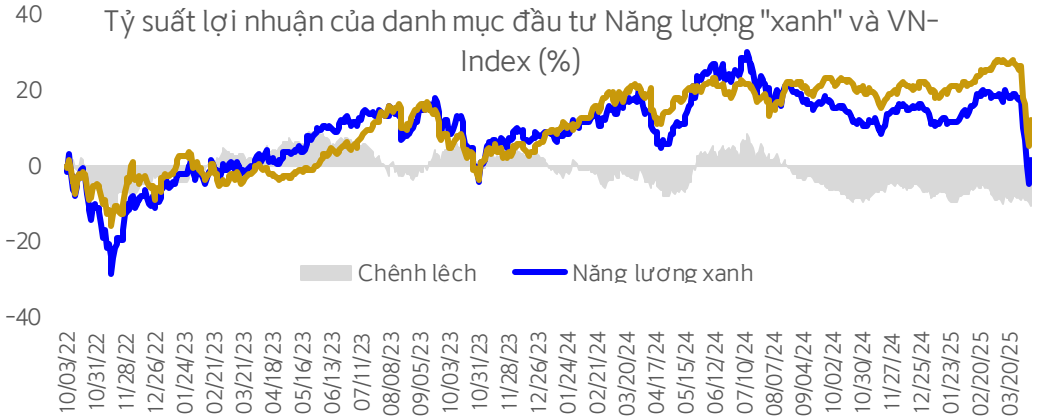
BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

Shinhan Securities

Ngày 14 tháng 04, 2025

Năng lượng "xanh"

Tỷ suất lợi nhuận danh mục	Tỷ suất lợi nhuận VN-Index
-6.91% YoY	-1.1% YoY
-7.61% YTD	-3.46% YTD



Đề án Quy hoạch điện VIII điều chỉnh quyết tâm đẩy mạnh phát triển điện NLTT

- VNINDEX năm 2025 đã trải qua những biến động khó lường. Sau một năm, chỉ số đã vượt mốc 1,300 điểm, nhưng sự phấn khích này không kéo dài lâu khi tin tức về các biện pháp thuế trả đũa của Tổng thống Trump dẫn đến một đợt giảm kỷ lục của chỉ số, với hai phiên giảm liên tiếp khiến hầu hết các cổ phiếu rơi vào mức giá sàn. Tuy nhiên, chỉ số đã phục hồi mạnh mẽ và dự kiến sẽ tìm được sự cân bằng mới trong vùng 1,200 điểm. Kể từ đầu năm 2025, danh mục đầu tư "xanh" đã ghi nhận mức lợi nhuận -7.61%, bị ảnh hưởng bởi sự suy giảm của thị trường do các rủi ro hệ thống phát sinh từ thông báo thuế trả đũa của Tổng thống Trump.

- Cập nhật Kết quả kinh doanh 2024, doanh thu thuần tăng +11% YoY và lãi ròng giảm -13% YoY. Nguyên nhân đến từ thủy điện bị điều chỉnh tỷ lệ điện hợp đồng Qc lên 98% khiến giá bán trung bình sụt giảm, tình trạng thiếu khí diễn ra trầm trọng, nhóm điện tái tạo vẫn phải bán điện với giá chuyển tiếp khá thấp

- Dựa vào thông tin QHĐ VIII điều chỉnh đang trong quá trình phê duyệt, cùng với hàng loạt các chính sách hỗ trợ phát triển cho NLTT, chúng tôi kỳ vọng nhiều doanh nghiệp phát điện NLTT (điện mặt trời, điện gió trên bờ,...) sẽ được hưởng lợi lớn trong làn sóng xanh lần này. Ngoài ra, đây cũng là nhóm cổ phiếu có tính phòng thủ, là nơi trú ẩn nếu căng thẳng thương mại có thể leo thang. Trong danh mục năng lượng xanh, chúng tôi ưa thích 3 cổ phiếu có kết quả kinh doanh được kỳ vọng tăng trưởng tốt hơn so với ngành như REE, NT2, và GEG – được hưởng lợi mạnh mẽ

Phân tích danh mục

	Danh mục	VN-Index
P/E (x)	16.12	16.12
P/B (x)	1.42	1.4
Lợi suất cổ tức	3.68	3.28
Tăng trưởng EPS (5Y) (%)	-0.55	10.84
ROE (%)	7.79	13.4
ROA (%)	3.07	2.09
Beta	1.07	1.00
Tỷ suất lợi nhuận (1Y) (%)	5.2	10.8
Độ lệch chuẩn (%)	20.27	16.07
Tỷ số Sharpe	-0.97	-0.94

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) 6299-7603
✉ nam.h@shinhan.com

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

Bấm vào hình hoặc quét QR

Dữ liệu tại ngày 11/04/2025 Nguồn: SSV, Bloomberg

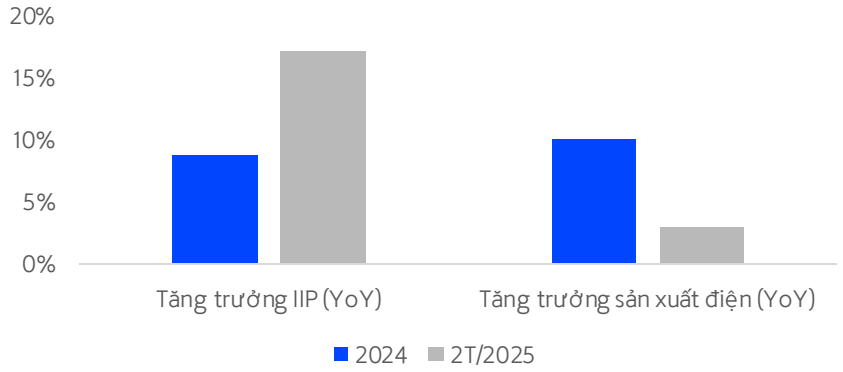
Khuyến cáo hiệu quả đầu tư:
Lợi nhuận và đặc điểm của Danh mục đầu tư được tính toán dựa trên các chứng khoán riêng lẻ trong Danh mục đầu tư vào ngày báo cáo. Chứng khoán trong Danh mục đầu tư có thể thay đổi và hiệu suất đầu tư trong quá khứ không đảm bảo lợi nhuận trong tương lai. Đối với Thông báo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

Danh mục các từ viết tắt

CAN (Capacity Add-on Price)	Giá công suất thị trường điện
CfD (Contract for Difference)	Hợp đồng mua bán điện dạng sai khác
EPTC (Electricity Power Trading Company)	Công ty mua bán điện
ERAV (Electricity Regulatory Authority of Vietnam)	Cục điều tiết Điện lực
EVN (Vietnam Electricity Corporation)	Tập đoàn Điện lực Việt Nam
FDP (Field Development Plan)	kế hoạch phát triển mỏ
FID (Final Investment Decision)	Quyết định đầu tư cuối cùng
FMP (Full Market Price)	Giá toàn phần thị trường điện
GSA (Gas Sales Agreement)	Hợp đồng mua bán khí
IEA (International Energy Agency)	Cơ quan Năng lượng Quốc tế
LNG (Liquefied Natural Gas)	Khí hóa lỏng
MOIT (Ministry of Industry and Trade)	Bộ Công Thương
ODP (Outline Development Plan)	Kế hoạch đại cương phát triển mỏ
Pc (Contractual Price)	Giá điện hợp đồng
PPA (Power Purchase Agreement (signed between EVN/EPTC))	Hợp đồng mua bán điện được kí kết giữa EVN/EPTC
PSC (Production Sharing Contract)	Hợp đồng phân chia sản phẩm
PVN (Vietnam Oil and Gas Group)	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam
Qc (Contract Quantity)	Sản lượng điện hợp đồng
Qm (Metered Quantity)	Sản lượng điện năng của đơn vị phát điện
SMP (System Marginal Price)	Giá điện năng thị trường áp dụng cho đơn vị phát điện trong chu kì giao dịch
TKV (Vietnam National Coal and Mineral Industries Group)	Tập đoàn Công nghiệp Than – khoáng sản Việt Nam

Tăng trưởng sản lượng điện đạt 2 chữ số và được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao trong 2025

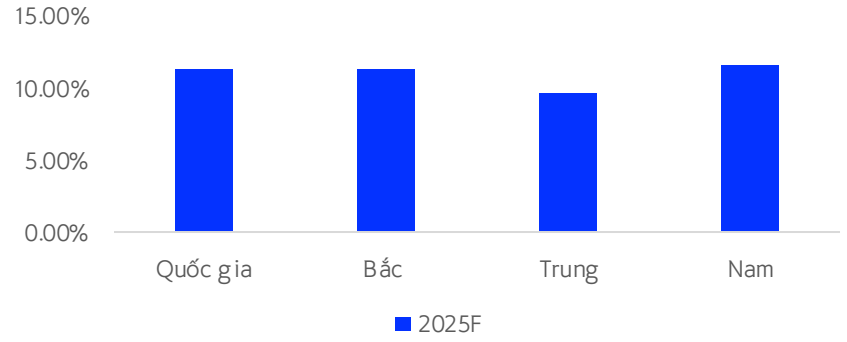
Tăng trưởng sản lượng điện sản xuất và chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)



Nguồn: EVN, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

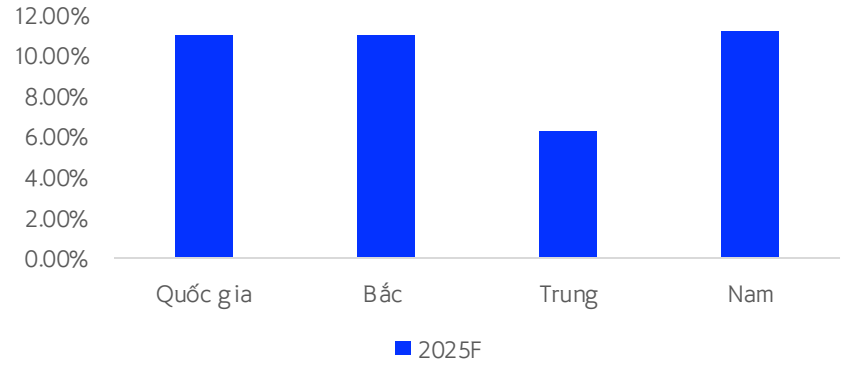
- Cả năm 2024, sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống đạt 308.73 tỷ kWh (+9.9% YoY) cùng với chỉ số sản xuất công nghiệp tăng trưởng 8.84% YoY, trong bối cảnh hoạt động sản xuất công nghiệp duy trì tăng trưởng tốt.
- Theo NSMO và MOIT, kế hoạch sản lượng điện sản xuất toàn quốc được dự phóng là 347.5 tỷ kWh (+12.2% YoY) và công suất cực đại toàn quốc đạt 54,328 MW (+10.98% YoY), trong đó miền Bắc tiếp tục được dự báo có tốc độ tăng trưởng rất cao.

Dự báo tăng trưởng sản lượng điện mục tiêu 2025F theo miền



Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

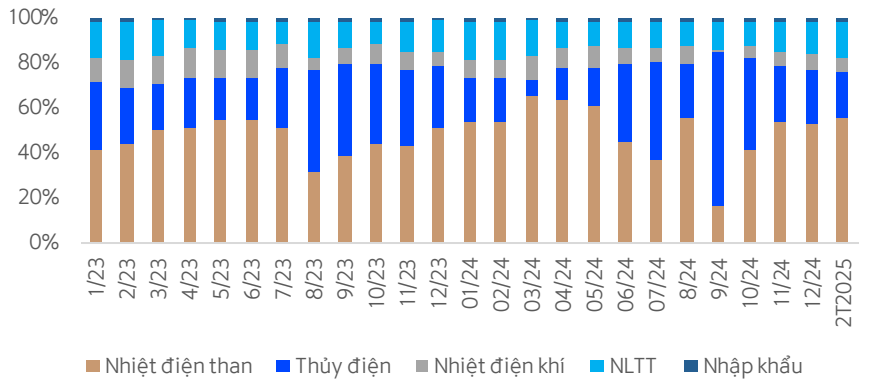
Dự báo tăng trưởng công suất cực đại theo các miền 2025F



Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

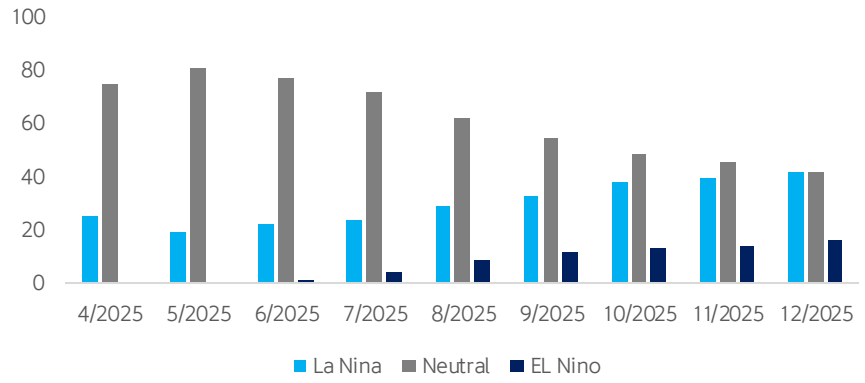
Thủy điện có dấu hiệu sụt giảm về cuối năm 2024

Tỷ trọng huy động thủy điện có xu hướng giảm về cuối năm 2024



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

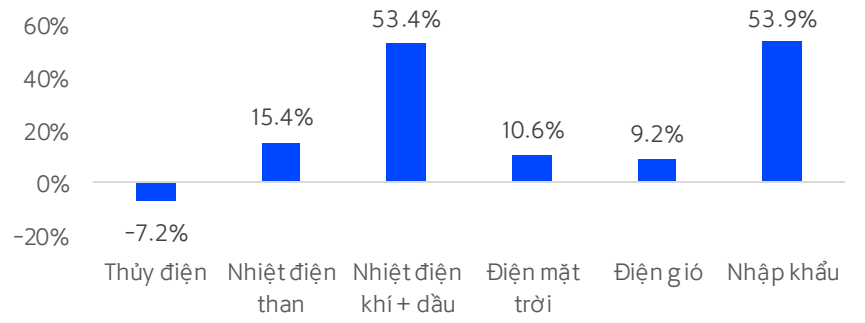
Xác suất La nina, Neutral và El Nino từ 04/2025 đến 12/2025 (%)



Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

- Tỷ trọng huy động thủy điện có xu hướng giảm dần về cuối năm 2024. Nguyên nhân một phần do chiến lược tích nước để dành cho mua khô vào tháng 6 và tháng 7, trong bối cảnh dự báo nhu cầu điện tăng trưởng 2 chữ số trong năm nay, và hiện tượng thời tiết khó đoán trong 2025
- Dựa vào kịch bản năm 2025 của Bộ công thương, chúng tôi dự phóng nhóm thủy điện có xu hướng huy động thấp hơn nhường chỗ cho điện than; bên cạnh đó, nhóm điện mặt trời và điện gió tăng trưởng tốt; nhóm điện khí phục hồi mạnh mẽ từ đáy thấp trong năm 2024

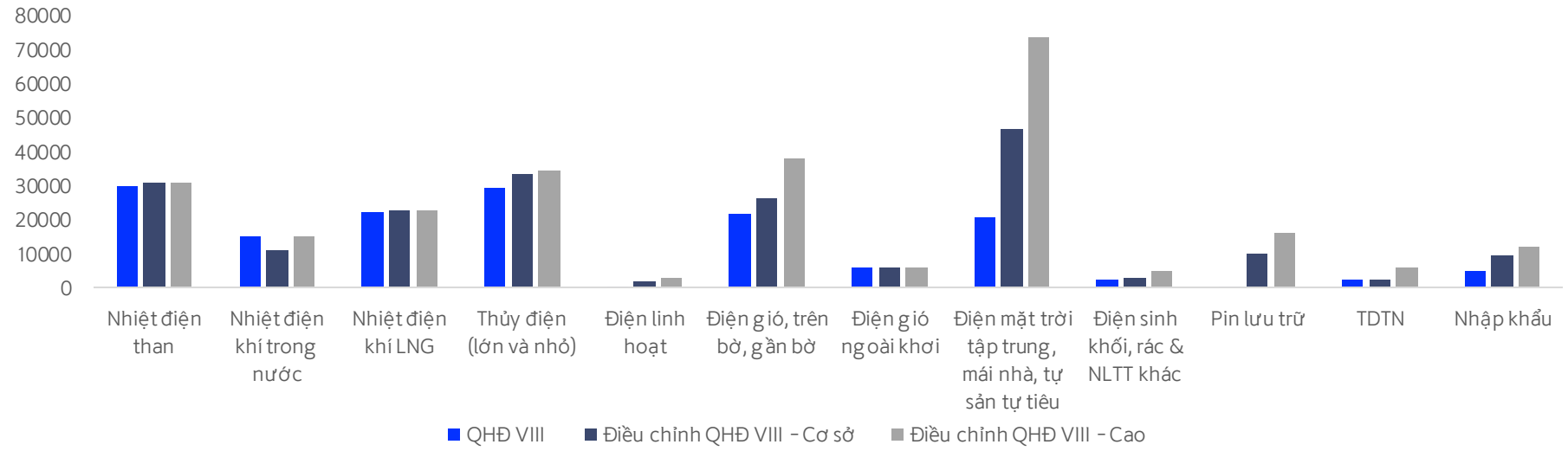
Dự phóng tăng trưởng sản lượng điện theo nguồn trong năm 2025



Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

Dự thảo Quy hoạch điện VIII điều chỉnh: Điện mặt trời quay trở lại, và gia tăng công suất điện gió trên bờ

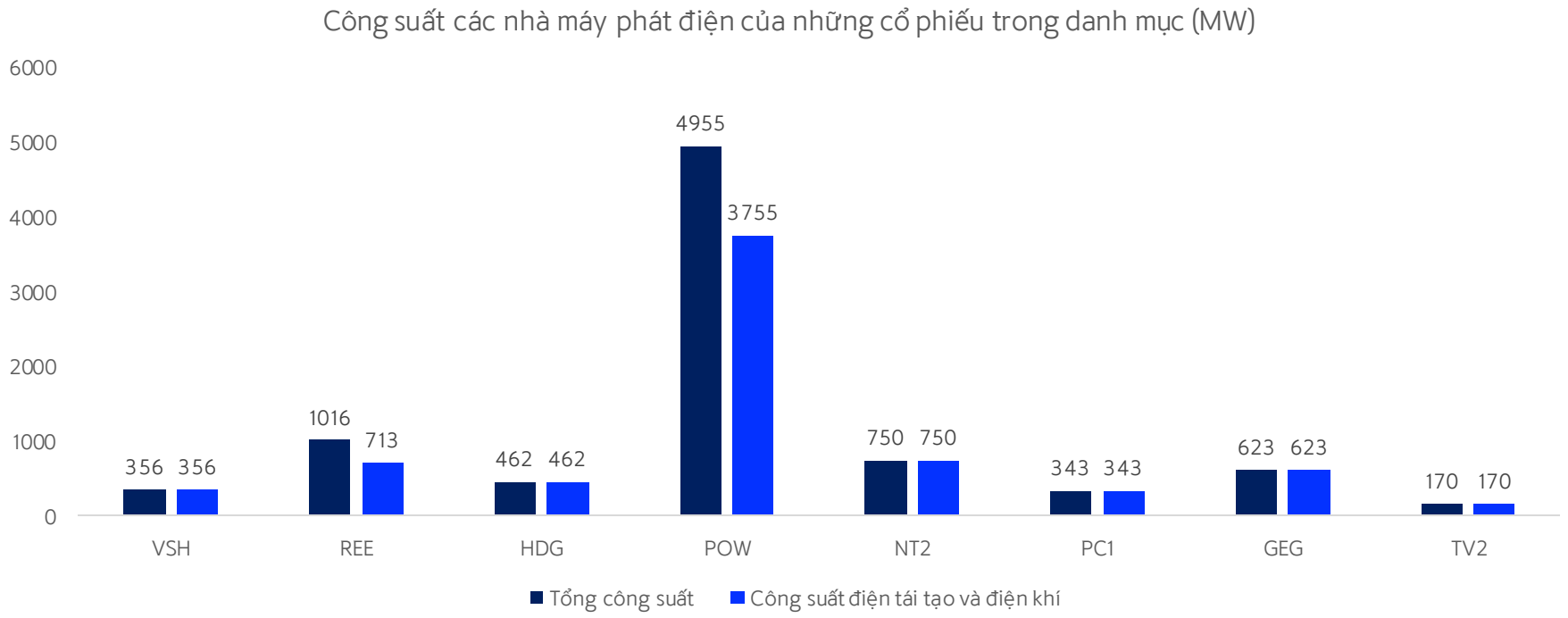
Công suất các nguồn điện theo Quy hoạch điện VIII và Đề án QHĐ VIII điều chỉnh (MW)



Nguồn: Bộ công thương, Shinhan Securities Vietnam
* QHĐ VII điều chỉnh đang trong quá trình phê duyệt nên số liệu công bố thực thời gian tới có thể sẽ khác so với báo cáo này

- Ngày 19/2/2025, Chủ tịch Hội đồng thẩm định đã chủ trì cuộc họp nhất trí thông qua Đề án Điều chỉnh Quy hoạch điện VIII. Với kịch bản tăng trưởng kinh tế từ 8-10% trong giai đoạn 2026-2030, tương ứng với nhu cầu điện tiêu thụ cũng tăng mạnh trên 10%. Vì thế, nhu cầu đưa vào vận hành thêm nhiều nguồn công suất điện là rất cấp thiết.
- Cụ thể, tổng công suất nguồn theo QHĐ VIII đến năm 2030 là 155,544 MW, nhưng QHĐ VIII điều chỉnh đang đề xuất mức công suất từ 183,291 – 236,363 MW, trong đó điểm nổi bật là sự gia tăng công suất cực kỳ mạnh của điện mặt trời từ 20,591 MW tăng lên mức 46,459 – 73,416 MW; điện gió trên bờ tăng từ 3,949 – 5,321 MW, và nhiều nguồn điện khác cũng được phát triển mạnh hơn như pin lưu trữ, thủy điện tích năng,…

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



Nguồn: Báo cáo công ty, SSV
Cập nhật đến 31/12/2024

Danh mục đầu tư Năng lượng "xanh"

Thông tin chung				Tỷ trọng (%)		Giá cổ phiếu					Chỉ số tài chính (**)				Định giá 25F	
Stt	Mã	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa được điều chỉnh (tỷ VND) ***	Kỳ trước	Kỳ hiện tại	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	1M (%)	YTD (%)	NPM (%)	D/E (x)	ROA (%)	ROE (%)	P/B (x)	P/E (x)
1	REE	CTCP Cơ Điện Lạnh	13,971	15.0	15.0	67,500	79,000	17.0	-13.1	-4.0	28.58	0.62	11.01	5.59	2.1	14.6
2	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP	5,768	15.0	15.0	58,100	78,980	35.9	-19.9	-20.3	10.23	0.33	16.73	12.26	2.4	14.3
3	PC1	CTCP Tập Đoàn PC1	5,735	15.0	15.0	20,950	26,500	26.5	-16.9	-14.0	6.98	1.72	8.61	2.24	1.8	17.7
4	POW	Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam - CTCP	5,306	15.0	15.0	11,300	14,800	31.0	-12.0	-11.7	4.46	1.35	3.95	1.65	1.0	53.7
5	HDG	CTCP Tập đoàn Hà Đô	3,606	15.0	15.0	22,200	30,700	38.3	-24.0	-26.1	16.46	0.88	5.8	2.46	1.7	16.4
6	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	2,475	8.3	8.3	50,500	49,500	-2.0	-2.4	6.7	24.56	0.84	9.66	4.94	1.7	17.4
7	NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	1,692	6.2	5.7	18,200	23,700	30.2	-13.9	-17.2	1.39	1.08	1.94	0.97	1.6	22.6
8	GEG	CTCP Điện Gia Lai	1,915	5.7	6.4	13,100	16,200	23.7	-1.2	4.6	3.96	1.63	2.62	0.73	1.1	21.3
9	TV2	CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	932	3.0	3.1	31,050	39,600	27.5	-14.0	-10.6	4.84	0.69	4.9	2.77	1.8	26.1
10	CNG	CTCP CNG Việt Nam	454	1.8	1.5	29,400	33,600	14.3	-10.2	-10.3	2.59	1.16	14.75	7.21	1.5	12.4

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới
** Số liệu 12 tháng tính tới Q4/2024
*** Vốn hóa được điều chỉnh bởi free float = Vốn hóa x tỉ lệ freefloat

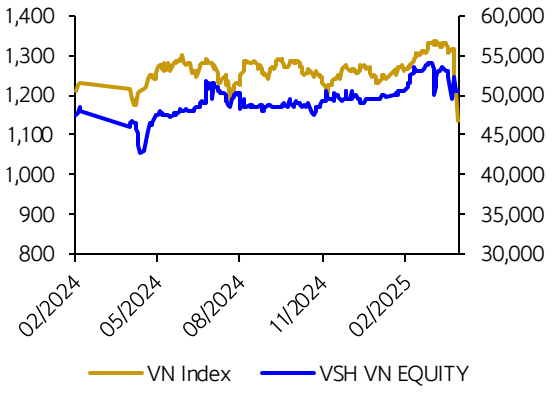
Nguồn: SSV Research, Bloomberg
Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

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

Giá mục tiêu (12 tháng)	**49,500 VND**
Giá hiện tại (11/04/25)	50,500 VND
Suất sinh lời (%)	-2.0%

VNINDEX	1,222
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	11,930
SLCP lưu hành (triệu CP)	236
Tự do giao dịch (triệu CP)	40
Cao nhất 52 tuần (VND)	54,900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	43,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.01
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	1
Hệ số Beta	0.4

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	2.0	0.8	2.0
So với VNIndex(%)	1.6	4.9	1.6



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. Khi điều kiện thủy văn thuận lợi, nhóm thủy điện vẫn luôn là nhóm được ưu tiên huy động cao nhất bởi giá thành sản xuất thấp và thân thiện môi trường, trong bối cảnh các loại nguồn điện khác như điện than và khí có chi phí cao do nguyên liệu đầu vào neo cao.

_ Cập nhật KQKD 2024: VSH ghi nhận doanh thu 2024 đạt 1,825 tỷ đồng (-29% YoY), và LNST công ty mẹ đạt 448 tỷ đồng (-54.9% YoY). Nguyên nhân: (1) sản lượng điện thương phẩm đạt 1.698 tỷ kWh (-23%YoY), (2) tỷ lệ điện hợp đồng tăng lên 98% khiến giá bán trung bình giảm 8%. Như vậy, so với kế hoạch doanh thu và LNST cho năm 2024, VSH chỉ hoàn thành lần lượt là 93.58% và 88.7%.

_ VSH đặt kế hoạch 2025, sản lượng điện thương phẩm đạt 1.9 tỷ kWh (+12.7% YoY), trong đó: Vĩnh Sơn đạt 340 triệu kWh (+15.25% YoY), Sông Hinh đạt 410 triệu kWh (+4.06% YoY) và TKT đạt 1,009 triệu kWh (+15.56% YoY). Trong đó công ty nỗ lực đạt tỷ lệ điện hợp đồng 15% (trong khi phê duyệt là 2%). Giá bán điện bình quân đạt 820.44 đồng/kWh (-11.4% YoY). Trong đó giá PPA của 3 nhà máy Vĩnh Sơn, Sông Hinh và TKT lần lượt là: 333.37 đồng/kWh, 461.82 đồng/kWh và 921.93 (đồng/kWh). Doanh thu đạt 1,865 tỷ đồng (+1.4% YoY) và LNST đạt 541 tỷ đồng (+20.6% YoY).

_ VSH tiếp tục lên kế hoạch dự án nâng cấp hồ B+C thủy điện Vĩnh Sơn, dự kiến nâng mực nước hồ B lên 2.5 m, sản lượng tăng thêm khoảng 38.66 triệu kWh hằng năm. Dự án thủy điện VS và SH mở rộng: tổng công suất tăng thêm lần lượt là 49 MW và 70 MW

_ Dự án điện mặt trời trên lòng hồ Vĩnh Sơn Sông Hinh 250 MW đang trong giai đoạn bổ sung quy hoạch; điện tích năng: VSH đang nghiên cứu xem xét. Ngoài ra, công ty sẽ tiếp tục làm việc với EPTC và các ban của EVN về việc điều chỉnh giá bán điện theo hợp đồng Nhà máy Thượng Kon Tum cao hơn 921.93 đồng/kWh (tối đa 1,110 đồng/kWh)

_ Công ty dự kiến chia cổ tức 20% bằng tiền mặt, tương ứng tổng giá trị hơn 478 tỷ đồng

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 (4) Giá bán điện mới cho Thượng Kon Tum bị trì hoãn.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,611	3,085	2,572	1,825	1,980
LN từ HĐKD (tỷ VND)	770	1,945	1,559	873	936
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	387	1,265	994	448	587
EPS (đồng)	1,660	5,354	4,208	1,898	2,485
BPS (đồng)	16,976	21,276	19,450	19,824	25,687
OPM	47.8	63.1	61%	48%	47%
NPM	24.0	41.0	39%	25%	30%
ROE (%)	10.6	28.0	22%	10%	10%
P/E (x)	17.3	5.9	11.9	25.9	17.4
P/B (x)	1.7	1.5	2.6	2.5	1.7
EV/EBITDA (x)	9.5	4.5	6.8	10.3	9.1

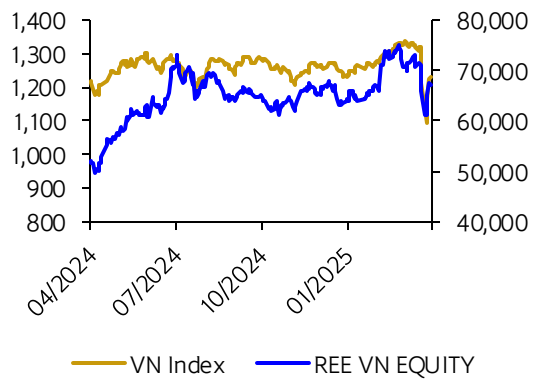
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

CTCP Cơ điện lạnh
(REE VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**79,000 VND**
Giá hiện tại (11/04/2025)	67,500 VND
Suất sinh lời (%)	17.0%

VNINDEX	1,222
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	31,793
SLCP lưu hành (triệu CP)	471
Tự do giao dịch (triệu CP)	180
Cao nhất 52 tuần (VND)	76,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,174
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.72
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	56
Hệ số Beta	0.9

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	2.4	1.7	22.7
So với VNIndex(%)	2.1	5.8	26.0



Luận điểm đầu tư:

_ REE là công ty hoạt động trong ba lĩnh vực chính: M&E (Cơ điện lạnh), năng lượng và cho thuê văn phòng. Ngoài ra, REE còn hoạt động trong lĩnh vực nước và bất động sản thương mại. Ở mảng năng lượng, REE sở hữu các nhà máy với công suất lắp đặt thực sở hữu lên tới 1,016 MW, với mảng bất động sản, REE đang cho thuê hơn 180,000 m2, với tỷ trọng lợi nhuận chiếm 25%.

_ Trong Q4/2024, REE ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,334 tỷ đồng (+13% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 679 tỷ đồng (+35% YoY) chủ yếu do mảng cơ điện lạnh báo lãi 78 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 76 tỷ đồng). Trong năm 2024, REE ghi nhận doanh thu thuần đạt 8,383 tỷ đồng (-2.2% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 1,993 tỷ đồng (-8.9% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do lợi nhuận mảng năng lượng sụt giảm 23.5% do tình hình thuỷ văn nửa đầu năm 2024 và tỷ lệ huy động Qc tăng từ 90% lên 98%. Trong năm 2025, công ty đặt kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 10,248 tỷ đồng (+22.2% YoY) và 2,427 tỷ đồng (+21.7 % YoY).

_ Mảng cơ điện lạnh: Ghi nhận tổng giá trị hợp đồng ký mới lũy kế gần 4,447 tỷ đồng (gấp 3 lần cùng kỳ). Công ty đạt mục tiêu doanh thu và LNST lần lượt là 3,542 tỷ đồng (+23% YoY) và 165 tỷ đồng (+10.7% YoY)

_ Mảng bất động sản: E-Town 6 đã được khai trương vào 27/06/2024, REE đặt mục tiêu tỷ lệ lấp đầy của Etown 6 khoảng 75% trong năm 2025. Với mảng cho thuê 2025, kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 1,267 tỷ đồng (+18.5% YoY) và 541 tỷ đồng (+13.6% YoY). Với mảng phát triển BDS, REE tiếp tục đặt mục tiêu bán hết dự án Bồ Xuyên trong 2025 ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 846 tỷ đồng (+956 % YoY) và 262 tỷ đồng (+697% YoY), ngoài ra REE cho biết sẽ ghi nhận khoảng 158 tỷ đồng cho miếng đất thương mại cao tầng còn lại trong khu vực.

_ Mảng điện: Kì vọng La Nina sẽ giúp cải thiện sản lượng thủy điện, tuy nhiên giá bán trung bình của nhóm này dự kiến sụt giảm khoảng 15% do tỉ lệ huy động Qc tăng từ 90% lên 98% trong năm 2024. Kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 4,452 tỷ đồng (+5% YoY) và 1,054 tỷ đồng (+4.7% YoY). REE đặt mục tiêu đạt 5000 MW công suất vào năm 2035.

Cập nhật các dự án mới: : Nhà máy thủy điện Trà Khúc 2 (30 MW), dự kiến 2027 bắt đầu ghi nhận doanh thu. Nhà máy thủy điện Thác Bà 2 (18.9 MW), sản lượng trung bình khoảng 51.5 triệu kWh/năm, vận hành và bắt đầu ghi nhận doanh thu trong 2025. Dự án điện gió Duyên Hải V1_4 (công suất 48 MW) hiện tại đang chuẩn bị công tác đầu tư, dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu vào 2026. REE cho biết đang tích cực đấu thầu vào tháng sau với khoảng 176 MW điện gió tại Trà Vinh.

_ Rủi ro: (1) Chính sách giá bán điện cho NLTT vẫn dựa vào giá chuyển tiếp; (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; (5) Rủi ro thay đổi chính sách chung của ngành điện.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,810	9,372	8,570	8,384	10,107
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,854	3,663	2,954	2,428	3,238
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	1,855	2,693	2,188	1,993	2,439
EPS (đồng)	4,539	6,588	5,353	4,237	5,432
BPS (đồng)	32,545	37,939	42,375	40,127	38,507
OPM	31.9	39.1	34.5	29.0	32.0
NPM	31.9	28.7	25.5	28.6	30.4
ROE (%)	15.0	18.7	13.3	11.0	12.3
P/E (x)	11.5	9.4	10.6	18.7	14.6
P/B (x)	1.6	1.6	1.3	2.0	2.1
EV/EBITDA (x)	12.2	7.7	7.9	10.5	8.7

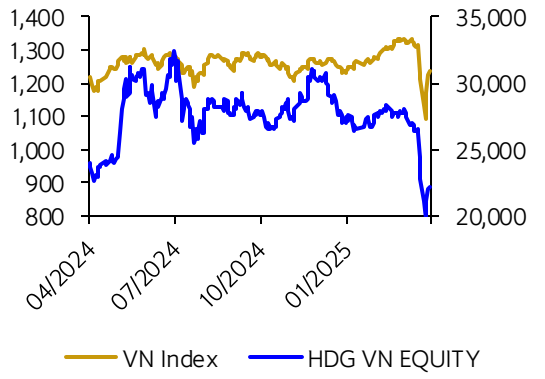
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

CTCP Tập đoàn Hà Đô
(HDG VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**30,700 VND**
Giá hiện tại (11/04/2025)	22,000 VND
Suất sinh lời (%)	+38.3%

VNINDEX	1,222
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	7,399
SLCP lưu hành (triệu CP)	336
Tự do giao dịch (triệu CP)	180
Cao nhất 52 tuần (VND)	33,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.96
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	65
Hệ số Beta	1.2

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	-17.8	-19.9	-14.6
So với VNIndex(%)	-18.2	-15.8	-11.3



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. Hiện Tập đoàn Hà Đô đang là chủ đầu tư của 8 nhà máy năng lượng, bao gồm: 5 nhà máy thuỷ điện, 2 nhà máy điện mặt trời và 1 nhà máy điện gió với tổng công suất gần 500MW, đạt doanh thu khoảng 1,800 tỷ đồng mỗi năm. Trong 1H2024, doanh thu mảng năng lượng chiếm 54% tổng cơ cấu doanh thu.

_ Cập nhật KQKD Q4/2024: HDG ghi nhận doanh thu đạt 810 tỷ đồng (-6% YoY) và LNST công ty mẹ đạt -75 tỷ đồng (cùng kỳ lời 289 tỷ đồng). Cả năm 2024, HDG ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,718 tỷ đồng (-5.9% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 348 tỷ đồng (-47.6% YoY). Nguyên nhân do KQKD mảng năng lượng sụt giảm, chi phí QLDN tăng gấp đôi, và chi phí khác tăng gấp 20 lần, đến từ trích lập dự phòng phải thu từ EVN cho dự án HP4, ước tính khoảng 400 tỷ đồng.

_ Mảng bất động sản: Chúng tôi kỳ vọng Charm Villas giai đoạn 3 gồm 108 căn sẽ bắt đầu được mở bán với mức giá khoảng 150 triệu/m2 đất (vẫn thấp hơn so với mức giá trung bình 178 triệu m2/đất trong khu vực), ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt khoảng 1,835 tỷ đồng và 807 tỷ đồng cho giai đoạn 2025F-2027F. Dự án được kỳ vọng hấp thụ tốt từ sự phục hồi của thị trường nhờ (1) vị trí thuận lợi, (2) giá bán hấp dẫn và (3) cung mới của thị trường tuy phục hồi nhưng vẫn còn hạn chế so với giai đoạn trước.

Ngoài ra, dự án Greenland và Minh Long đều đang vướng mắc thủ tục pháp lý liên quan đến chuyển đổi quyền sử dụng đất thương mại sang đất ở. Chúng tôi kì vọng NQ171/2024/QH15 có thể phần nào tháo gỡ vướng mắc liên quan, từ đó có thể giúp Hà Đô có thể sớm triển khai 2 dự án này

_ Mảng năng lượng: Doanh thu mảng năng lượng 2024 đạt 1,891 tỷ đồng (-2% YoY) chủ yếu do sản lượng thủy điện sụt giảm.

_ Cập nhật tình hình dự án: Công ty đặt mục tiêu tăng 806 MW công suất điện đến 2030. Theo kế hoạch thực hiện QHĐ VIII, HDG sẽ được triển khai dự án thủy điện như Sơn Nham (6.8 MW), Sơn Linh (7 MW), điện gió 7A mở rộng (21MW), Phước Hữu (50MW), Bình Gia (80 MW). Trong đó: Dự án thủy điện Sơn Linh Sơn Nham đã được khởi công, dự án Phước Hữu được trao quyết định định chấp thuận chủ trương đầu tư, và dự án Bình Gia đã được trao biên bản ghi nhớ.

Rủi ro: (1) Rủi ro từ hai dự án Hồng Phong 4 và SP Infra 1 có khả năng bị giảm giá bán điện và bị truy thu phần chênh lệch đã bán, (2) Các chính sách tháo gỡ mảng bất động sản chậm trễ, (3) Các chính sách mảng điện chậm triển khai, (4) Rủi ro thời tiết

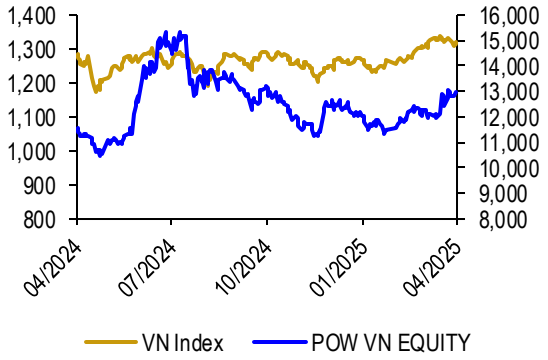
Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,777	3,581	2,889	2,718	3,075
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,980	2,049	1,490	831	1,227
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	1,096	1,096	665	348	695
EPS (đồng)	3,402	3,258	1,977	1,036	1,879
BPS (đồng)	13,376	15,768	17,593	18,133	17,863
OPM	52.4	57.2	51.6	30.6	39.9
NPM	29.0	30.6	23.0	16.5	28.8
ROE (%)	29.2	22.7	11.9	13.3	24.0
P/E (x)	11.8	7.0	12.7	16.6	16.4
P/B (x)	3.0	1.4	1.4	1.5	1.7
EV/EBITDA (x)	9.0	5.6	7.2	8.4	7.9

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

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

Giá mục tiêu (12 tháng)	**14,800 VND**
Giá hiện tại (11/04/2025)	11,300 VND
Suất sinh lời (%)	+31.0%
VNINDEX	1,222
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	26,463
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,342
Tự do giao dịch (triệu CP)	470
Cao nhất 52 tuần (VND)	15,900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	6.57
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	82
Hệ số Beta	0.8

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	0.0	-9.0	0.0
So với VNIndex(%)	-0.4	-4.9	-0.4



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 Q4/2024: POW ghi nhận doanh thu đạt 8,493 tỷ đồng (+25.0% YoY), và LNST công ty mẹ đạt 186 tỷ đồng (-53% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do giá bán điện của tất cả nhà máy đều giảm, do điều chỉnh tỷ lệ điện hợp đồng với thủy điện từ 90% lên 98%, còn nhiệt điện là giảm từ 80% về 70%; ngoài ra, công ty cũng ghi nhận lợi nhuận khác gần 400 tỷ đồng (sau khi trừ đi chi phí khác) từ hợp đồng bảo hiểm đạt 1,084 tỷ đồng và lỗ ròng tỷ giá. Lũy kế năm 2024, doanh thu đạt 30,180 tỷ đồng (+7% YoY), LNST công ty mẹ đạt 1,252 tỷ đồng (+20.6% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do khoảng lợi nhuận khác trong quý 4.

Triển vọng 2025:

_ Sản lượng điện sản xuất trong năm 2025 dự kiến tăng cao 12.5%, theo NSMO, hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng sản lượng điện của các nhà máy POW. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của POW đạt 19.85 tỷ kWh (+23% YoY). Trong đó:
_ Điện khí: Nhà máy NT2 dự kiến sẽ được huy động cao trở lại với sản lượng 3.4 tỷ kWh (+25% YoY) nhờ thứ tự ưu tiên huy động được cải thiện. NT1 được quay lại mức huy động bình quân trước đó. Nhà máy Cà Mau 1&2 duy trì sản lượng cao nhờ nguồn cung khí ổn định.

_ Thủy điện: Hai nhà máy thủy điện Dakdrinh và Hủa Na có mức sản lượng thủy điện ổn định.

_ Dự án NT3&4: Dự kiến NT3 sẽ vận hành vào tháng 6/2025 (đóng góp thêm 2.5 tỷ kWh trong 2025) và NT4 vận hành vào cuối 2025. POW và GAS đã ký hợp đồng cung cấp khí LNG cho toàn bộ thời gian vận hành 25 năm của NT3&4. Công suất của POW sẽ tăng 36% khi cả 2 nhà máy cùng vận hành. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng NT3 sẽ lỗ trong 1-2 năm đầu vận hành do chi phí khấu hao cao và ghi nhận lãi vay.

_ 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 có giá bán khí cao khó cạnh tranh và phụ thuộc vào giá khí LNG nhập khẩu

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	24,561	28,224	28,329	30,180	41,707
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,400	2,859	1,436	1,024	929
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	1,799	2,061	1,038	1,252	646
EPS (đồng)	757	871	443	535	276
BPS (đồng)	12,229	13,031	13,414	13,626	14,222
OPM	9.8	10.1	5.1	3.4	2.2
NPM	7.3	7.3	3.7	4.5	2.0
ROE (%)	6.2	6.9	3.4	3.9	2.3
P/E (x)	23.1	12.2	25.4	22.4	53.7
P/B (x)	1.4	0.8	0.8	0.9	1.0
EV/EBITDA (x)	8.3	4.7	7.3	9.7	7.8

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

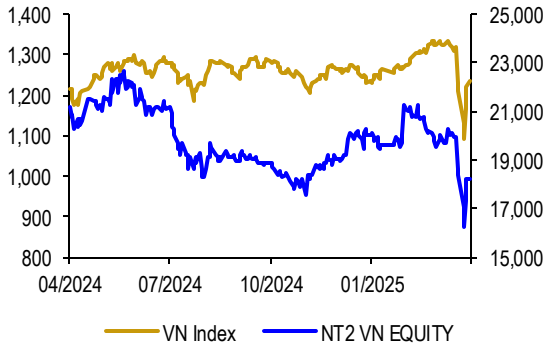
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2

(NT2 VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**23,700 VND**
Giá hiện tại (11/04/2025)	18,200VND
Suất sinh lời (%)	+30.2%

VNINDEX	1,222
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	5,239
SLCP lưu hành (triệu CP)	288
Tự do giao dịch (triệu CP)	93
Cao nhất 52 tuần (VND)	24,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,350
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.42
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	9
Hệ số Beta	0.9

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	-12.5	-7.1	-12.5
So với VNIndex(%)	-12.9	-3.0	-12.9



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.

_ Cập nhật KQKD quý 4/2024 với doanh thu thuần đạt 1,792 tỷ đồng (+49% YoY), và LNST đạt 64 tỷ đồng (-73% YoY). Cả năm 2024, doanh thu đạt 5,952 tỷ đồng (-7% YoY) và LNST đạt 72 tỷ đồng (-85% YoY), chủ yếu do sản lượng điện hợp đồng Qc giảm 33%, giá bán trung bình giảm 2% trong khi giá khí tăng 4% khiến lợi nhuận giảm sâu. Ngoài ra, NT2 gặp tình trạng thiếu khí và không được ưu tiên huy động do chi phí vận chuyển cao hơn so với các nhà máy Phú Mỹ 3 và Phú Mỹ 2.2.

_ Dự phóng sản lượng 2025 của NT2 đạt 3.4 tỷ kWh (+25.0% YoY) với các động lực sau: (1) nhu cầu điện tăng cao dự kiến khoảng 12.5% và dựa vào số kế hoạch trong năm 2025 theo NSMO, (2) Nhà máy Phú Mỹ 2.2 hết thời hạn hợp đồng BOT vào 04/2/2025 giúp NT2 được huy động cao trở lại, dù khả năng cấp khí ở các mỏ đang ngày càng giảm do nguồn cung dần cạn kiệt, (3) NT2 kí hợp đồng bao tiêu khí với GAS là 784 triệu m3/năm đến 2036, (4) giá điện khí NT2 thấp hơn giá điện khí LNG giúp doanh nghiệp dễ cạnh tranh hơn.

_ Nhìn chung, NT2 có cấu trúc tài sản lành mạnh với lịch sử chi trả cổ tức khoảng 22%/năm. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của KQKD NT2 trong 2025-2026 sẽ hỗ trợ cho quá trình chi trả cổ tức bằng tiền với tỷ lệ khoảng 14%/năm. Ngoài ra, trong 2026, kỳ vọng NT2 sẽ hết khấu hao khoảng 400 tỷ đồng hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của công ty.

_ Rủi ro: (1) Rủi ro thiếu khí (2) EVN thanh toán chậm (3) Giá khí tăng cao (4) Rủi ro chạy dầu DO với giá thành cao hơn (5) Rủi ro thời tiết

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	6,150	8,788	6,386	5,952	7,470
LN từ HĐKD (tỷ VND)	593	950	441	-43	254
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	534	883	473	72	302
EPS (đồng)	1,778	2,992	1,546	240	1,050
BPS (đồng)	14,706	16,027	15,062	14,515	15,045
OPM	9.6	10.8	6.9	-0.7	3.4
NPM	8.7	10.1	7.4	1.2	4.0
ROE (%)	12.0	19.5	10.9	1.7	7.0
P/E (x)	14.8	9.6	12.8	87.3	22.6
P/B (x)	1.8	1.8	1.4	1.4	1.6
EV/EBITDA (x)	6.1	4.6	5.5	7.3	7.1

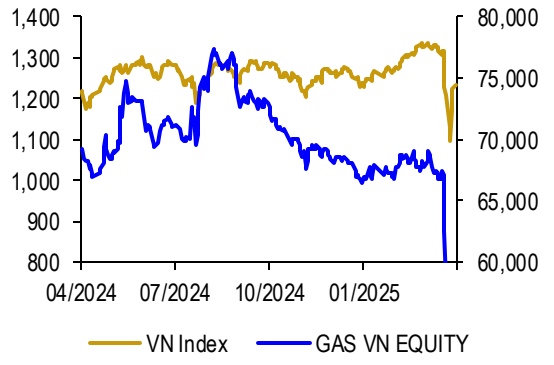
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

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

Giá mục tiêu (12 tháng)	**78,980 VND**
Giá hiện tại (11/04/2025)	58,100VND
Suất sinh lời (%)	+35.9%

VNINDEX	1,222
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	136,109
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,343
Tự do giao dịch (triệu CP)	99
Cao nhất 52 tuần (VND)	84,412
Thấp nhất 52 tuần (VND)	58,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.69
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	52
Hệ số Beta	0.7

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	-11.5	-18.8	-24.2
So với VNIndex(%)	-11.9	-14.7	-20.9



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.

_ Cập nhật KQKD Q4/2024: GAS ghi nhận doanh thu đạt 24,945 tỷ đồng (+11%YoY) và LNST công ty mẹ đạt 2,044 tỷ đồng (-24.9% YoY). Cả năm 2024, công ty đạt doanh thu 103,564 tỷ đồng (+15% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 10,398 tỷ đồng (-10% YoY). Doanh thu của GAS tăng nhờ doanh thu mảng LPG đạt 54,874 tỷ đồng (+41.2% YoY) nhờ sản lượng LPG tăng 25% YoY và giá LPG tăng 6% YoY. Nhưng LNST công ty mẹ giảm do (1) sản lượng khí thiên nhiên và LNG giảm 10% do sản lượng bán cho các nhà máy điện thấp, (2) chi phí G&A đạt 3197 tỷ đồng (+116% YoY) chủ yếu do trích lập lên đến 1,918 tỷ đồng (gấp gần 17 lần YoY) các khoản phải thu quá hạn của một số nhà máy điện, (3) chi phí tài chính tăng 12% chủ yếu do khoản lỗ tỷ giá.

_ GAS đặt kế hoạch 2025 thận trọng: Doanh thu đạt 73,900 tỷ đồng (-30% YoY) và LNST đạt 5,300 tỷ đồng (-50% YoY). Tuy nhiên chúng tôi kì vọng GAS có thể vượt kế hoạch do (1) nhu cầu cấp khí cho nhà máy điện sẽ phục hồi trong năm, (2) khối lượng nhập khẩu LNG dự kiến tăng gấp đôi cùng kỳ

_ Cập nhật tiến độ một số dự án trọng điểm: (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 2027. 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 nâng công suất lên 3 triệu tấn/năm vào giai đoạn 2, đang hoàn thiện thủ tục để phê duyệt dự án đầu tư theo quy định, dự kiến hoàn thành 2028. (3) Dự án kho cảng nhập LNG Sơn Mỹ: Bộ Công Thương đã họp thẩm định FS dự án, dự kiến hoàn thành đồng bộ với tiến độ nhà máy điện Sơn Mỹ.

Rủi ro: (1) Sản lượng khí khô sụt giảm; (2) Giá dầu và khí giảm sút ảnh hưởng biên lợi nhuận; (3) Các dự án mỏ khí trọng điểm chậm tiến độ; (4) Giá khí LNG còn cao khiến nhu cầu thấp.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	78,992	100,724	89,954	103,564	103,547
LN từ HĐKD (tỷ VND)	10,374	17,799	12,906	12,042	12,604
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	8,673	14,798	11,606	10,398	11,088
EPS (đồng)	3,630	6,374	4,972	4,354	4,697
BPS (đồng)	22,246	26,062	27,887	28,425	31,184
OPM	13.1	17.7	14.3	11.6	12.2
NPM	11.0	14.7	12.9	10.0	10.7
ROE (%)	16.8	26.4	18.7	16.4	17.8
P/E (x)	22.1	13.3	15.2	15.6	14.3
P/B (x)	3.6	3.2	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA (x)	12.1	8.0	8.8	8.9	8.3

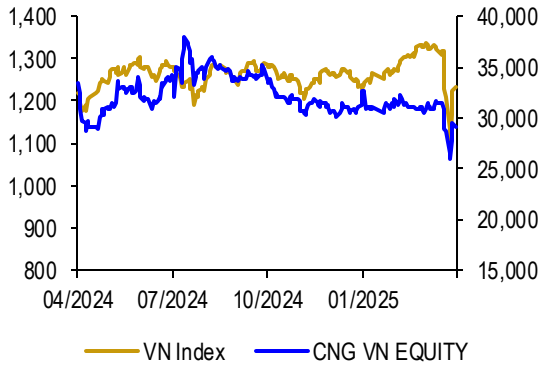
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

CTCP CNG Việt Nam
(CNG VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**33,600 VND**
Giá hiện tại (11/04/2025)	29,400VND
Suất sinh lời (%)	+14.3%

VNINDEX	1,222
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	1,032
SLCP lưu hành (triệu CP)	35
Tự do giao dịch (triệu CP)	15
Cao nhất 52 tuần (VND)	40,050
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26,800
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.17
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	6
Hệ số Beta	1.0

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	-11.0	-13.7	-22.0
So với VNIndex(%)	-11.4	-9.6	-18.7



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 350 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. Trong năm 2024, lần đầu tiên ở Việt Nam, LNG được vận chuyển bằng tàu hỏa ra Hà Nội và phân phối bằng xe bồn cho khách hàng công nghiệp, đáp ứng nhu cầu khi ở miền Bắc đang thiếu hụt khí nhiên liệu.

_ Cập nhật KQKD Q4/2024: CNG ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,057 tỷ đồng (+41.6% YoY) và LNST 18 tỷ (-50%YoY). Cả năm 2024, sản lượng khí bán ra đạt 243 triệu Sm3 (+0% YoY), doanh thu thuần đạt 3,517.1 tỷ đồng (+13% YoY) và LNST đạt 91 tỷ đồng (-17.5% YoY). Nguyên nhân LN sụt giảm do biên lợi nhuận gộp mảng LNG thấp hơn CNG, chi phí mở rộng hoạt động kinh doanh gia tăng do bắt đầu kinh doanh sản phẩm mới là LNG từ Quý 4/2024.

_ Kế hoạch 2025: Với kịch bản 1: giá dầu 75 USD/thùng, doanh thu và LNTT lần lượt là 3,614 tỷ đồng và 113.53 tỷ đồng; Kịch bản 2: Giá dầu thô 75 USD/thùng, doanh thu và LNTT lần lượt là 3,709 tỷ đồng và 130 tỷ đồng.

_ **Chiến lược phát triển 2025-2035**: (1) Tăng trưởng sản lượng bình quân 12-14%/năm, cung cấp các sản phẩm LNG/CNG/LPG tùy thuộc diễn biến thị trường với sản phẩm chủ lực là LNG (chiếm 85%), (2) chiếm 70% thị phần cung cấp CNG và đến 2029 thì ngưng cung cấp CNG, (3) chiếm 60% thị phần cung cấp LNG bằng xe bồn.

Rủi ro: (1) Rủi ro giá dầu và giá LNG; (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	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,058	4,185	3,112	3,517	3,614
LN từ HĐKD (tỷ VND)	105	150	107	113	115
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	82	118	103	91	104
EPS (đồng)	2,060	3,035	2,928	2,202	2,517
BPS (đồng)	14,865	16,165	17,159	17,977	20,493
OPM	3.4	3.6	3.4	3.2	3.2
NPM	2.7	2.8	3.3	2.6	2.9
ROE (%)	14.0	19.6	17.6	12.5	12.3
P/E (x)	11.3	6.1	9.4	14.1	12.4
P/B (x)	1.6	1.1	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	2.4	1.0	3.3	4.7	3.3

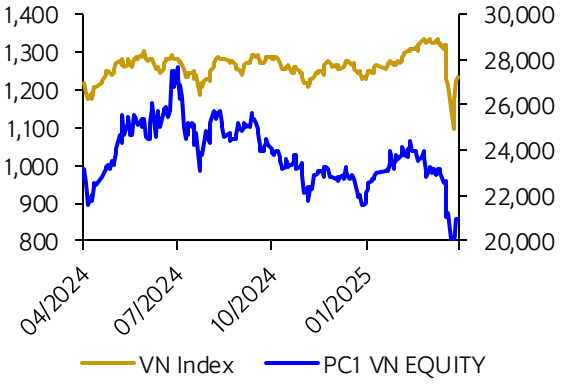
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

CTCP Tập Đoàn PC1
(PC1 VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**26,500 VND**
Giá hiện tại (11/04/2025)	20,950VND
Suất sinh lời (%)	+26.5%

VNINDEX	1,222
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	7,493
SLCP lưu hành (triệu CP)	358
Tự do giao dịch (triệu CP)	274
Cao nhất 52 tuần (VND)	27,783
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19,650
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.67
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	46
Hệ số Beta	1.2

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	-3.2	-13.0	-14.0
So với VNIndex(%)	-3.6	-8.9	-10.6



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 Q4/2024: PC1 ghi nhận doanh thu 2.5 nghìn tỷ đồng (-1% YoY), LNST công ty mẹ đạt 61 tỷ đồng (+84.8% YoY). Cả năm 2024, doanh thu đạt 10 nghìn tỷ đồng (+93% YoY), LNST công ty mẹ đạt 460 tỷ đồng (gấp 12 lần YoY). Nguyên nhân do: (1) Doanh thu mảng xây lắp tăng, năng lượng và sản xuất công nghiệp tăng trưởng cao, (2) Chi phí tài chính giảm 4% nhờ lãi suất thấp hơn cùng kỳ.

_ Mảng xây lắp: Đây là mảng chính hỗ trợ cho sự phục hồi KQKD của PC1 trong 2024. Doanh thu đạt 3,686 tỷ đồng (+41% YoY) nhờ thực hiện dự án trọng điểm Đường dây 500kV Mạch 3, nhưng do gấp rút thi hành nên chi phí vốn tăng khiến biên gộp đạt mức 7%. Năm 2025, kế hoạch doanh thu đạt 6,892 tỷ đồng (+86.9% YoY), giá trị backlog đến cuối 2024 đạt 6,892 tỷ đồng (+63% YoY). Trong tương lai, PC1 tiếp tục tập trung đấu thầu các dự án trọng tâm của EVN.

_ Mảng bán điện: Doanh thu2024 đạt 1,706 tỷ đồng (+17% YoY) do lượng nước về tốt cao hơn các năm trước 57%. Kế hoạch 2025, doanh thu đạt 1,600 tỷ đồng (-4% YoY). Các dự án thủy điện Bảo Lạc A (30 MW) và Thượng Hà (13 MW) đang thi công xây dựng theo tiến độ.

_ Mảng khai khoáng: Doanh thu năm 2024 đạt 1,700 tỷ đồng (+173% YoY) và sản lượng đạt 65 nghìn tấn tinh quặng khi nhà máy vận hành cả năm. Năm 2025, PC1 kỳ vọng sản lượng đạt khoảng 53,000 tấn tinh quặng (-18% YoY), doanh thu khoảng 1,000 tỷ đồng (-41% YoY).

_ Mảng bất động sản KCN: PC1 ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 599 tỷ đồng (-2% YoY) từ KCN Normura I. Ghi nhận lợi nhuận LDLK 45 tỷ đồng từ bàn giao đất tại KCN Yên Phong 2A và dự kiến 2025, công ty sẽ tiếp tục bàn giao đất tại đây. Trong năm 2024, công ty được cấp chủ trương đầu tư của KCN Đồng Văn V (237 ha), Đồng Văn VI (250 ha) và Yên Lư mở rộng (120 ha). Dự án KCN nomura GD2 (200 ha) đang triển khai GPMB và dự kiến khởi công trong năm 2025. Doanh thu của Western Pacific (PC1 sở hữu 30%) trong năm 2025 dự kiến 2,200 tỷ đồng và LNST trên 1,100 tỷ đồng.

_ Mảng bất động sản dân dụng: Dự án Tháp Vàng – Gia Lâm đã khởi công tháng 10/2024, sẽ bán hàng và bàn giao toàn bộ trong 2025. Doanh thu dự kiến gần 2000 tỷ đồng

_ Rủi ro: (1) Rủi ro pháp lý của các dự án; (2) Rủi ro đa dạng hóa; (3) Mảng xây lắp điện có biên lợi nhuận thu hẹp; (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	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,828	8,358	7,803	10,089	12,299
LN từ HĐKD (tỷ VND)	859	1,318	1,182	828	961
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	695	460	137	468	617
EPS (đồng)	1,844	1,321	395	1,177	1,501
BPS (đồng)	15,117	16,451	16,665	15,452	14,742
OPM	8.7	15.8	15.2	8.2	7.8
NPM	7.1	5.5	1.8	4.6	5.0
ROE (%)	14.9	8.4	2.4	9.2	10.2
P/E (x)	16.1	13.3	72.9	19.5	17.7
P/B (x)	2.0	1.1	1.7	1.5	1.8
EV/EBITDA (x)	14.3	8.2	9.7	7.4	5.8

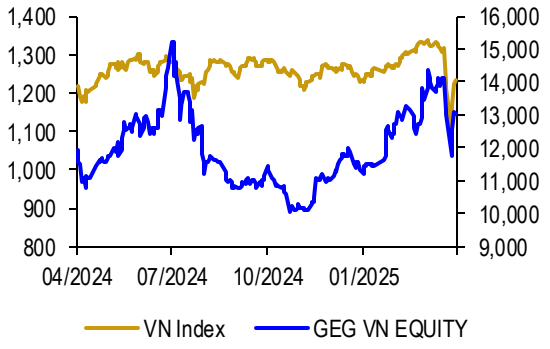
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

CTCP Điện Gia Lai
(GEG VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**16,200 VND**
Giá hiện tại (11/04/2025)	13,100VND
Suất sinh lời (%)	+23.7%

VNINDEX	1,222
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	4,694
SLCP lưu hành (triệu CP)	358
Tự do giao dịch (triệu CP)	146
Cao nhất 52 tuần (VND)	16,381
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,450
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.69
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	11
Hệ số Beta	0.8

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	16.5	7.4	1.5
So với VNIndex(%)	16.1	11.5	4.9



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 90 MW, Điện mặt trời trang trại và áp mái góp 348 MW, Điện gió 260 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 2024, GEG ghi nhận doanh thu 2,325 tỷ đồng (+7% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 115 tỷ đồng (-16% YoY. Nguyên nhân chủ yếu do giá bán điện của nhà máy Tân Phú Đông 1 khá thấp và chi phí khấu hao cao khiến biên lợi nhuận giảm.

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% mức trần của giá chuyển tiếp. Công ty cho biết đã hoàn thành đàm phán xong giá bán điện mới cho dự án đạt 1,813 đồng/kWh (gần bằng so với giá trần chuyển tiếp). Như vậy giá bán điện của dự án tăng gần gấp đôi. Công ty cũng kỳ vọng sẽ được hồi tố khoản tiền tương ứng với phần sản lượng được bán với giá chuyển tiếp, ước tính khoảng 400 tỷ đồng. Ngoài ra, GEG có kế hoạch mở rộng đầu tư dự án điện gió VPL 2 (30 MW) tỉnh Bến Tre với tổng vốn đầu tư khoảng 1,500 tỷ đồng

_ Với mảng điện mặt trời: Dự án Đức Huệ 2 (49 MW) hiện không nằm trong Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII, nên có khả năng công ty sẽ trích lập khoản đầu tư này. Tuy nhiên, vẫn có tín hiệu khả quan khi dự án sẽ được đưa vào dự thảo quy hoạch điện VIII điều chỉnh, đặt trong bối cảnh công suất điện mặt trời lại được tập trung phát triển mạnh cho đến 2030.

_ Thủy điện: GEG đang triển khai xây dựng dự án thủy điện Ea Tih tại Đắk Lak (8.6 MW); tổng mức đầu tư khoảng 300 tỷ đồng, sản lượng trung bình khoảng 30.6 triệu kWh/năm với doanh thu dự kiến là 36 tỷ đồng/năm. Chúng tôi dự kiến nhà máy vận hành vào 2026.

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	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,381	2,093	2,163	2,325	2,705
LN từ HĐKD (tỷ VND)	653	851	961	180	697
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	283	316	137	115	310
EPS (đồng)	807	830	329	171	649
BPS (đồng)	9,898	10,654	10,866	12,347	12,354
OPM	47.3	40.6	44.4	8.0	26.0
NPM	20.5	15.1	6.3	4.0	13.0
ROE (%)	8.2	8.1	3.1	2.0	5.1
P/E (x)	25.9	18.2	39.1	80.7	21.3
P/B (x)	2.1	1.4	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	13.4	10.8	9.8	7.8	4.0

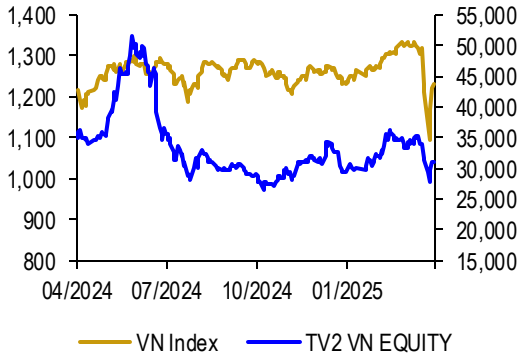
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

CTCP Tư vấn xây dựng điện 2
(TV2 VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**39,600 VND**
Giá hiện tại (11/04/2025)	31,050VND
Suất sinh lời (%)	+27.5%

VNINDEX	1,222
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	2,097
SLCP lưu hành (triệu CP)	68
Tự do giao dịch (triệu CP)	31
Cao nhất 52 tuần (VND)	53,200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.43
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	15
Hệ số Beta	1.1

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	5.1	3.7	-15.2
So với VNIndex(%)	4.7	7.8	-11.8



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 Q4/2024: TV2 ghi nhận doanh thu đạt 444 tỷ đồng (-24% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 20 tỷ đồng (+43% YoY). Cả năm 2024, TV2 ghi nhận doanh thu đạt 1,336 tỷ đồng (+26% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 65 tỷ đồng (+22% YoY). Nguyên nhân đến từ ghi nhận doanh thu chủ yếu từ tư vấn thiết kế đường dây 500kV mạch 3 kéo dài (Quảng Trạch – Phố Nối) và EPC điện sinh khối Hậu Giang

_ Nhiệt điện Sông Hậu 2 (công suất 2012 MW, vốn đầu tư 72,000 tỷ đồng): Đã bị Bộ công thương chấm dứt hợp đồng BOT do nhà đầu tư chưa hoàn tất thủ tục thu xếp vốn trước ngày 30/06/2024.

_ Mảng tư vấn, EPC điện: TV2 hiện tích cực tìm kiếm cơ hội công việc khác, tuy nhiên vẫn chưa có dự án lớn trong ngắn hạn. Kì vọng quy hoạch điện VIII điều chỉnh với sự gia tăng công suất mạnh mẽ ở nhóm NLTT sẽ mang lại khối lượng công việc lớn cho mảng EPC, tư vấn thiết kế của TV2 trong dài hạn.

_ Mảng O&M: TV2 hiện quản lý khoảng hơn 6,000 MW công suất điện, mỗi năm doanh thu khoảng gần 500 tỷ. Đây là mảng kinh doanh có dòng tiền ổn định, giúp TV2 duy trì được lợi nhuận trong những thời điểm thiếu hụt dự án lớn.

_ Đầu tư nguồn điện: TV2 có 2 dự án mới đi vào hoạt động trong 2025 gồm dự án thủy điện Thác Bà 2 (công suất 18.9 MW, vốn đầu tư 709 tỷ đồng, TV2 sở hữu 45%) và dự án nhiệt điện sinh khối Hậu Giang (công suất 20 MW, vốn đầu tư 875 tỷ đồng, TV2 sở hữu 10%). Ngoài ra, dự án nhiệt điện sinh khối Trà Vinh (công suất 25MW, vốn đầu tư 1,066 tỷ đồng, TV2 sở hữu 10%): dự án được chấp thuận chủ trương đầu tư năm 2022 và hiện đang xin điều chỉnh chủ trương đầu tư.

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	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,629	1,322	1,061	1,336	1,774
LN từ HĐKD (tỷ VND)	281	57	71	79	120
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	272	53	53	65	210
EPS (đồng)	4,025	783	785	958	1,518
BPS (đồng)	20,380	20,086	19,749	19,393	22,252
OPM	7.7	4.3	6.7	5.9	5.9
NPM	7.5	4.0	5.0	5.0	5.8
ROE (%)	21.4	3.9	3.9	5.0	6.9
P/E (x)	12.0	28.5	48.2	34.9	26.1
P/B (x)	2.4	1.1	1.9	1.7	1.8
EV/EBITDA (x)	8.9	12.7	21.0	17.0	12.8

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 11/04/2025

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.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, 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