Shinhan Securities

Ngày 29 tháng 02, 2024

Năng lượng "xanh"

Tỷ suất lợi nhuận danh mục	Tỷ suất lợi nhuận VN-Index
⬆ +3.91% MoM	⬆ +4.72% MoM
⬆ +7.48% YTD	⬆ +11.15% YTD

"Đẩy mạnh xây lắp điện trong 2024"

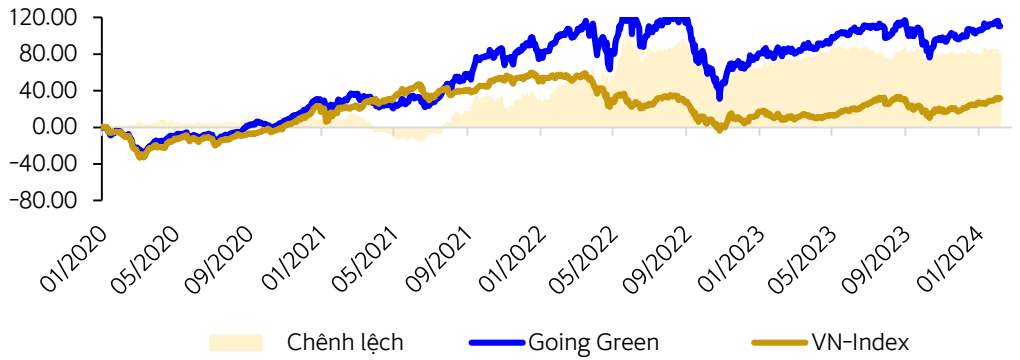
- FED tiếp tục giữ nguyên lãi suất điều hành nhưng giới đầu tư đang kì vọng sẽ có 4 lần hạ lãi suất trong năm nay, hỗ trợ cho Việt Nam duy trì chính sách tiền tệ mở rộng và phục hồi kinh tế. Bước sang năm 2024, với kịch bản tăng trưởng GDP 6-6.5%, tiêu thụ điện quốc gia dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức 9%.

- Thị trường chứng khoán trong nước (VNINDEX) đã quay lại pha tăng giá và chinh phục vùng đỉnh cũ trong năm 2023 là 1,250. Tính trong năm 2023, danh mục đầu tư Năng lượng "xanh" có tỷ suất lợi nhuận +15.63%, vẫn cao hơn tỷ suất lợi nhuận của VNINDEX là 10%. Cập nhật Kết quả kinh doanh cả năm 2023, doanh thu thuần giảm -10% YoY và lãi ròng giảm -26% YoY. Nguyên nhân đến từ sản lượng thủy điện giảm đáng kể khi thủy văn không thuận lợi, 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, nhóm nhiệt điện (VD: POW) được kỳ vọng sẽ huy động với tỷ lệ cao hơn khi tình trạng thiếu điện tại miền Bắc vẫn còn, và nhóm thủy điện sẽ hưởng lợi trong 6 tháng cuối năm 2024. Đáng chú ý, để giải quyết tình trạng thiếu điện tại miền Bắc, dự án đường dây 500kV mạch 3 kéo dài gồm 4 dự án thành phần đang được Thủ tướng Chính phủ yêu cầu phải hoàn thành vào tháng 6/2024. Vì thế, nhóm xây lắp điện như PC1 và TV2 được kì vọng có sự gia tăng mạnh mẽ về kết quả kinh doanh khi khối lượng công việc trong mảng xây lắp gia tăng đáng kể.

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.

Tỷ suất lợi nhuận của danh mục đầu tư Năng lượng "xanh" và VN-Index (%)



Phân tích danh mục

	Danh mục	VN-Index
P/E (x)	15.88	10.99
P/B (x)	2.32	1.63
Lợi suất cổ tức	4.25	1.63
Tăng trưởng EPS (5Y) (%)	4.0	9.0
ROE (%)	10.61	12.19
ROA (%)	5.49	1.89
Beta	1.03	1.0
Tỷ suất lợi nhuận (1Y) (%)	15.73	19.72
Độ lệch chuẩn (%)	19.05	15.50
Tỷ số Sharpe	0.66	1.02

Dữ liệu tại ngày 29/02/2024 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:

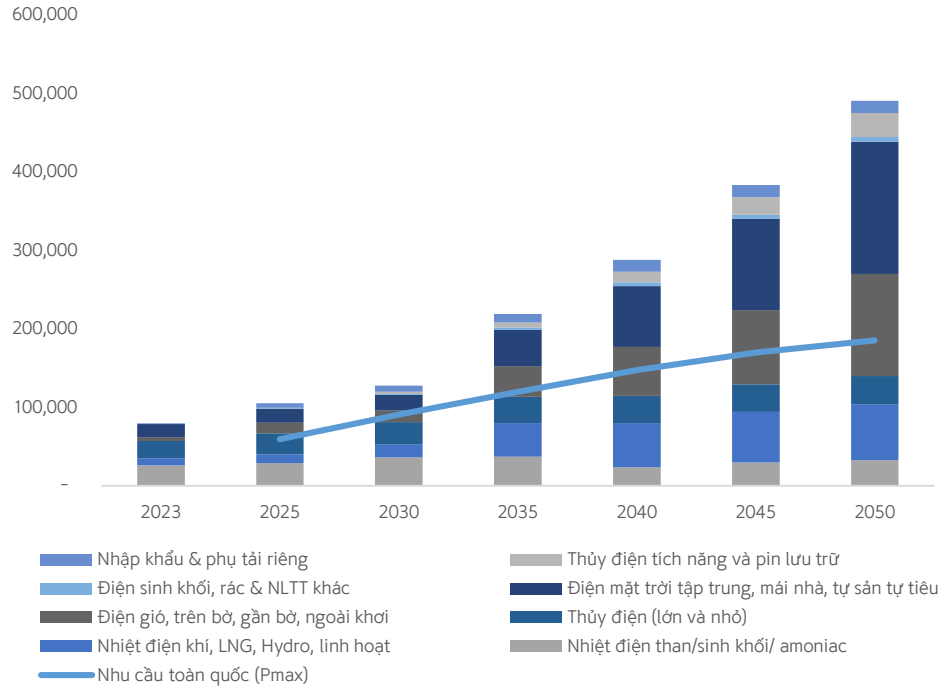
- Doanh thu từ ngành phụ trợ, sản xuất năng lượng xanh đóng góp chủ đạo trong doanh thu của doanh nghiệp.
- Các yếu tố cơ bản vững mạnh, được quản trị hiệu quả.
- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

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

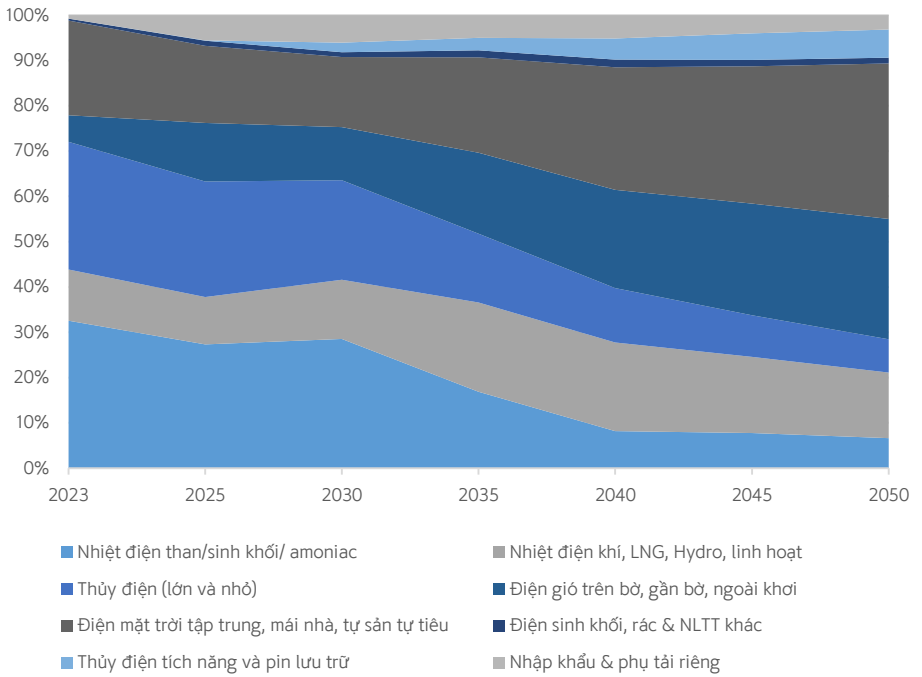
Triển vọng ngành năng lượng tại Việt Nam

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 (%)

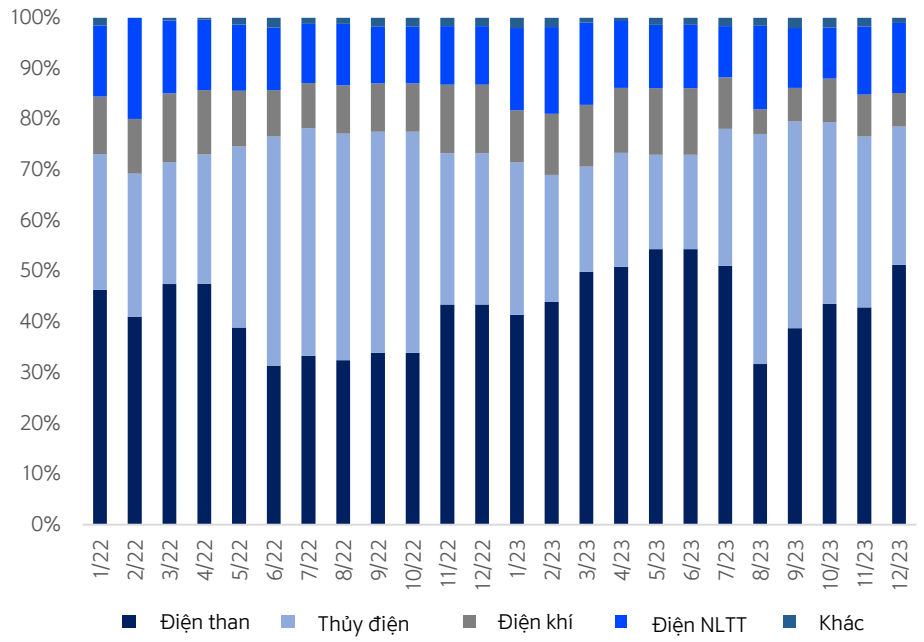


Nguồn: Quy hoạch điện VIII, Shinhan Securities Vietnam

- 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.

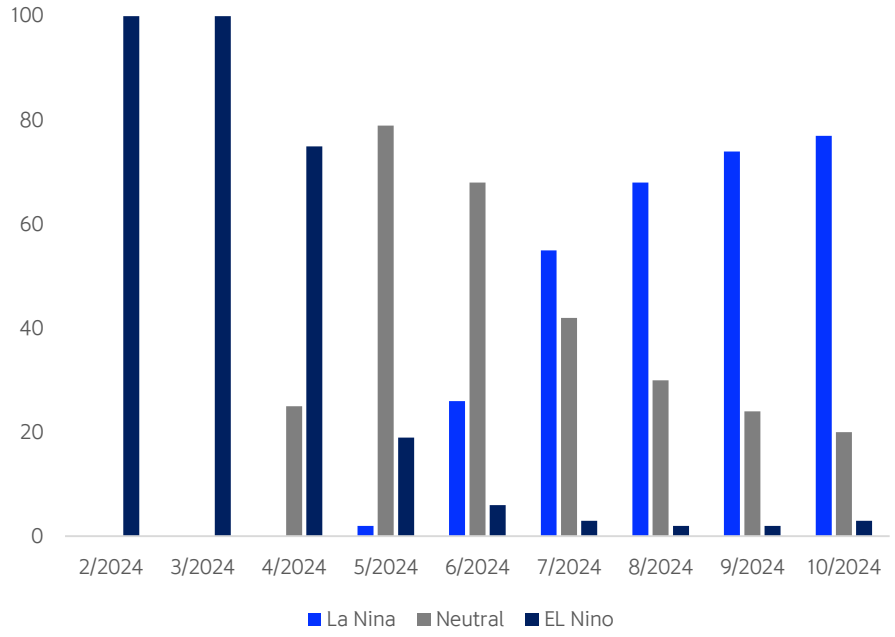
Triển vọng ngành năng lượng tại Việt Nam

Tỷ lệ huy động các nguồn điện từ tháng 01/2022 – 12/2023 (%)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

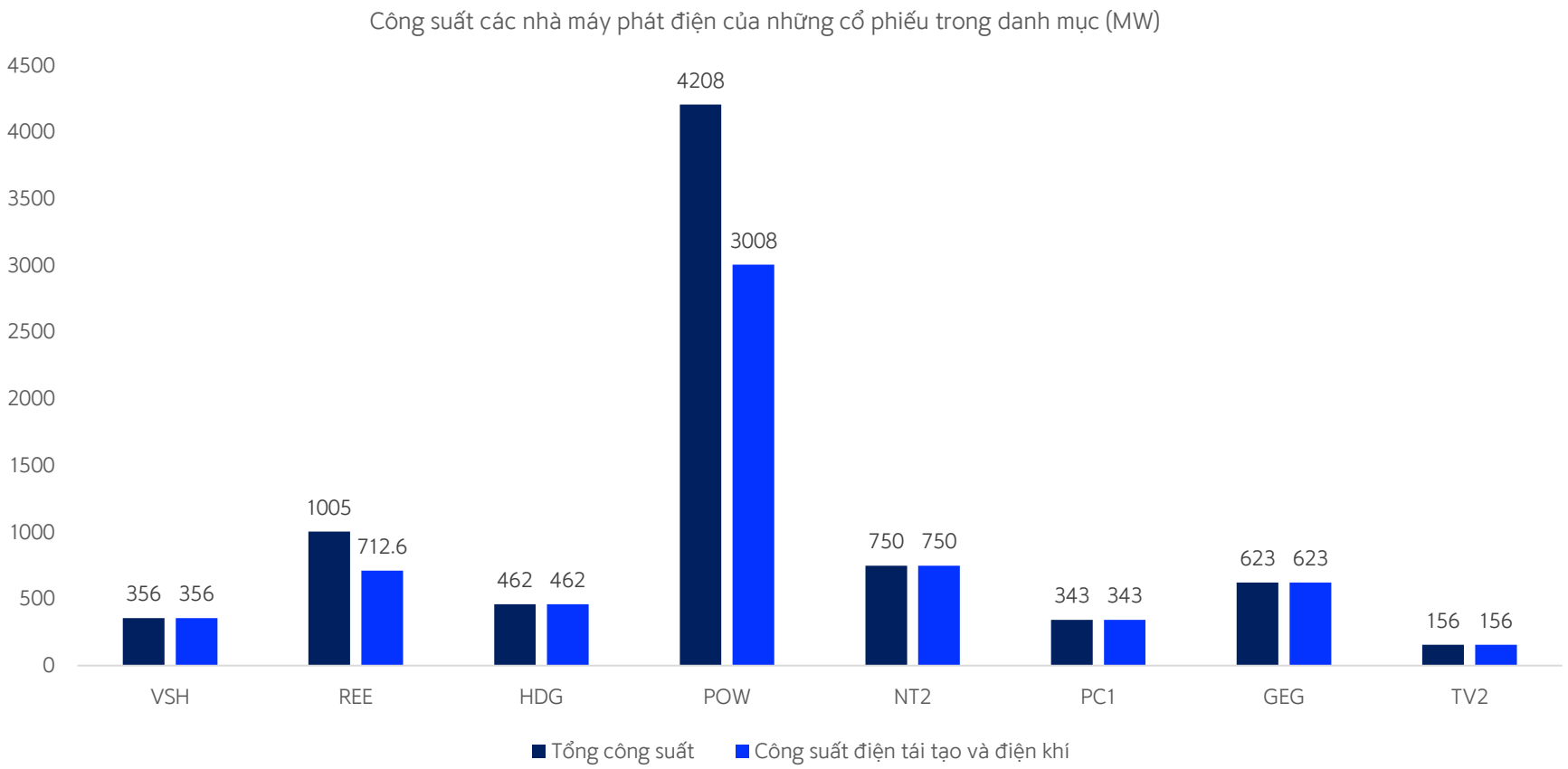
Xác suất La nina, Neutral và El Nino từ 02/2024 đến 10/2024 (%)



Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

- Huy động thủy điện tăng bất ngờ trong tháng 8 và 9/2023 nhưng xu hướng El Nino vẫn chiếm chủ đạo khiến cho tỷ trọng huy động điện than quay lại xu hướng tăng. Kì vọng tỷ trọng huy động điện than vẫn sẽ duy trì cao ở mức khoảng 40-50% trong ít nhất 6 tháng đầu năm 2024.
- 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 xác suất xảy ra La Nina đang ngày càng tăng.

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 (%)	NPM (%)	D/E (x)	ROA (%)	ROE (%)	P/B (x)	P/E (x)
1	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	11,788	49,900	49,200	-1.4	7.1	11.4	38.7	1.1	10.3	20.7	1.9	10.6
2	REE	CTCP Cơ Điện Lạnh	25,013	61,200	71,200	16.3	9.3	7.7	32.5	0.7	6.4	17.0	1.2	9.6
3	HDG	CTCP Tập đoàn Hà Đô	8,118	26,550	31,600	19.0	1.3	(3.8)	31.4	1.0	4.8	16.0	1.1	9.3
4	POW	Tổng CT Điện lực Dầu khí Việt Nam - CTCP	27,283	11,650	14,800	27.0	2.6	3.6	4.8	1.1	1.7	4.3	0.8	22.1
5	NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	7,384	25,650	25,800	0.6	(0.2)	4.7	7.8	0.9	6.2	11.1	1.8	23.0
6	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	177,768	77,400	87,300	12.8	2.7	2.5	13.1	0.3	13.6	19.0	2.4	15.9
7	CNG	CTCP CNG Việt Nam	1,025	29,200	29,100	-0.3	(0.7)	6.6	3.3	0.9	8.5	17.6	1.5	11.9
8	PC1	CTCP Tập Đoàn PC1	8,630	27,750	31,900	15.0	(7.2)	(3.6)	3.8	1.8	0.7	5.8	1.4	18.9
9	GEG	CTCP Điện Gia Lai	4,504	13,200	15,700	18.9	0.8	2.7	6.6	1.8	0.8	3.3	1.1	15.4
10	TV2	CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	2,674	39,600	46,500	17.4	(3.3)	4.8	5.0	0.9	1.9	3.9	1.7	12.7

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới
** Số liệu 12 tháng tính tới Q4/2023

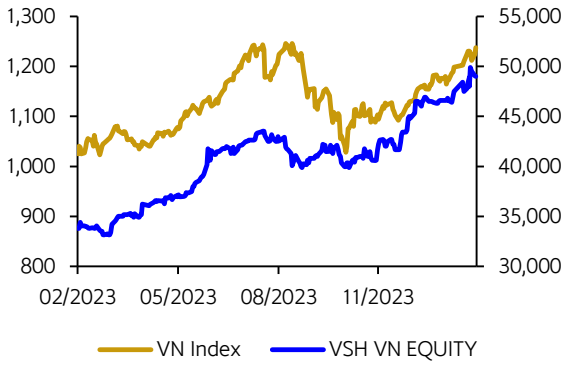
Nguồn: SSV Research, Bloomberg
Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

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

Giá mục tiêu (12 tháng)	**49,200 VND**
Giá hiện tại (29/02/24)	49,900VND
Suất sinh lời (%)	-1.4%

VNINDEX	1,253
P/E thị trường (24F,x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	11,788
SLCP lưu hành (triệu CP)	236
Tự do giao dịch (triệu CP)	49
Cao nhất 52 tuần (VND)	52,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	37,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.02
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	1
Hệ số Beta	0.8

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	10.9	10.0	28.9
So với VNIndex(%)	-3.6	7.7	6.7



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 Q4/2023: Doanh thu thuần đạt 640.4 tỷ đồng (-33% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 229.7 tỷ đồng (-39.8% YoY). Trong đó sản lượng điện trong quý 4 đạt 655.3 triệu kWh (-18.16% 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. Bên cạnh đó, giá bán điện trung bình thấp hơn so với cùng kì góp phần khiến doanh thu giảm mạnh. Như vậy, cả năm 2023, doanh thu VSH đạt 2,572 tỷ đồng (-16.6% YoY), LNST công ty mẹ đạt 994 tỷ đồng (-21% YoY), lần lượt vượt kế hoạch năm 2023 của công ty là 5% và 16%.

_ 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. Chúng tôi đã dự phóng sản lượng điện trong năm 2024 đạt 2.3 tỷ kWh (+5% YoY). Doanh thu 2024 đạt 2,753 tỷ đồng, tương ứng với +7% YoY. VSH đã trả cổ tức tiền mặt năm 2023 với tỉ lệ 30% vào 28/12/2023. Như vậy trong 2 năm gần nhất, VSH đã tăng tỉ lệ chi trả cổ tức lên mức 30% nhờ vào hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ. Chúng tôi kì vọng VSH sẽ tiếp tục chi trả cổ tức trong khoảng 20-30% trong các năm tới.

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.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,611	3,085	2,572	2,753	2,325
LN từ HĐKD (tỷ VND)	770	1,945	1,498	1,520	1,164
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	387	1,265	994	1,109	871
EPS (đồng)	1,660	5,354	4,208	4,694	3,687
BPS (đồng)	16,976	21,276	19,450	26,302	28,933
OPM	47.8	63.1	58.3	55.2	50.1
NPM	24.0	41.0	38.6	40.3	37.5
ROE (%)	10.6	28.0	20.7	17.9	12.7
P/E (x)	17.3	5.9	10.6	10.6	13.5
P/B (x)	1.7	1.5	2.3	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	9.5	4.5	6.8	7.0	8.1

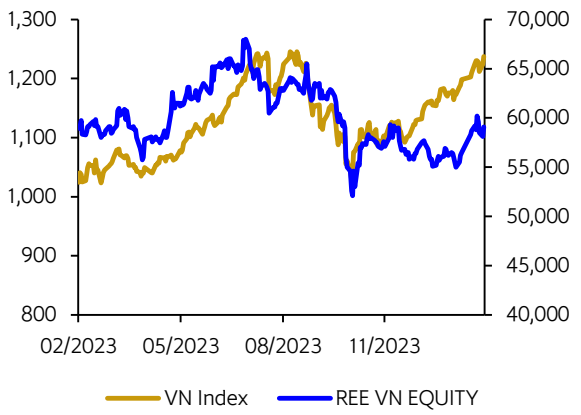
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

CTCP Cơ điện lạnh
(REE VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**71,200 VND**
Giá hiện tại (29/02/24)	61,200VND
Suất sinh lời (%)	+16.3%

VNINDEX	1,253
P/E thị trường (24F,x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	25,013
SLCP lưu hành (triệu CP)	409
Tự do giao dịch (triệu CP)	161
Cao nhất 52 tuần (VND)	68,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.49
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	32
Hệ số Beta	0.9

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	7.2	-2.5	3.8
So với VNIndex(%)	-7.3	-4.9	-18.5



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, 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 Q4/2023: Doanh thu thuần đạt 2,065 tỷ đồng (-32% YoY), LNST công ty mẹ đạt 504 tỷ đồng (-29.9% YoY). Kết quả kinh doanh sụt giảm chủ yếu do mảng cơ điện (M&E) ghi nhận lỗ ròng 76 tỷ đồng do trích lập chi phí dự phòng lên đến gần 200 tỷ đồng, (cùng kỳ lãi ròng 41.5 tỷ đồng); mảng bán điện lãi ròng đạt 384 tỷ đồng (-20.3% YoY) do tình hình thủy văn không thuận lợi. Cả năm 2023, REE có doanh thu thuần 8,570 tỷ đồng (-8.5% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 2,188 tỷ đồng (-18.7% YoY).

_ Mảng cơ điện lạnh: Chúng tôi kì vọng tăng trưởng doanh thu mảng cơ điện lạnh trong 2024 tăng 9% YoY với kì vọng phục hồi của mảng bất động sản trong 2024.

_ Mảng cho thuê bất động sản: Kì vọng E-town 6 sẽ bàn giao mặt bằng cho khách thuê vào cuối tháng 3/2024. Về giá thuê dự kiến sẽ dao động từ 24 USD/m2 đến 29 USD/m2. Giả định tỷ lệ lấp đầy cho năm 2024 khoảng 65%, E-town 6 có thể đóng góp 300-320 tỷ doanh thu mỗi năm. Ngoài ra, REE cho biết dự án bất động sản Bồ Xuyên, Thái Bình (gồm 45 căn nhà thấp tầng) đã chính thức khởi công xây dựng giai đoạn 1 vào đầu tháng 7/2023, dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 vào giữa tháng 2/2024, hiện tiến độ đạt 82%. Dự phóng ghi nhận doanh thu khoảng 300 tỷ đồng trong năm 2024 do kì vọng vào sự phục hồi của thị trường bất động sản.

_ 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. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mảng năng lượng của REE sẽ chưa thể hồi phục mạnh trong nửa đầu 2024 do REE vẫn đang trì hoãn đầu tư để chờ giá phát điện chính thức cho NLTT.

_ Rủi ro: (1) Chính sách giá bán điện cho NLTT chưa rõ ràng; (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.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,810	9,372	8,570	9,850	11,086
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,854	3,663	2,954	3,237	3,559
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	1,855	2,693	2,188	2,476	2,772
EPS (đồng)	4,539	6,588	5,353	6,048	6,765
BPS (đồng)	32,545	37,939	42,375	50,148	50,892
OPM	31.9	39.1	34.5	32.9	32.1
NPM	31.9	28.7	25.5	25.1	25.0
ROE (%)	15.0	18.7	13.3	12.2	13.9
P/E (x)	11.5	9.4	10.6	10.1	9.0
P/B (x)	1.6	1.6	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	12.2	7.7	7.9	7.5	7.1

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

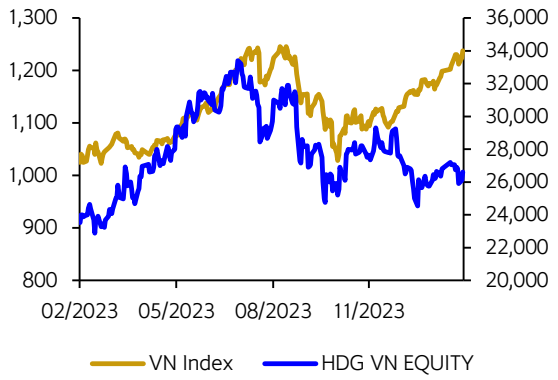
SSV Research

CTCP Tập đoàn Hà Đô
(HDG VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**31,600 VND**
Giá hiện tại (29/02/24)	26,550VND
Suất sinh lời (%)	+19.0%

VNINDEX	1,253
P/E thị trường (24F,x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	8,118
SLCP lưu hành (triệu CP)	306
Tự do giao dịch (triệu CP)	122
Cao nhất 52 tuần (VND)	33,850
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.68
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	50
Hệ số Beta	1.4

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-3.8	-14.4	12.9
So với VNIndex(%)	-18.3	-16.4	-9.4



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.

_ Cập nhật KQKD Q4/2023: HDG ghi nhận doanh thu 862 tỷ đồng (-31% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 289 tỷ đồng (-67% YoY) chủ yếu do doanh thu mảng bất động sản nhà ở giảm mạnh, chỉ đạt 101 tỷ đồng (-73% YoY) chủ yếu đến từ bàn giao một vài căn từ dự án cũ. Cả năm 2023, doanh thu đạt 2,882 tỷ đồng (-20% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 712 tỷ đồng (-35% YoY) do hai mảng kinh doanh chính là bất động sản và bán điện kém khả quan. Như vậy, HDG hoàn thành 89% kế hoạch về doanh thu và 93% kế hoạch về lợi nhuận.

_ 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 2024-2026. Hiện tại dự án về cơ bản đã được hoàn thiện toàn bộ mặt ngoài, và sẵn sàng mở bán.

_ Mảng năng lượng: Doanh thu mảng năng lượng 2023 đạt 1,939 tỷ đồng (-8% 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. Trong giai đoạn 2025-2030, 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). Tuy nhiên chúng tôi cho rằng cần phải đánh giá thêm về triển vọng của các dự án này khi chính sách giá NLTT chưa rõ ràng và những rủi ro xử lý sai phạm gần đây vẫn đang hiện hữu.

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; (3) Rủi ro sai phạm đến từ dự án điện mặt trời của HDG.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,777	3,581	2,882	3,008	4,015
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,980	2,049	1,537	1,596	2,301
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	1,096	1,096	712	888	1,258
EPS (đồng)	3,742	3,606	2,327	2,821	3,968
BPS (đồng)	14,714	17,345	19,635	23,723	25,524
OPM	52.4	57.2	53.3	53.1	57.3
NPM	29.0	30.6	24.7	29.5	31.3
ROE (%)	29.2	22.7	12.6	13.8	16.4
P/E (x)	11.8	7.0	11.9	9.4	6.7
P/B (x)	3.0	1.4	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	9.0	5.6	7.1	6.3	5.1

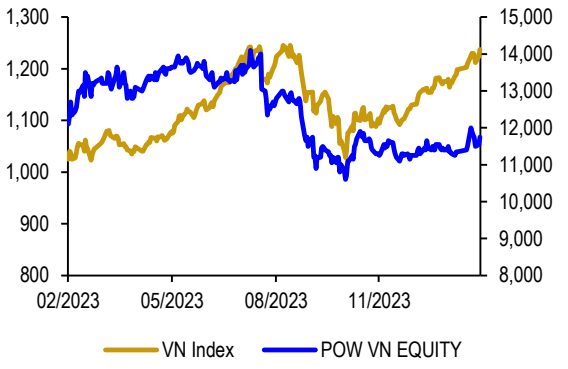
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

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

Giá mục tiêu (12 tháng)	**14,800 VND**
Giá hiện tại (29/02/24)	11,650 VND
Suất sinh lời (%)	+27.0%

VNINDEX	1,253
P/E thị trường (24F,x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	27,283
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,342
Tự do giao dịch (triệu CP)	470
Cao nhất 52 tuần (VND)	14,200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,550
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	5.07
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	56
Hệ số Beta	1.0

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	3.6	-9.0	-3.7
So với VNIndex(%)	-10.9	-11.3	-26.0



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 Q4/2023: POW ghi nhận doanh thu 6,412 tỷ đồng (-16% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 332 tỷ đồng (-51.4% YoY). Nguyên nhân (1) do sản lượng các nhà máy còn lại sụt giảm mạnh hơn mức tăng sản lượng của nhà máy Vũng Áng (sản lượng +36% YoY), (2) giá phát điện cạnh tranh trong quý 4/2023 giảm hơn 40%, (3) chi phí tài chính tăng gấp đôi do lỗ tỷ giá.

_ Cả năm 2023, POW ghi nhận doanh thu đạt 27,945 tỷ đồng (-1% YoY), và LNST công ty mẹ đạt 1,075 tỷ đồng (-48% YoY). Lợi nhuận giảm mạnh hơn doanh thu do (1) chi phí vận hành và bảo dưỡng khi chạy bằng dầu DO cao trong quý 2 do thiếu khí, (2) giá CGM trung bình giảm 9% YoY, (3) NT2 tiến hành đại tu trong hầu hết tháng 9, và 10, (4) POW không ghi nhận khoản bồi thường tỷ giá (2022 ghi nhận bồi thường 1.1 nghìn tỷ đồng). Như vậy, POW hoàn thành 92% kế hoạch doanh thu và 120% kế hoạch về LNST công ty mẹ.

_ Kế hoạch cho năm 2024, POW lên kế hoạch sản lượng đạt 16.7 tỷ kWh, doanh thu đạt 31,736 tỷ đồng (+3.7% YoY), LNST dự kiến 824 tỷ đồng (-31% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 929 tỷ đồng (-13% YoY) cao hơn LNST của toàn công ty.

_ Điện khí: Kì vọng sản lượng giảm 3% chủ yếu do sản lượng thấp của NT2. Nhà máy Cà Mau 2 và NT2 có kế hoạch tiểu tu trong Quý 3/2024. Nhà máy NT3 dự phóng đóng góp thêm 500 triệu kWh trong Q4/2024.

_ 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 và tổ máy 2 dự kiến sẽ trung tu 9-10/2024. Kì vọng sản lượng đạt khoảng 6 tỷ kWh (+38% YoY) do tình hình thiếu điện ở miền Bắc vẫn còn.

_ 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 lần lượt vào 11/2024 và 5/2025. Cập nhật tiến độ: Hoàn thành khoảng 75% tiến độ. Vấn đề tồn đọng hiện nay liên quan đến kí hợp đồng PPA*, và công tác đấu nối.

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**.

*PPA: hợp đồng mua bán điện kí với EVN; **GSA: hợp đồng mua bán khí kí với GAS

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	24,561	28,224	27,945	33,056	47,837
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,400	2,859	1,404	1,510	2,584
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	1,799	2,061	1,075	1,466	2,458
EPS (đồng)	757	871	459	523	884
BPS (đồng)	12,229	13,031	13,430	13,949	14,833
OPM	9.8	10.1	5.0	4.6	5.4
NPM	7.3	7.3	3.8	4.4	5.1
ROE (%)	6.2	6.9	3.5	6.3	10.5
P/E (x)	23.1	12.2	24.5	22.3	13.2
P/B (x)	1.4	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	8.3	4.7	7.3	6.3	4.5

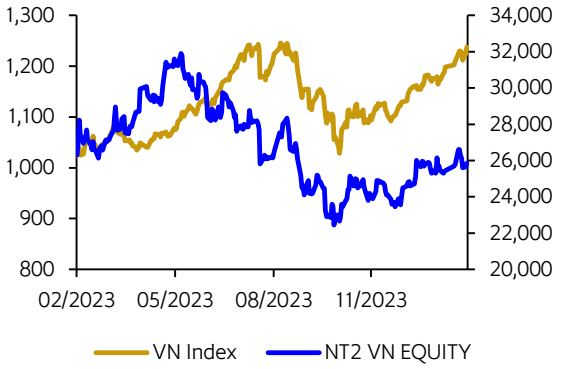
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

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

Giá mục tiêu (12 tháng)	**25,800 VND**
Giá hiện tại (29/02/24)	25,650VND
Suất sinh lời (%)	+0.6%

VNINDEX	1,253
P/E thị trường (24F,x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	7,384
SLCP lưu hành (triệu CP)	288
Tự do giao dịch (triệu CP)	93
Cao nhất 52 tuần (VND)	34,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,350
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.71
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	21
Hệ số Beta	0.8

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	6.7	-8.1	-10.6
So với VNIndex(%)	-7.8	-10.4	-32.9



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. NT2 đã chi trả cổ tức 25% trong năm 2023, chúng tôi kì vọng NT2 chi trả cổ tức tỷ lệ 14% trong năm 2024.

_ Cập nhật KQKD quý 4/2023 với doanh thu thuần đạt 1201 tỷ đồng (-38% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 240 tỷ đồng (+51% YoY). Do sản lượng điện đạt 395.3 tỷ kWh sụt giảm đáng kể -60.1% YoY do chịu sự cạnh tranh từ các nguồn điện khác. Chênh lệch giữa tăng trưởng lợi nhuận và sụt giảm doanh thu đến từ khoản đền bù cho phần sản lượng điện hợp đồng Qc* không được huy động theo kế hoạch. Phần sản lượng không được huy động này không phát sinh chi phí nên khiến cho biên lợi nhuận NT2 cải thiện.

_ Cả năm 2023, NT2 ghi nhận doanh thu và LNST công ty mẹ đạt lần lượt 6,383 tỷ đồng (-27% YoY) và 496 tỷ đồng (-44 % YoY). Nguyên nhân chủ yếu do sản lượng điện đạt 2.8 tỷ kWh (-29% YoY) do thiếu khí đáng kể ngay giai đoạn cao điểm quý 2, bảo trì lớn trong hầu hết tháng 9 và 10, cùng nhu cầu điện thấp trong quý 4. Ngoài ra, chi phí vận hành và bảo trì cao khi chạy bằng dầu D0 trong quý 2, cùng với việc không ghi nhận khoản bồi thường tỷ giá khiến cho lợi nhuận NT2 sụt giảm mạnh hơn doanh thu. Như vậy, NT2 hoàn thành 76% kế hoạch doanh thu và 104% kế hoạch lợi nhuận.

_ Chúng tôi cũng lưu ý rủi ro suy giảm sản lượng huy động của NT2 trong năm 2024 là cao. Do sản lượng khí kế hoạch được Bộ công thương thông qua cho sản xuất điện khí là 4.47 tỷ m3 (-24% YoY); cùng với đó là giá khí vẫn neo ở mức cao khiến cho giá bán NT2 khó cạnh tranh so với các nguồn điện có chi phí rẻ hơn như điện than và thủy điện. Điểm tích cực là tình trạng thiếu khí sẽ được cải thiện do sự 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.

_ Rủi ro: (1) Rủi ro thiếu khí, giá khí đầu vào 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

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	6,150	8,788	6,383	5,023	9,428
LN từ HĐKD (tỷ VND)	593	950	464	358	934
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	534	883	496	323	841
EPS (đồng)	1,778	2,992	1,624	1,120	2,920
BPS (đồng)	14,706	16,027	15,140	15,065	14,186
OPM	9.6	10.8	7.3	7.1	9.9
NPM	8.7	10.1	7.8	6.4	8.9
ROE (%)	12.0	19.5	10.4	11.2	29.2
P/E (x)	14.8	9.6	15.1	22.9	8.8
P/B (x)	1.8	1.8	1.6	1.7	1.8
EV/EBITDA (x)	6.1	4.6	5.3	6.2	8.4

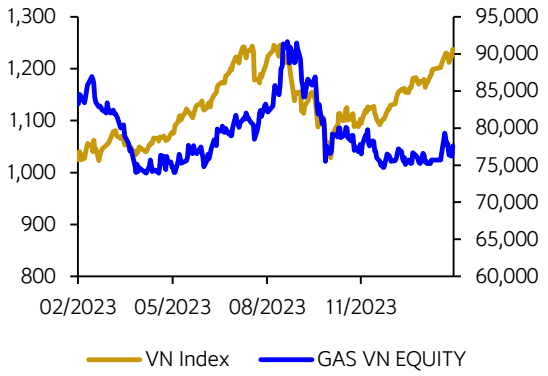
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

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

Giá mục tiêu (12 tháng)	**87,300 VND**
Giá hiện tại (29/02/24)	77,400VND
Suất sinh lời (%)	+12.8%

VNINDEX	1,253
P/E thị trường (24F,x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	177,768
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,297
Tự do giao dịch (triệu CP)	97
Cao nhất 52 tuần (VND)	93,250
Thấp nhất 52 tuần (VND)	74,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.72
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	62
Hệ số Beta	0.8

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	1.2	-5.8	-10.3
So với VNIndex(%)	-13.3	-8.1	-32.5



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 Q4/2023, GAS ghi nhận doanh thu thuần đạt 22,571 tỷ đồng (+2% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 2,723 tỷ đồng (-16% YoY). Nguyên nhân sụt giảm do (1) sản lượng khí thấp hơn cùng kì đạt 1.7 tỷ m3 (-13% YoY), (2) sản lượng từ các mỏ khí giá rẻ dần cạn kiệt góp phần khiến biên lợi nhuận sụt giảm. Cả năm 2023, doanh thu thuần đạt 89,954 tỷ đồng (-11% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 11,606 tỷ đồng (-22% YoY) do sản lượng bán khí giảm 6% YoY, giá FO trung bình thấp hơn -11% YoY, và chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng 14% YoY. Như vậy, so với kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm, GAS hoàn thành lần lượt 117% và 181%.

_ 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. Tổng sản lượng khai thác là 8 tỷ m3 và nguồn cung hàng năm là khoảng 1.2 triệu m3

(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.

(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. Dự kiến khai thác dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2026.

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 (4) Giá khí LNG còn cao khiến nhu cầu thấp

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	78,992	100,724	89,954	94,274	101,777
LN từ HĐKD (tỷ VND)	10,374	17,799	12,906	14,171	15,448
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	8,673	14,798	11,606	11,911	12,608
EPS (đồng)	3,630	6,374	4,972	4,795	5,464
BPS (đồng)	22,246	26,062	27,887	31,802	34,581
OPM	13.1	17.7	14.3	15.0	15.2
NPM	11.0	14.7	12.9	12.6	12.4
ROE (%)	16.8	26.4	18.7	17.2	16.4
P/E (x)	22.1	13.3	15.2	16.1	14.2
P/B (x)	3.6	3.2	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA (x)	12.1	8.0	8.8	8.2	7.6

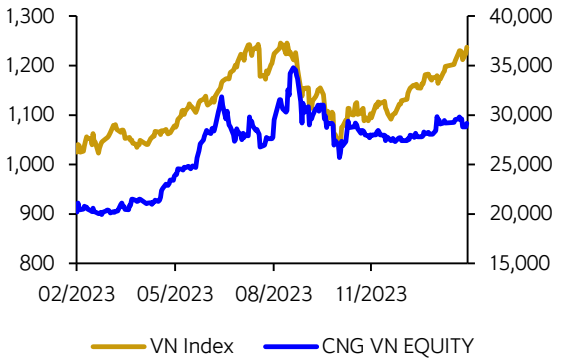
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

CTCP CNG Việt Nam
(CNG VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**29,100 VND**
Giá hiện tại (29/02/24)	29,200VND
Suất sinh lời (%)	-0.3%

VNINDEX	1,253
P/E thị trường (24F,x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	1,025
SLCP lưu hành (triệu CP)	35
Tự do giao dịch (triệu CP)	15
Cao nhất 52 tuần (VND)	36,600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,462
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.12
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	3
Hệ số Beta	1.2

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	4.7	-1.0	37.8
So với VNIndex(%)	-9.8	-3.4	15.5



Luận điểm đầu tư:

_ CNG là công ty con của Tổng công ty khí Việt Nam-CTCP , 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.

_ Cập nhật KQKD Q4/2023: CNG ghi nhận doanh thu thuần đạt 746 tỷ đồng (-19% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 36 tỷ (+0 % YoY). Cả năm 2023, doanh thu thuần đạt 3,112 tỷ đồng (-23.5% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 103 tỷ đồng (-12.7% YoY). Chúng tôi cho rằng tình hình kinh tế khó khăn tác động tới nhóm ngành vật liệu xây dựng trong năm 2023 khiến nhu cầu nhập khí CNG của nhóm khách hàng này yếu, khiến KQKD của CNG trong 2023 suy giảm.

_ Mảng CNG: Sản lượng khí dự phóng phục hồi trong 2024 nhưng giảm dần trong dài hạn do sản lượng khí nội địa giảm qua các năm và CNG tập trung phân phối khí LNG sau năm 2024.

_ Mảng LNG chính là động lực tăng trưởng dài hạn của CNG: 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.

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.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,058	4,185	3,112	3,800	4,012
LN từ HĐKD (tỷ VND)	105	150	107	101	115
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	82	118	103	85	90
EPS (đồng)	2,060	3,035	2,928	2,422	2,564
BPS (đồng)	14,865	16,165	17,159	19,581	22,145
OPM	3.4	3.6	3.4	2.7	2.9
NPM	2.7	2.8	3.3	2.2	2.2
ROE (%)	14.0	19.6	17.6	12.4	11.6
P/E (x)	11.3	6.1	9.4	12.1	11.4
P/B (x)	1.6	1.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	2.4	1.0	3.3	3.2	3.3

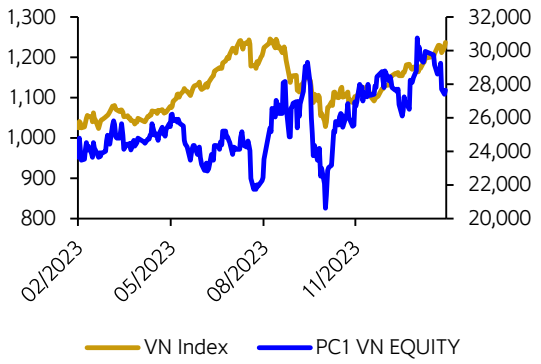
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

CTCP Tập Đoàn PC1
(PC1 VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**31,900 VND**
Giá hiện tại (29/02/24)	27,750VND
Suất sinh lời (%)	+15.0%

VNINDEX	1,253
P/E thị trường (24F,x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	8,630
SLCP lưu hành (triệu CP)	311
Tự do giao dịch (triệu CP)	210
Cao nhất 52 tuần (VND)	31,150
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19,739
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.11
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	127
Hệ số Beta	1.3

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	3.9	18.0	17.3
So với VNIndex(%)	-10.6	15.6	-4.9



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 Q4/2023: PC1 ghi nhận doanh thu 2,605 tỷ đồng (+10% YoY), LNST công ty mẹ đạt 71 tỷ đồng (-64% YoY). Cả năm 2023, doanh thu đạt 7,803 tỷ đồng (-7% YoY), LNST công ty mẹ đạt 137 tỷ đồng (-70% YoY). Nguyên nhân do: (1) Doanh thu mảng xây lắp điện đạt 2,618 tỷ đồng (-46% YoY) do thiếu hụt các dự án đầu tư mới và mảng năng lượng sụt giảm, (2) sản lượng thủy điện giảm mạnh do thời tiết bất lợi và (3) chi phí lãi vay tăng cao đạt 844 tỷ đồng (+ 39.5% YoY).

_ Mảng xây lắp: Đây là mảng chính hỗ trợ cho sự phục hồi KQKD của PC1 trong 2024. Backlog cho năm 2024 đạt 4,237 tỷ đồng (bao gồm cả VAT). PC1 đã trúng nhiều gói thầu thuộc dự án đường dây 500kV mạch 3 mở rộng, lũy kế đến hết tháng 1/2024 đạt hơn 2,100 tỷ đồng (bao gồm cả thi công xây lắp, cung cấp cột thép, máy móc thiết bị…). Mục tiêu tổng ký mới năm 2024 đạt 7,500 tỷ, doanh thu khoảng 5,000 tỷ.

_ Mảng bán điện: Doanh thu năm 2023 đạt 1,461 tỷ đồng, tương ứng 85% kế hoạch năm do tình hình thủy văn không thuận lợi; điện gió hoạt động ổn định. Dự kiến năm 2024: Doanh thu phát điện đạt gần 1,600 tỷ đồng. Dự án thủy điện Bảo Lạc A 30 MW và Thượng Hà 13 MW khởi công vào quý III/2024.

_ Mảng khai khoáng: Đóng góp lần đầu trong năm 2023 với doanh thu 722 tỷ đồng. Năm 2024 dự kiến doanh thu trên 1,200 tỷ đồng và triển khai các thủ tục phát triển đầu tư giai đoạn các năm tiếp theo.

_ Mảng bất động sản KCN: Kì vọng dự án Yên Phong IIA Bắc Ninh sẽ lấp đầy trong 4 năm, bắt đầu ghi nhận lợi nhuận trong 2024 khoảng 100 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 2000 tỷ đồng, lãi ròng 500 tỷ được bàn giao theo tiến độ từ năm 2024-2027. PC1 tiếp tục nỗ lực hoàn thiện thủ tục liên quan đến dự án Gia Lâm, Bắc Từ Liêm,…

_ 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	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,828	8,358	7,803	9,847	11,881
LN từ HĐKD (tỷ VND)	859	1,318	1,182	1,363	1,747
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	695	460	137	527	730
EPS (đồng)	1,844	1,321	395	1,453	1,930
BPS (đồng)	15,117	16,451	16,665	19,981	19,833
OPM	8.7	15.8	15.2	13.8	14.7
NPM	7.1	5.5	1.8	5.4	6.1
ROE (%)	14.9	8.4	2.4	9.4	12.3
P/E (x)	16.1	13.3	72.9	19.1	14.4
P/B (x)	2.0	1.1	1.7	1.4	1.4
EV/EBITDA (x)	14.3	8.2	9.7	10.3	9.1

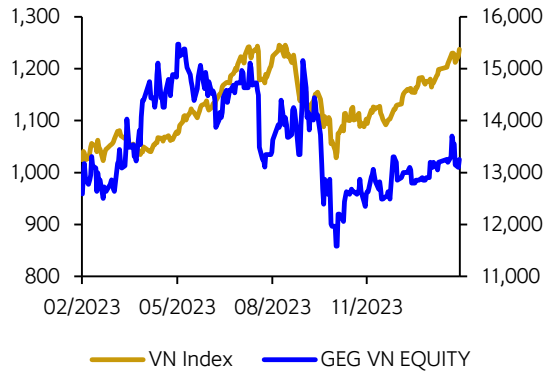
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

CTCP Điện Gia Lai
(GEG VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**15,700 VND**
Giá hiện tại (29/02/24)	13,200VND
Suất sinh lời (%)	+18.9%

VNINDEX	1,253
P/E thị trường (24F,x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	4,504
SLCP lưu hành (triệu CP)	341
Tự do giao dịch (triệu CP)	78
Cao nhất 52 tuần (VND)	16,745
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11,900
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.42
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	5
Hệ số Beta	1.0

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	2.3	-5.4	0.3
So với VNIndex(%)	-10.6	-8.3	-20.4



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 Q4/2023, GEG ghi nhận doanh thu gần 569 tỷ (+15%YoY), và LNST công ty mẹ đạt 51 tỷ đồng (+172% YoY). Cả năm 2023, doanh thu đạt 2,163 tỷ đồng (+3% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 137 tỷ đồng (-57% 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. 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, doanh nghiệp thực hiện được 74% mục tiêu doanh thu và gần 93% chỉ tiêu lãi sau thuế cả năm.

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

_ Nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 (120MW) vận hành từ Q2/2023 với giá bán điện 50% giá bán chính thức. Về việc hồi tố do khoản lỗ của TPĐ 1 vẫn chưa rõ ràng.

_ Dự án Đức Huệ 2 (49 MW) dự kiến sẽ vận hành vào đầu 2024 với sản lượng dự kiến 73 triệu kWh/năm, hiện GEG đã hoàn thiện gần xong các bước pháp lý quan trọng. Chúng tôi kì vọng lãi suất cho vay đang có xu hướng giảm sẽ hỗ trợ giảm chi phí tài chính cho GEG.

_ 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 đã hoàn thiện thủ tục pháp lý và dự kiến khởi công vào đầu 2024, vận hành vào quý 4/2025 với doanh thu dự kiến là 36 tỷ đồng/năm

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	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,381	2,093	2,163	2,477	2,514
LN từ HĐKD (tỷ VND)	653	851	961	307	425
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	283	316	137	296	416
EPS (đồng)	807	830	329	850	1,192
BPS (đồng)	9,898	10,654	10,866	12,163	13,100
OPM	47.3	40.6	44.4	12.4	16.9
NPM	20.5	15.1	6.3	11.9	16.5
ROE (%)	8.2	8.1	3.1	7.7	10.8
P/E (x)	25.9	18.2	39.1	15.5	11.1
P/B (x)	2.1	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	13.4	10.8	9.8	14.5	12.8

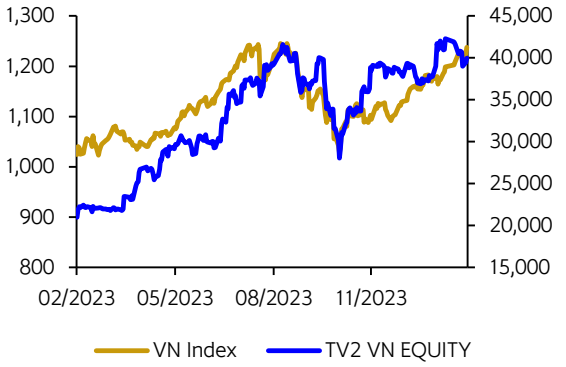
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

CTCP Tư vấn xây dựng điện 2
(TV2 VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**46,500 VND**
Giá hiện tại (29/02/24)	39,0VND
Suất sinh lời (%)	+17.4%

VNINDEX	1,253
P/E thị trường (24F,x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	2,674
SLCP lưu hành (triệu CP)	68
Tự do giao dịch (triệu CP)	31
Cao nhất 52 tuần (VND)	43,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,900
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.39
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	16
Hệ số Beta	1.1

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	0.3	-1.7	84.2
So với VNIndex(%)	-14.2	-4.1	61.9



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 Q4/2023: TV2 ghi nhận doanh thu thuần đạt 581 tỷ đồng (+101% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 13 tỷ đồng (-62% YoY). Cả năm 2023, TV2 ghi nhận doanh thu thuần đạt 1061 tỷ đồng (-19% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 53 tỷ đồng (+0% 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 không giảm do biên gộp của mảng khảo sát, tư vấn có biên lợi nhuận tốt hơn so với các hợp đồng EPC.

_ 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): 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 đang tiến hành khởi công lắp đặt kết cấu thép Lò hơi số 1. Dự kiến vận hành thương mại tổ máy số 1 và ghi nhận doanh thu trong trong tháng 11/2024.

(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. Việc hoàn thành mốc tiến độ công tác chuyển dòng giai đoạn 2 là tiền đề quan trọng để thực hiện các khối lượng công việc còn lại phục vụ cho việc tích nước hồ chứa. Dự kiến phát điện tổ máy vào Quý 4/2024

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.

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.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,629	1,322	1,061	3,050	5,125
LN từ HĐKD (tỷ VND)	281	57	71	181	318
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	272	53	53	210	333
EPS (đồng)	4,025	783	785	3,110	4,933
BPS (đồng)	20,380	20,086	19,749	22,859	27,792
OPM	7.7	4.3	6.7	5.9	6.2
NPM	7.5	4.0	5.0	6.9	6.5
ROE (%)	21.4	3.9	3.9	15.7	21.6
P/E (x)	12.0	28.5	48.2	12.7	8.0
P/B (x)	2.4	1.1	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA (x)	8.9	12.7	21.0	19.0	18.3

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 29/02/2024

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