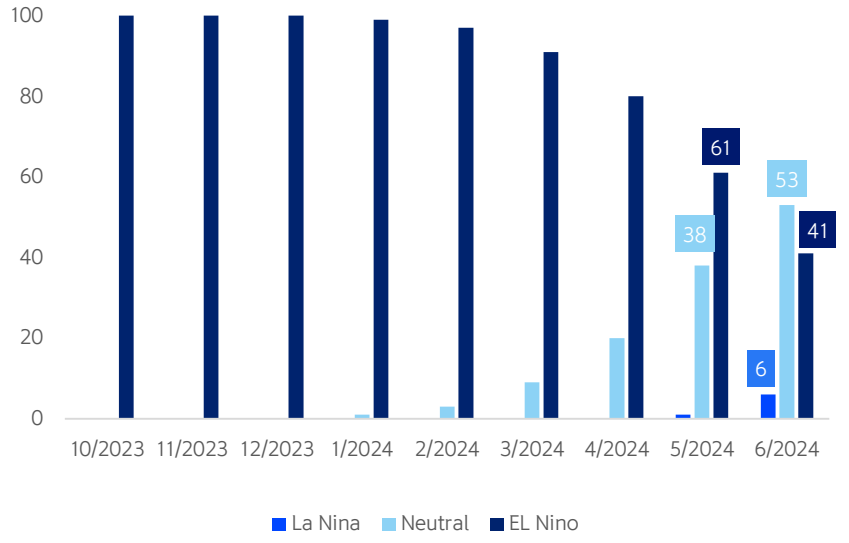
Nhiệt điện kì vọng đạt đỉnh vào tháng 9/2023 và dần chuyển qua pha trung tính

Tỷ trọng huy động thủy điện có dấu hiệu cải thiện hơn từ tháng 7



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Dự báo xác suất EL Nino của NOAA (%)

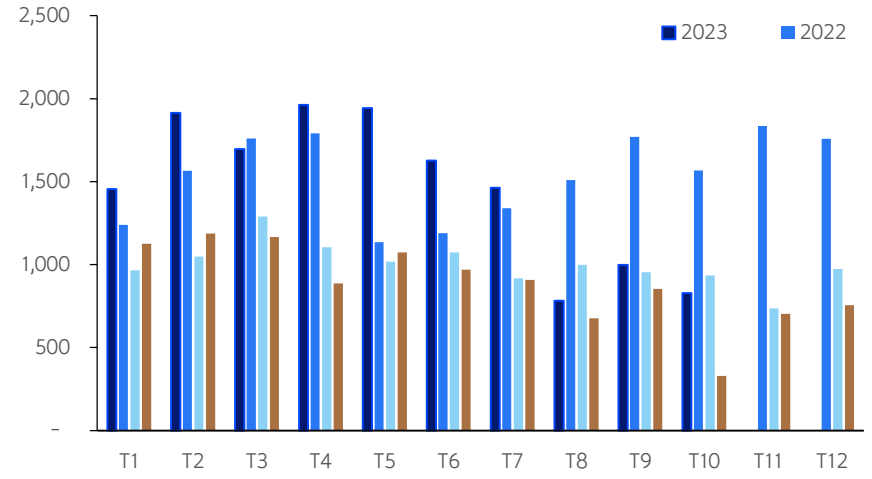


Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

- Sản lượng thủy điện 10T/2023 sụt giảm 19% YoY, do El Nino xuất hiện từ đầu năm 2023; từ đó tạo cơ hội cho các nhóm điện khác, đặc biệt là nhiệt điện than được huy động mạnh mẽ hơn. Tuy nhiên, tình hình thủy văn đã cải thiện đáng kể 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.
- Theo IRI, hiện tượng El Nino dự báo sẽ kéo dài và đạt đỉnh vào tháng 9/2023, sau đó suy yếu dần và khả năng cao sẽ đi vào pha trung tính từ 2H2024. Chúng tôi kì vọng thủy điện sẽ cải thiện hơn vào năm 2024, với tỷ trọng huy động dự kiến đạt 31% tăng nhẹ so với tỷ trọng 30% của năm 2023.

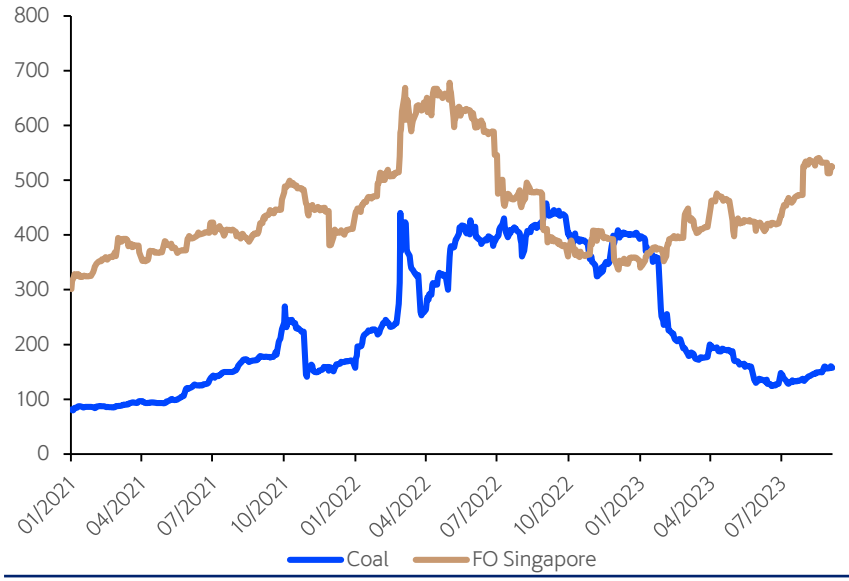
Giá bán điện toàn phần FMP được neo ở mức cao nhưng có dấu hiệu hạ nhiệt

Giá bán điện toàn phần FMP trên thị trường CGM (VND/kWh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Giá khí và giá than đầu vào đã hạ nhiệt từ đỉnh (USD/tấn)

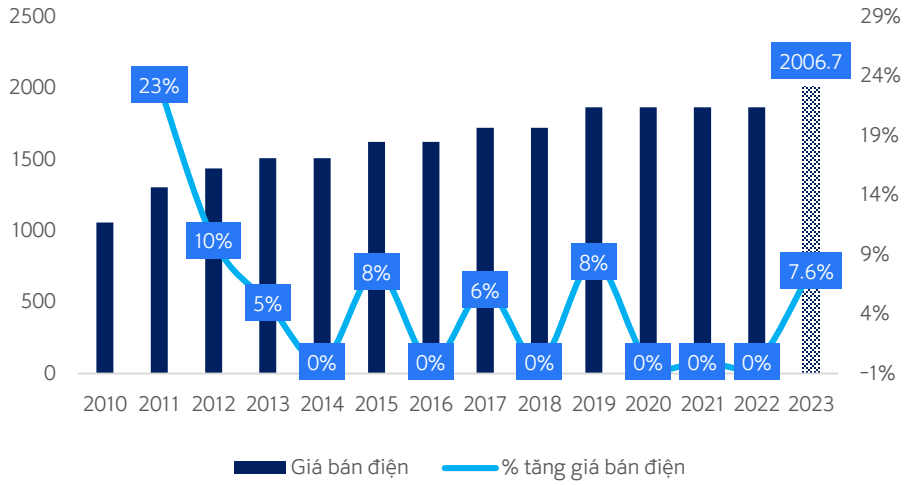


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Giá FMP trung bình 1H2023 duy trì ở mức cao khoảng 1,767 đồng/kWh (+22% YoY) do huy động nhiệt điện diễn ra tích cực hơn trên thị trường điện cạnh tranh khi thủy điện đã qua giai đoạn thuận lợi và giá nguyên liệu đầu vào vẫn neo ở mức cao. Cụ thể, giá than đang có dấu hiệu tăng trở lại, còn giá dầu FO Singapore (dùng tham chiếu tính giá khí) đã tăng 49% YTD và 33% YoY. Tuy nhiên, với sản lượng thủy điện được huy động tăng mạnh vào tháng 8 (+67% MoM) nhờ vào tình hình mưa lũ cuối năm, đã khiến cho giá bán trên CGM giảm đáng kể xuống còn 783 đồng/kWh (-46.5% MoM). Như vậy tính trung bình 10T/2023, giá FMP đạt 1,467 đồng/kWh (+2% YoY).
- Với tác động trái chiều của sự suy yếu từ huy động nhiệt điện từ tháng 9/2023 và giá nhiên liệu đầu vào vẫn neo ở mức cao, chúng tôi dự đoán giá FMP trung bình trong năm 2024 sẽ đạt khoảng 1,460 VND/kWh, giảm 2% so với cùng kỳ.

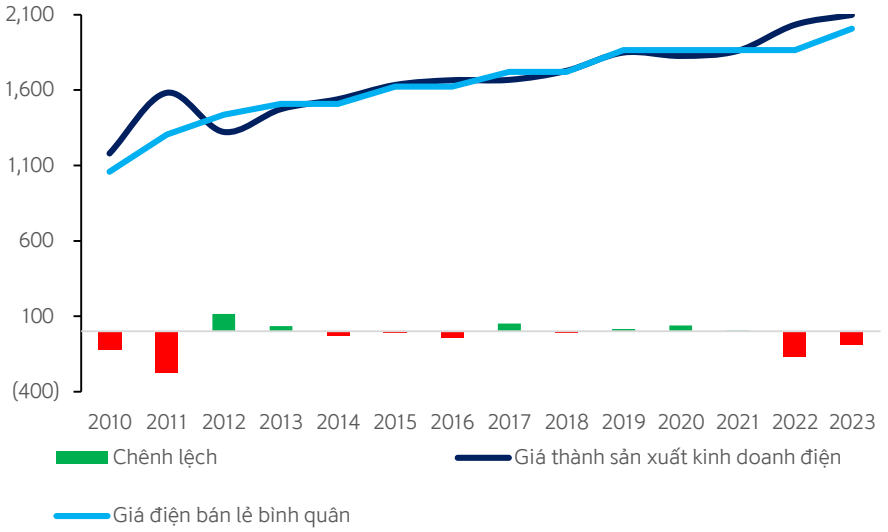
EVN tiếp tục tăng giá bán lẻ điện lần thứ 2 trong năm 2023

Giá bán lẻ điện bình quân 2010–2023 (VND/kWh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Giá thành và giá bán điện (VND/kWh)



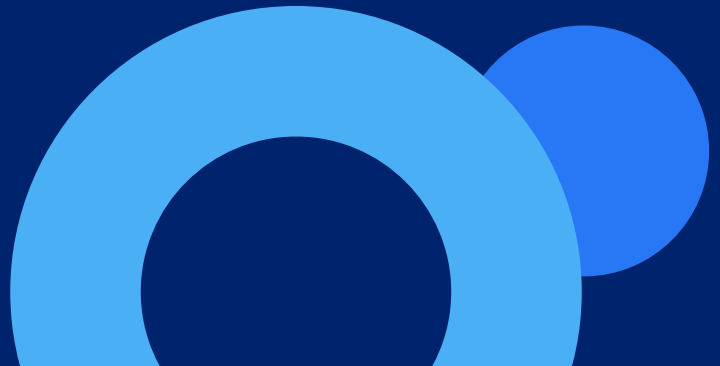
Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

- Ngày 9/11 vừa qua, EVN đã chính thức tăng giá bán lẻ điện lên mức 2,006.79 VND/kWh, tương đương tăng 4.5% so với giá bán điện hiện nay. Trước đó vào tháng 5/2023, EVN cũng đã tăng giá bán điện lên 3%. Như vậy, trong năm 2023, giá bán điện đã tăng 7.6% so với giá bán cuối năm 2022. Chúng tôi đánh giá việc tăng giá điện là rất cần thiết khi giá thành sản xuất điện đang khá cao. Cụ thể, chi phí sản xuất điện bình quân của EVN vào khoảng 2,098 VND/kWh, vẫn cao hơn 91.3 đồng so với giá bán dù giá bán đã được tăng 2 lần trong năm nay.
- Trong bối cảnh EVN vẫn còn đang lỗ lũy kế 43 nghìn tỷ đồng trên bảng cân đối kế toán tính đến ngày 30/06/2023, chúng tôi kì vọng giá điện sẽ còn tiếp tục tăng trong các năm tới vào khoảng 5–7%/năm. Việc tăng giá điện sẽ giúp EVN cải thiện phần nào tình hình sản xuất kinh doanh, trả tiền nhanh chóng cho nhiều doanh nghiệp sản xuất điện, và đẩy nhanh tiến độ đầu tư dự án.

02

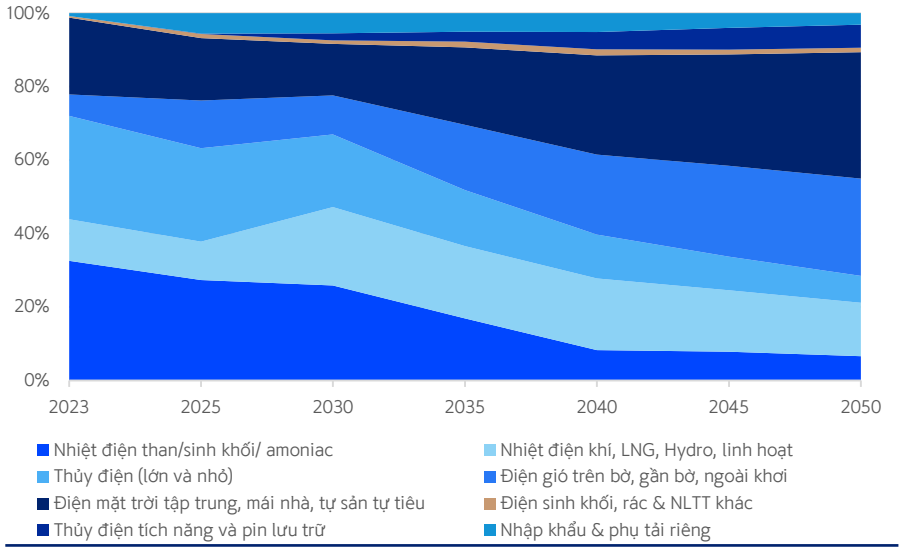
Định hướng phát triển điện tái tạo

Điện khí sẽ được ưu tiên phát triển mạnh mẽ đến 2030. Trong khi điện gió và điện mặt trời sẽ được tập trung phát triển mạnh mẽ hơn trong dài hạn khi chi phí đầu tư sẽ suy giảm.



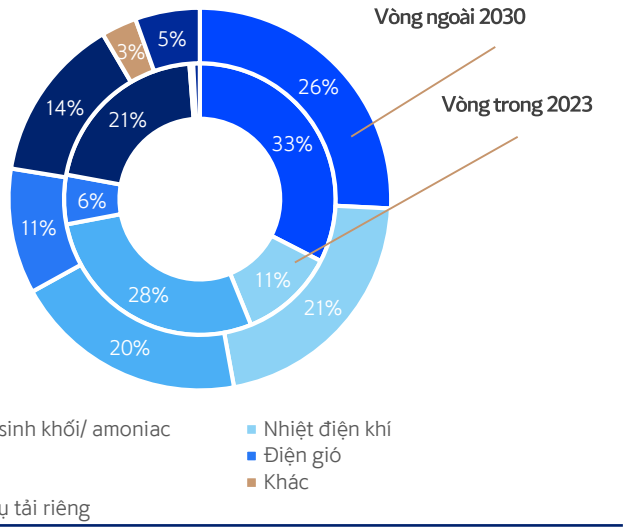
Quy hoạch điện VIII tập trung phát triển điện gió và điện khí

Tỷ trọng cơ cấu công suất nguồn điện theo Quy hoạch điện VIII (kịch bản cơ sở)



Nguồn: QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Công suất đặt dự kiến nguồn điện 2023 và 2030



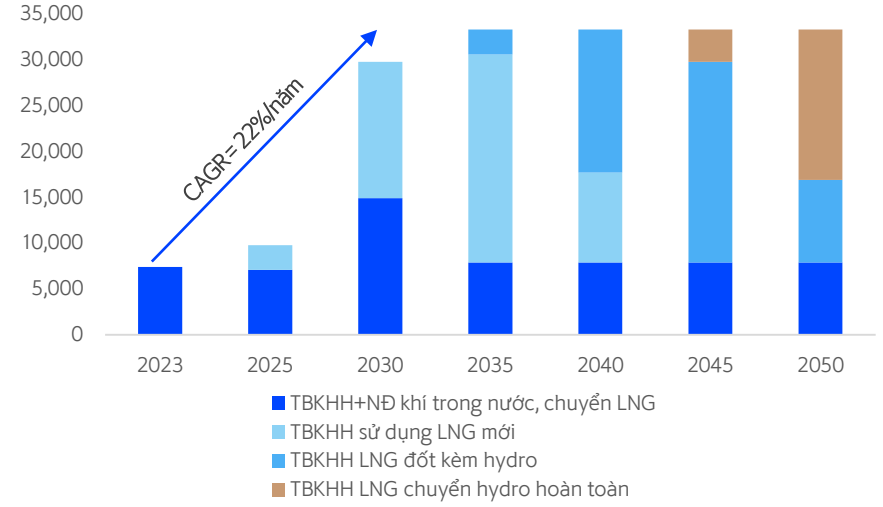
Nguồn: QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

- Quy hoạch điện VIII tập trung phát triển điện gió và điện khí cho giai đoạn từ năm 2023-2030. Tỷ trọng cơ cấu nguồn điện lần lượt của điện gió và điện khí vào năm 2030 là 11% và 21% (so với tỷ trọng cơ cấu nguồn điện điện tại 2023 là 6% và 11%) .
- Nhiệt điện than: Chỉ thực hiện các dự án đã có trong QHĐ VII điều chỉnh đang đầu tư xây dựng đến năm 2030. Từ năm 2035, nhiệt điện than giảm dần và chuyển qua đốt kèm sinh khối/ammoniac. Vào năm 2050, công suất của nguồn nhiệt điện than này sẽ chuyển hoàn toàn sang sinh khối/ammoniac.
- Điện mặt trời: Phát triển chậm lại từ nay đến năm 2030 và được ưu tiên phát triển vào giai đoạn 2030-2050.
- Thủy điện: Tăng trưởng thấp do hết tiềm năng khai thác.
- **Kết luận** trong trung và dài hạn, nhóm NLTT (trừ thủy điện) có triển vọng rất tích cực, cùng với mức tăng trưởng tiêu thụ điện được kì vọng là 7-9%/năm.

Phần 2 – Định hướng phát triển điện tái tạo

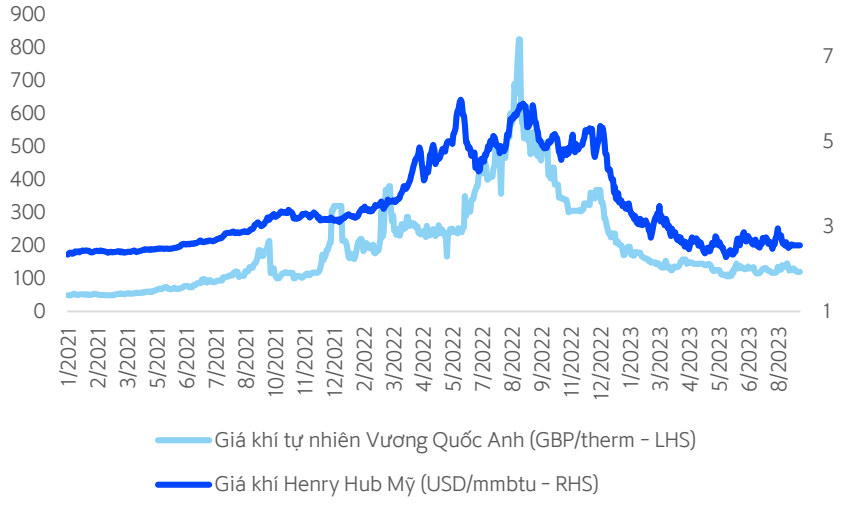
Tập trung phát triển điện khí mạnh mẽ đến năm 2030

Điện khí sử dụng LNG tăng mạnh từ 2025-2030



Nguồn: QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Giá khí trên thị trường quốc tế có xu hướng giảm



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Trong giai đoạn 2023-2030, điện khí được tập trung phát triển với tốc độ tăng trưởng kép 22%/năm với kịch bản cơ sở, chiếm 21% trong tổng công suất phát điện của năm 2030 (tăng từ 11% năm 2023). Đây là tỷ trọng cao thứ nhì trong cơ cấu nguồn điện trong năm 2030, chỉ sau điện than là 26%. Từ giai đoạn 2030 trở đi, phát triển điện khí được duy trì nhưng có sự dịch chuyển dần từ nhiên liệu LNG sang Hydro. Trong năm 2050, tỷ trọng điện khí sẽ giảm xuống 15% trong cơ cấu nguồn điện.
- Giá khí trên thị trường quốc tế giảm hỗ trợ cho việc thống nhất mua bán khí LNG của các nhà máy điện khí LNG sắp tới tại Việt Nam.
- Một số doanh nghiệp niêm yết đầu tư nguồn điện hưởng lợi từ các dự án điện khí gồm có POW – chủ đầu tư Điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4, TV2 - chủ đầu tư của Điện khí LNG Long Sơn.

Các doanh nghiệp sở hữu dự án NLTT đã vận hành với giá chuyển tiếp

Doanh nghiệp niêm yết sở hữu dự án NLTT vận hành với giá chuyển tiếp

	Loại hình NLTT	Công suất (MW)	Doanh nghiệp
Phù Mỹ 1	Điện mặt trời	64.8	BCG
Phù Mỹ 3	Điện mặt trời	23.8	BCG
VPL Bến Tre	Điện gió	4.2	GEG
Tân Phú Đông 1	Điện gió	100	GEG
Các dự án khác		978.9	
Tổng		1,171.7	

Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam
*Dữ liệu tính đến ngày 08/09/2023

Giá FIT và giá điện chuyển tiếp (VND/kWh)

Loại hình NLTT	Giá chuyển tiếp	Giá FIT *	Thay đổi (%)
ĐMT mặt đất	1,184.9	1,704.9	-30%
ĐMT nổi	1,508.3	1,849.1	-18%
Điện gió trong đất liền	1,587.1	2,043.9	-22%
Điện gió trên biển	1,816.0	2,356.5	-23%

Nguồn: Bộ công thương
FIT*: Biểu giá điện hỗ trợ (Feed-in Tariff) được tính dựa trên tỷ giá trung tâm của Ngân hàng nhà nước ngày 18/09/2023

- Tính đến ngày 08/09/2023, EVN và chủ đầu tư các dự án điện chuyển tiếp đã hoàn thành đàm phán giá và ký tắt hợp đồng mua bán điện (PPA) với 62/67 dự án. Bộ Công Thương đã phê duyệt giá tạm cho 58 dự án với tổng công suất 3,181.41 MW.
- Số lượng dự án chuyển tiếp đã hoàn thành thủ tục COD, chính thức được phát điện thương mại lên lưới là 20 dự án/phần dự án điện gió, điện mặt trời với tổng công suất 1,171.7 MW. Các dự án này sẽ áp dụng giá tạm tính bằng 50% giá trần khung giá chuyển tiếp.
- Giá điện chuyển tiếp thấp hơn từ 20% – 30% so với giá FIT, ngoài ra khung giá này được quy định bằng VND thay vì USD nên sẽ có một số những bất lợi cho doanh nghiệp như rủi ro về tỷ giá và yếu tố trượt giá của đồng VND.

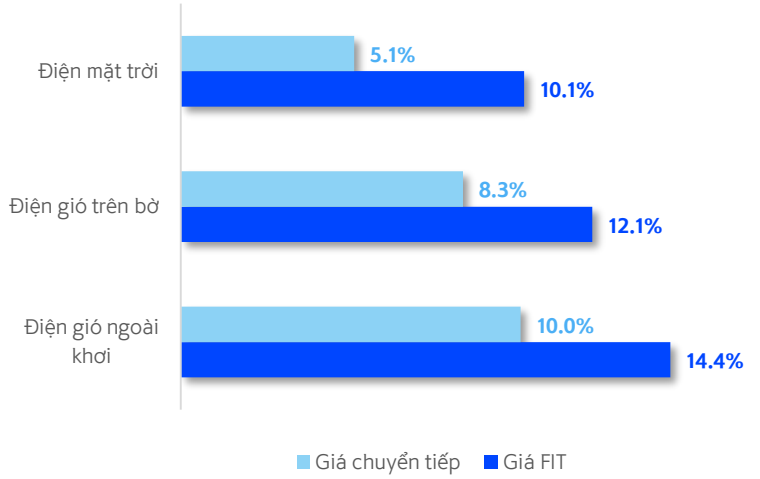
Giá điện chuyển tiếp khiến cho đầu tư mới vào điện tái tạo ở hiện tại trở nên kém hấp dẫn

Các thông số ước tính IRR được SSV giả định

	Điện mặt trời	Điện gió ngoài khơi	Điện gió trên bờ
Vòng đời (năm)	20	20	20
Suất đầu tư (tỷ/MW)	19	45	41
Số giờ hoạt động (giờ/năm)	1800	3500	3000
Lãi suất	10%	10%	10%
Vốn vay	60%	60%	60%
Thuế TNDN	8.30%	8.30%	8.30%

Nguồn: QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

IRR của các dự án NLTT với giá FIT và giá chuyển tiếp

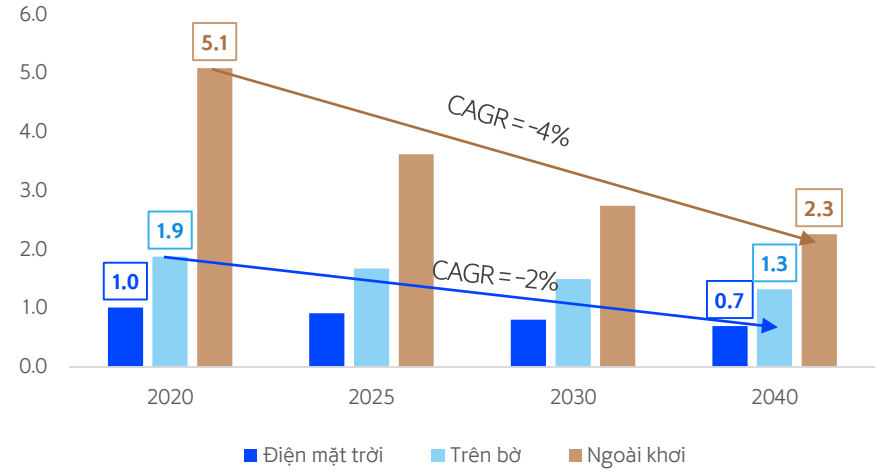


Nguồn: Shinhan Securities Vietnam ước tính, Báo cáo công ty

- Các dự án NLTT áp dụng giá bán điện chuyển tiếp đã khiến tỷ suất hoàn vốn nội bộ IRR sụt giảm nghiêm trọng. Với giá chuyển tiếp này, việc đầu tư mới vào các dự án NLTT ở thời điểm hiện tại sẽ rất khó khăn. Cụ thể, với cơ chế giá FIT, IRR của các dự án điện gió trên bờ và ngoài khơi lần lượt là 12.1% và 14.4%; với cơ chế giá chuyển tiếp, IRR sụt giảm lần lượt còn 8.3% và 10%.
- Vì thế, chúng tôi cho rằng việc phát triển điện tái tạo không dành cho tất cả doanh nghiệp mà chỉ dành cho một số những doanh nghiệp thực sự có năng lực trong việc đầu tư điện tái tạo thể hiện qua các yếu tố như: khả năng huy động nguồn vốn rẻ, khả năng triển khai dự án với suất đầu tư hợp lý, hiệu quả hoạt động của dự án, chi phí vận hành hợp lý.

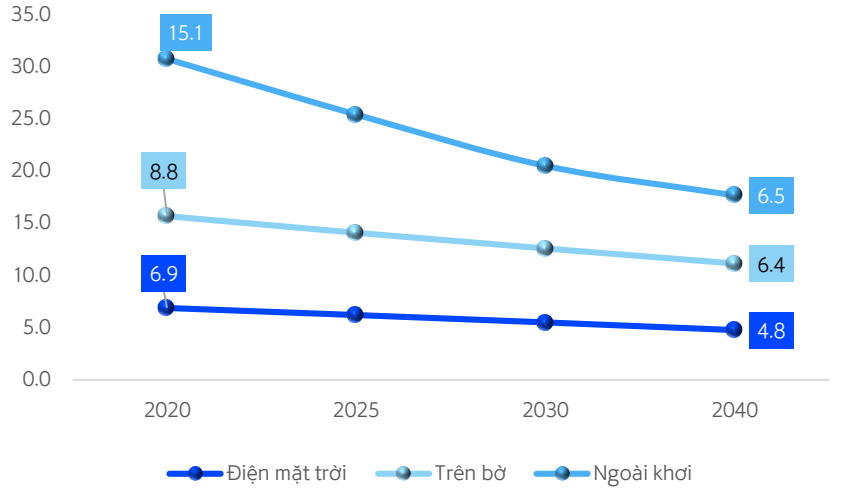
Chi phí đầu tư điện tái tạo giảm dần trong tương lai

Chi phí lắp đặt các dự án NLTT (triệu USD/MW)



Nguồn: QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Chi phí quy dẫn LCOE của điện gió còn nhiều dư địa giảm (Uscent/kWh)



Nguồn: QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

- Theo ước tính tại QHĐ VIII, chi phí đầu tư dự án điện gió ngoài khơi sẽ giảm với tốc độ CAGR = -4% và các dự án điện mặt trời và điện gió trên bờ sẽ giảm với tốc độ CAGR = -2%. Chi phí đầu tư thấp sẽ thúc đẩy khả năng sinh lời của dự án mới ngay cả khi áp dụng cơ chế giá chuyển tiếp như hiện tại. Tuy nhiên, để phát triển năng lượng tái tạo bền vững thì còn phải cần thêm mạng lưới truyền tải được đầu tư đồng bộ – phụ thuộc vào tiến trình đầu tư của EVN.
- Kết luận, chúng tôi cho rằng chính sách giá chuyển tiếp nhìn chung vẫn là cơ hội để các dự án chưa kịp đưa vào vận hành hưởng giá FIT thì có cơ hội để kịp thời ghi nhận được dòng tiền, nhanh chóng tính toán được kế hoạch thu hồi vốn. Ngoài ra, đây cũng là tiền đề để bộ công thương có thể tính toán và đưa ra chính sách giá chính thức để có thể hướng đến phát triển nguồn điện sạch, giảm phát thải như Việt Nam đã cam kết trong cuộc họp COP 26 và kịch bản đã đề ra trong Quy hoạch điện VIII.

03

Cơ hội đầu tư

POW, PC1, GEG – Định hướng phát triển điện tái tạo

Các doanh nghiệp điện niêm yết

Thông tin chung					Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính				Tăng trưởng 9M/2023		Định giá 24F	
No.	Mã	Ngành	Công suất (MW)	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT (VND) (*)	Upside (%)	GPM (%)	D/E (x)	ROA (%)	ROE (%)	Doanh thu (% YoY)	EPS (% YoY)	P/B (x)	P/E (x)
1	VSH	Thủy điện	356	10,584	44,800	47,650	6.4	64.11	0.88	11.69	22.21	5.4	11.7	1.7	9.5
2	REE	Đa ngành	1005	23,705	58,000	72,100	24.3	43.24	0.69	7.01	14.89	11.7	(4.3)	1.2	8.4
3	HDG	NLTT	462	8,867	29,000	31,000	6.9	55.00	1.07	4.55	11.92	(5.7)	(45.6)	1.1	9.5
4	POW	Nhiệt điện khí	4,208	26,932	11,500	16,250	41.3	8.78	0.89	2.38	4.62	9.2	(42.3)	0.7	10.1
5	NT2	Nhiệt điện khí	750	7,139	24,800	27,800	12.1	4.88	0.90	5.04	9.22	(7.0)	(27.9)	1.7	11.0
6	QTP	Nhiệt điện than	1200	6,750	15,000	N/A	N/A	5.48	0.37	5.44	7.44	12.9	(45.8)	1.0	7.0
7	PPC	Nhiệt điện than	1040	4,697	14,650	16,600	13.3	2.09	0.13	6.25	6.90	14.2	(6.0)	0.9	9.6
8	PC1	Xây lắp điện	313	8,397	27,000	32,150	19.1	21.66	1.78	1.24	4.97	(0.4)	(98.9)	1.2	11.4
9	GEG	NLTT	503	4,624	13,550	17,000	25.5	52.09	1.88	0.64	2.44	(4.4)	(57.5)	1.1	16.4
10	PGV	Đa ngành	5983	26,739	23,800	29,400	23.5	10.96	2.47	2.95	10.62	2.9	(27.2)	1.3	10.9

(*) Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

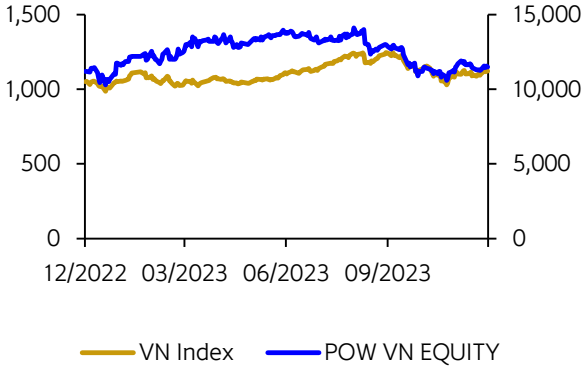
Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại ngày 07/12/2023

Tổng công ty điện lực dầu khí Việt Nam (HOSE: POW)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**16,250 VND**
Giá hiện tại (07/12/23)	11,500VND
Suất sinh lời (%)	41.3%
VNINDEX	1,121
HNXINDEX	231
Vốn hóa (tỷ VND)	26,932
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,342
Tự do giao dịch (triệu CP)	470
52-tuần cao/thấp (VND)	14,200/10,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	7.12
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	122
Cổ đông lớn (%) PVN	24.9

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-10.9	-16.4	5.0
So với VNIndex(%)	-.1.1	-17.4	-2.7



Nhiệt điện huy động cao thúc đẩy tăng trưởng

Quan 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). 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.

_ 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

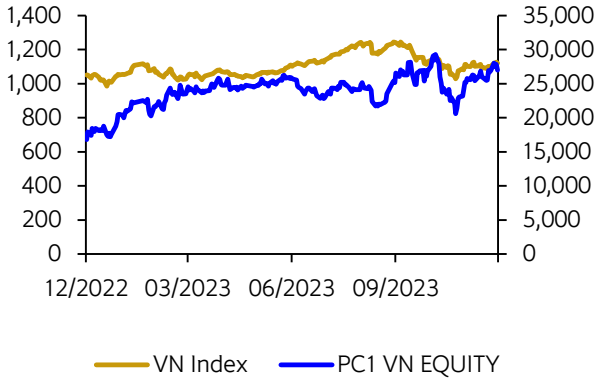
Năm	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	29,732	24,561	28,224	31,633	36,571
LN từ HĐKD (tỷ VND)	3,371	2,400	2,859	2,902	3,246
Lợi nhuận ròng mảng cốt lõi (tỷ VND)	2,365	1,799	2061	1793	2588
EPS (đồng)	999	757	871	809	1095
BPS (đồng)	12,185	12,228	13,099	13,908	15,003
OPM	11.3	9.8	10.1	9.2	8.9
NPM	8.0	7.3	7.3	5.7	7
ROE (%)	8.4	6.2	6.9	7	7.8
P/E (x)	13.6	23.1	12.2	14.2	10.5
P/B (x)	1.1	1.4	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	6.3	8.3	4.7	6.6	4.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn PC1 (HOSE: PC1)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**32,150 VND**
Giá hiện tại (07/12/23)	27,000VND
Suất sinh lời (%)	19.1%
VNINDEX	1,121
HNXINDEX	231
Vốn hóa (tỷ VND)	8,397
SLCP lưu hành (triệu CP)	311
Tự do giao dịch (triệu CP)	172
52-tuần cao/thấp (VND)	29,565/16,087
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	3.8
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	107
Cổ đông lớn (%) Trịnh Văn Tuấn	21.4

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	7.3	4.2	65.2
So với VNIndex(%)	17.3	3..1	57.4



Mảng xây lắp điện hưởng lợi từ QHĐ 8 trong trung dài hạn

Quan điểm đầu tư

_ PC1 là một trong những công ty xây lắp điện có thâm niên lâu năm tại Việt Nam. Hiện tại, năng lượng tái tạo là một trong ba trụ cột chính của công ty đi cùng với xây lắp điện, bất động sản và khoáng sản.

_ 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.

_ 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.

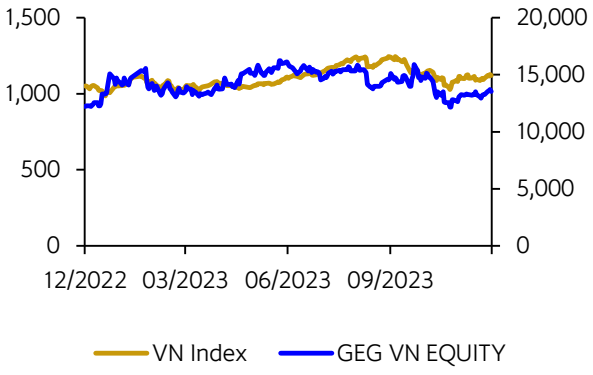
Năm	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	6,679	9,828	8,358	9,601	10,626
LN từ HĐKD (tỷ VND)	823	859	1,318	1,403	1,623
Lợi nhuận ròng mảng cốt lõi (tỷ VND)	513	695	460	471	623
EPS (đồng)	1,943	2,121	1,519	1,960	2,530
BPS (đồng)	15,113.1	17,384.1	18,903.1	20,863	23,393.1
OPM	12.3	8.7	15.8	14.6	15.3
NPM	7.7	7.1	5.5	4.9	5.9
ROE (%)	13.8	14.9	8.4	8.4	11.4
P/E (x)	8.3	16.1	13.3	13.7	10.6
P/B (x)	1.1	2.0	1.1	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	6.6	14.3	8.2	10	8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Điện Gia Lai (HOSE: GEG)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**17,000 VND**
Giá hiện tại (07/12/23)	13,550VND
Suất sinh lời (%)	25.5%
VNINDEX	1,121
HNXINDEX	231
Vốn hóa (tỷ VND)	4,624
SLCP lưu hành (triệu CP)	341
Tự do giao dịch (triệu CP)	23
52-tuần cao/thấp (VND)	16,745/11,604
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.0
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	12
Cổ đông lớn (%) AVH Pte..Ltd	35.1

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-7.5	-16.0	10.5
So với VNIndex(%)	2.3	-17.1	2.8



Dự án mới đóng góp đà tăng

Quan 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 503 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 130 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 8.

_ 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.

_ Nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 (120MW) và dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (50MW) sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho GEG cuối 2023 - 2024. Với nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1, sản lượng dự kiến trung bình khoảng 293 kWh/năm. Với 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

Năm	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	1,493	1,381	2,093	2,164	2,477
LN từ HĐKD (tỷ VND)	645	653	851	780	830
Lợi nhuận ròng mảng cốt lõi (tỷ VND)	257	283	316	171	288
EPS (đồng)	858	807	830	491	826
BPS (đồng)	9,404.4	9,897.5	10,727.7	11,218.5	12,044.5
OPM	43.2	47.3	40.6	41.6	41.5
NPM	17.2	20.5	15.1	9.9	8.5
ROE (%)	9.6	8.2	5.6	3.6	5.2
P/E (x)	19.2	25.9	18.2	27.5	16.4
P/B (x)	1.8	2.1	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	9.5	13.4	10.8	11.9	10.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Công bố quan trọng

Cổ phiếu

- **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN



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.

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



Shinhan
Securities