

# Ngành điện

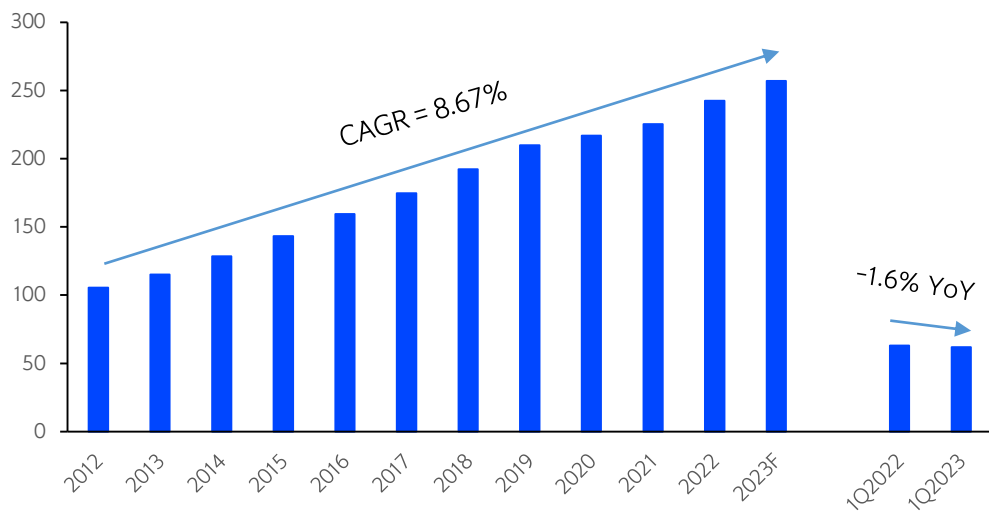
## *Bước vào giai đoạn mới*

Tháng 5, 2023

Nguyễn Quang Nhựt  
Chuyên viên Phân tích  
☎ (84-28) 6299-7751  
✉ [nhut.nq@shinhan.com](mailto:nhut.nq@shinhan.com)

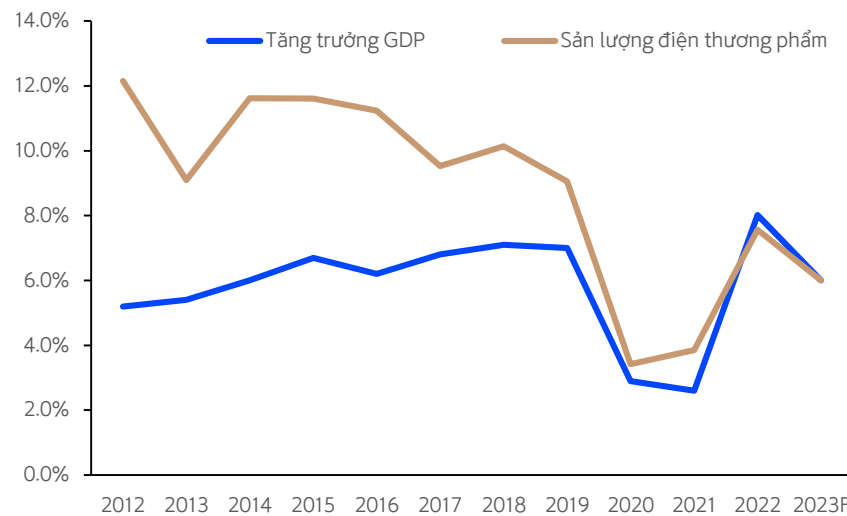
## Sản lượng điện giảm sút trong Q1/2023

Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện và tăng trưởng GDP (%)



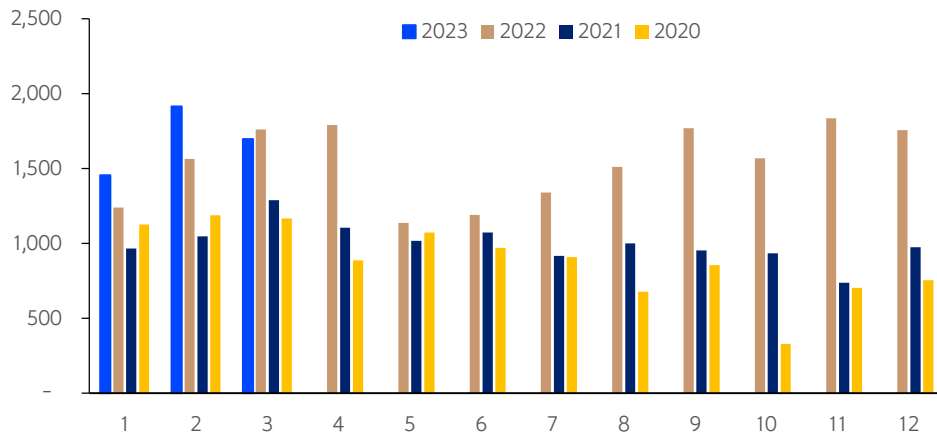
Nguồn: EVN, GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Trong giai đoạn 2012-2022, sản lượng tiêu thụ điện của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) ở mức 8.67% cho thấy xu hướng tăng trưởng bền vững. Tuy nhiên, trong quý 1/2023, sản lượng điện thương phẩm của toàn hệ thống giảm 1.6% YoY trong khi GDP tăng trưởng 3.32%. Cụ thể, sản lượng điện của EVNNPC (miền Bắc) tăng 2.05% YoY trong khi sản lượng của EVNSPC (miền Nam) giảm 5.81% YoY.
- Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của Việt Nam sẽ phục hồi vào 2H2023 trong bối cảnh thời tiết nắng nóng và kinh tế dần phục hồi thúc đẩy nhu cầu sử dụng điện và đưa tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện lên mức 6%, tương ứng với tăng trưởng của GDP.

# Giá điện trên thị trường CGM trong năm 2023

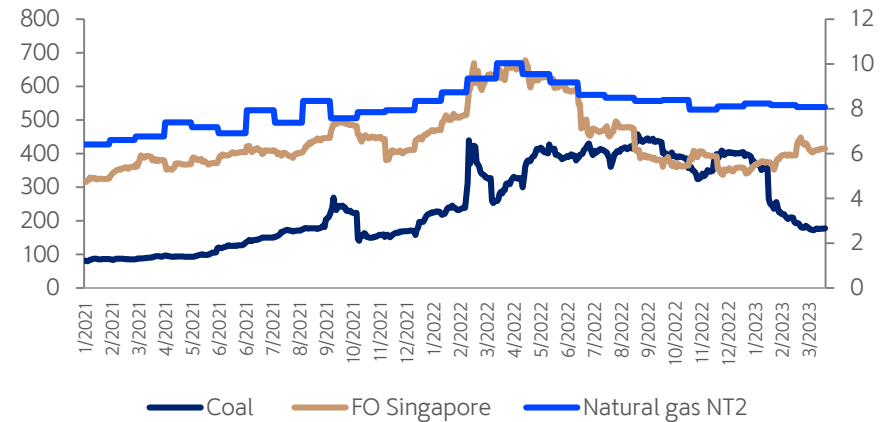
Giá điện được kỳ vọng tiếp tục neo cao do nguyên vật liệu đầu vào chưa hạ nhiệt

Giá bán điện toàn phần (FMP) trên thị trường CGM<sup>1</sup> (VND)



Nguồn: PGV, Shinhan Securities Vietnam CGM<sup>1</sup>: Thị trường phát điện cạnh tranh (Competitive Generation Market)

Giá than Newcastle, giá dầu FO Singapore (USD) và giá khí của NT2 (USD/mmBTU)

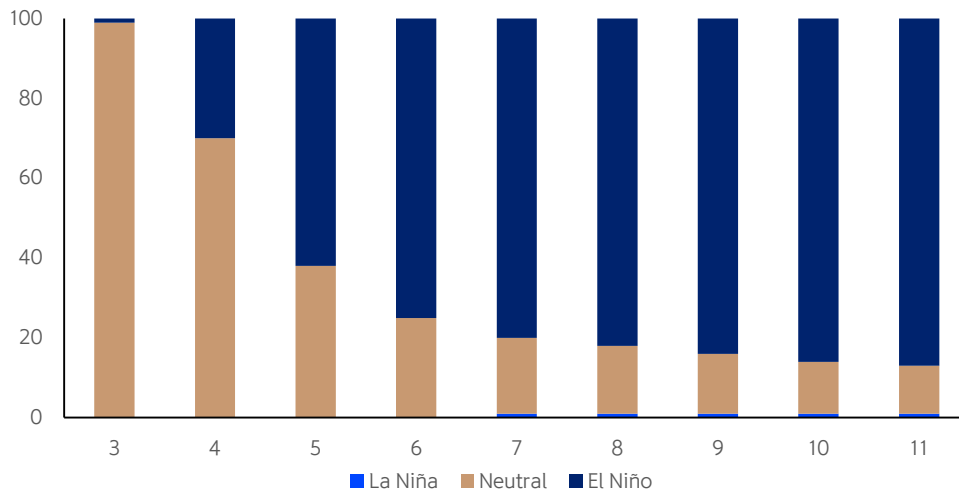


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Giá FMP trung bình trong Q1/2023 ở mức 1,689 đồng/kWh (+11% YoY) trong bối cảnh giá cả nguyên vật liệu đầu vào diễn biến trái chiều, giá than nhập có xu hướng tăng trong khi giá khí chững lại. Giá dầu FO Singapore (được dùng tham chiếu tính giá khí) đã giảm sút 30% YoY so với thời điểm tháng 5/2022, tuy nhiên giá dầu FO Singapore đã tăng 22% từ đầu năm nay.
- ❑ Vào tháng 5/2023, EIA dự báo giá dầu Brent sẽ nằm ở mức 79 USD/thùng trong năm nay, bên cạnh đó, giá than nhập khẩu cao khiến giá thành sản xuất điện của nhóm nhiệt điện gia tăng, cùng với việc sản lượng của thủy điện (giá vốn thấp) được dự phóng suy giảm. Chúng tôi kỳ vọng giá điện trên thị trường CGM sẽ tiếp xu hướng gia tăng trong những tháng tới.

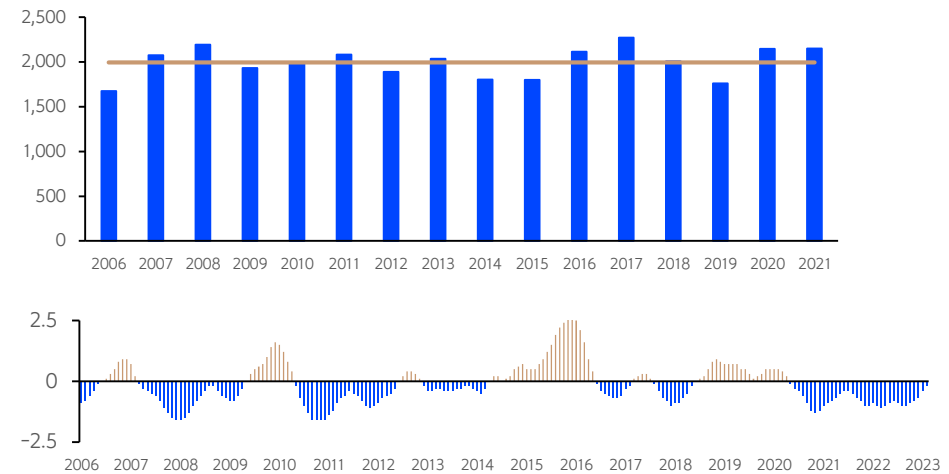
## Thủy điện kết thúc chu kỳ thời tiết thuận lợi

Xác suất La Nina, El Nino và trung tính từ tháng 3/2023



Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

Lượng mưa trung bình 15 trạm quan trắc (mm) và Oceanic Nino Index<sup>2</sup>



Nguồn: GSO, NOAA, Shinhan Securities Vietnam

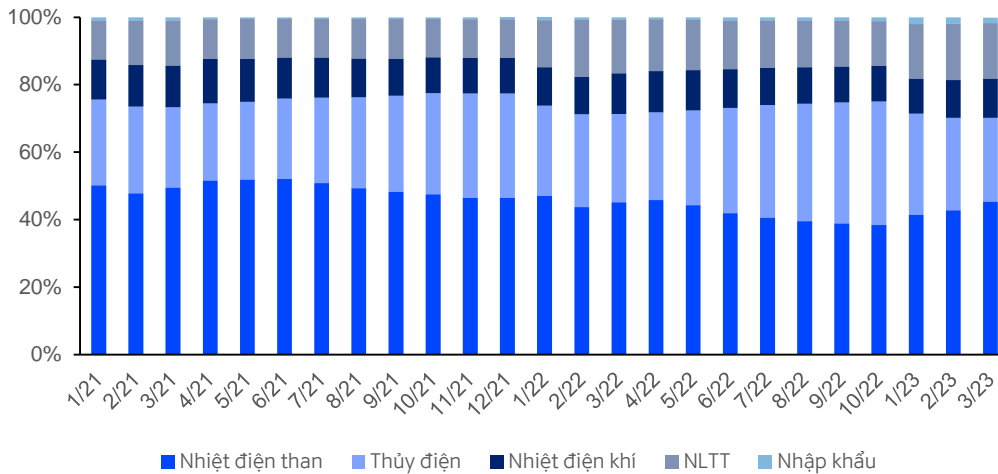
Oceanic Nino Index<sup>2</sup> (ONI) là chỉ số theo dõi kiểu khí hậu El Nino-Southern Oscillation, ONI > 0.5 biểu thị El Nino, ONI < -0.5 thể hiện La Nina

- ☐ Theo IRI, trạng thái La Nina đã kết thúc vào Q1/2023 và khả năng cao (>70%) hiện tượng El Nino (mưa ít) sẽ sớm quay trở lại vào 2H2023. Theo Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Quốc gia, tổng lượng mưa từ tháng 6 đến tháng 8 tại khu vực Bắc Bộ và Trung Bộ sẽ thấp hơn từ 5-15% so với trung bình nhiều năm. Tại Nam Bộ, tổng lượng mưa dự kiến sẽ bằng xấp xỉ so với trung bình nhiều năm.
- ☐ Bên cạnh đó, nhiệt độ trung bình trên toàn quốc dự kiến sẽ cao hơn khoảng 0.5-1 độ C so với trung bình nhiều năm. Lượng mưa vào tháng 8 đến tháng 10 năm nay dự kiến sẽ thấp hơn từ 10-25% tùy khu vực. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng của nhóm thủy điện.

# Tỷ lệ huy động của các nguồn điện

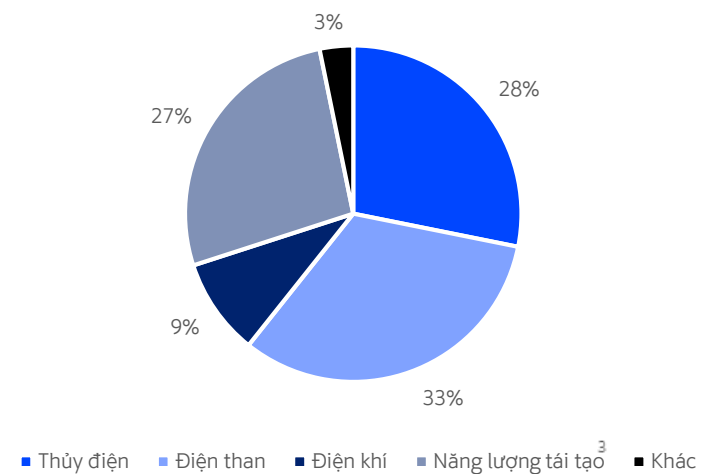
## Nhiệt điện sẽ được huy động nhiều hơn bù đắp sự sụt giảm của thủy điện

Tỷ lệ huy động các nguồn điện từ tháng 1/2021 đến 3/2023 (%)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Công suất lắp đặt các nguồn điện của Việt Nam năm 2023 (%)

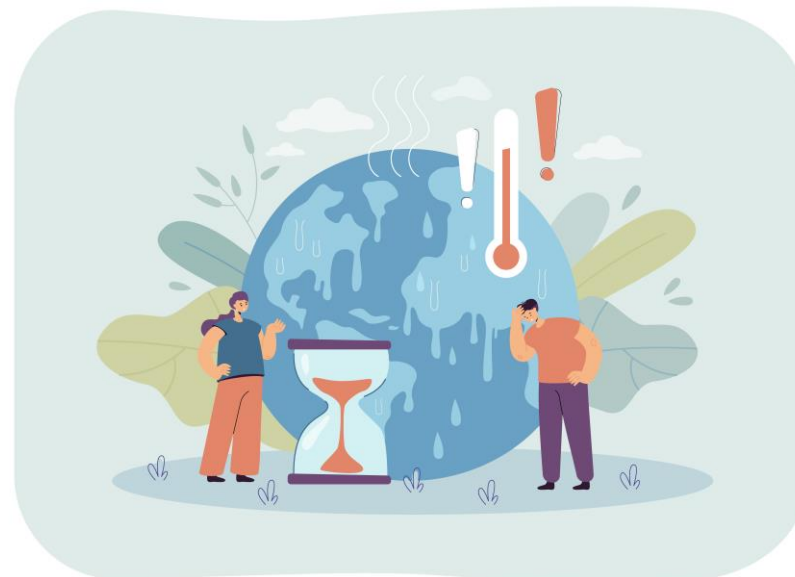


Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam <sup>3</sup>Năng lượng tái tạo bao gồm: Điện mặt trời mái nhà, điện mặt trời trang trại và điện gió

- Nhóm thủy điện đã được ưu tiên huy động cao trong năm 2021 và 2022 nhờ vào tình hình thủy văn thuận lợi. Tuy nhiên, năm 2023 với sự trở lại của hiện tượng El Nino, chúng tôi cho rằng nhóm thủy điện sẽ được huy động thấp hơn. EVN cho biết trong văn bản 2187/EVN – KTSX – TTĐ rằng lưu lượng nước về trong 4 tháng đầu năm chỉ bằng 70-90% so với trung bình nhiều năm trước. Sản lượng còn lại trong hồ toàn hệ thống là 4.5 tỷ kWh thấp hơn 1.6 tỷ kWh so với kế hoạch và thấp hơn 4.1 tỷ kWh so với cùng kỳ năm trước.
- Vì vậy, chúng tôi cho rằng nhiệt điện (than và khí) sẽ được huy động với tỷ trọng cao hơn trong năm 2023 khi có hiệu năng ổn định và tổng công suất lắp đặt cao nhất hệ thống (42%) sẵn sàng đóng vai trò trụ cột.

# Rủi ro đối với ngành điện tại Việt Nam

- Tiêu thụ điện thấp hơn so với kỳ vọng.
- Giá của các nguyên vật liệu đầu vào (than, khí) tiếp tục tăng cao.
- Thời tiết thay đổi với chiều hướng cực đoan.
- Nguyên liệu đầu vào thiếu hụt.
- Lãi suất tăng khiến chi phí lãi vay cao hơn dự kiến.
- Tỷ giá USD/VND tăng mạnh khiến các doanh nghiệp ghi nhận lỗ tỷ giá



## Bộ Công Thương công bố khung giá mới cho các dự án điện gió, điện mặt trời chuyển tiếp

Đơn vị: Đồng/kWh	Giá chuyển tiếp	Giá FIT <sup>4</sup>	Thay đổi (%)
Điện mặt trời mặt đất	1,184.9	1,673.4	-29%
Điện mặt trời nổi	1,508.3	1,815.0	-17%
Điện gió trong đất liền	1,587.1	2,006.2	-21%
Điện gió trên biển	1,816.0	2,313.0	-21%

Nguồn: Bộ Công Thương, Shinhan Securities Vietnam

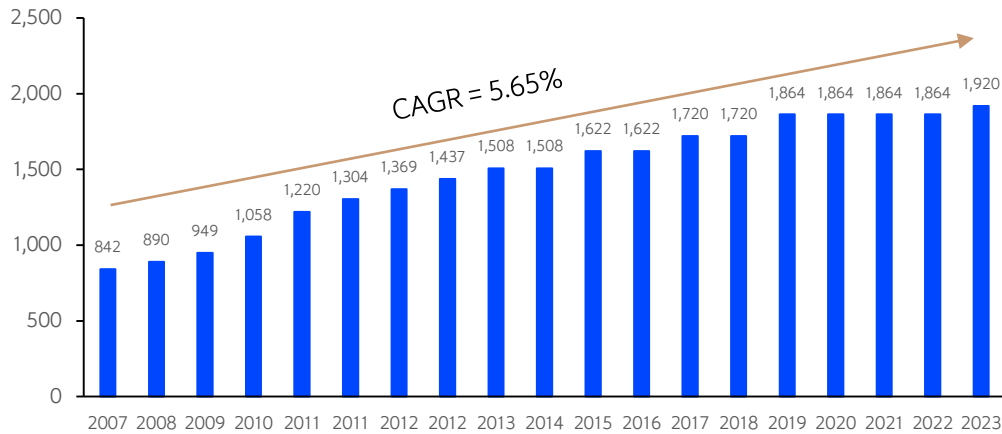
FIT<sup>4</sup>Biểu giá điện hỗ trợ (Feed-in Tariff) được tính dựa trên tỷ giá trung tâm của Ngân hàng nhà nước ngày 9/5/2023

- Vào ngày 7/1/2023, Bộ Công Thương đã có Quyết định số 21/QĐ-BCT ban hành khung giá điện cho các nhà máy điện mặt trời, điện gió chuyển tiếp vào ngày 7/1/2023. Giá mới dành cho các dự án này thấp hơn từ 17% đến 29% tùy thuộc loại hình nguồn điện so với giá FIT.
- Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, một số dự án điện chuyển tiếp có thể sẽ không đạt được tỷ suất sinh lời kỳ vọng của các chủ đầu tư. Tuy nhiên, cơ chế giá mới giúp cho các dự án điện chuyển tiếp có thể hoạt động tạo dòng tiền về cho doanh nghiệp. Một số dự án nổi bật có thể kể đến như nhà máy điện gió (NMĐG) Tân Phú Đông 1 (100 MW), VPL Bến Tre 2 (30 MW) của GEG, NMĐG Khai Long 1 (100MW) của BCG.
- Cơ chế mới dành cho các dự án chuyển tiếp là một bước đệm quan trọng trong quá trình phát triển năng lượng tái tạo của ngành điện. Với một cơ chế giá thấp hơn sẽ chọn lọc được những chủ đầu tư có năng lực và quản lý hiệu quả có thể đảm nhiệm vai trò lớn hơn trong hệ thống điện quốc gia trong tương lai. Bên cạnh đó, với mức giá này, các doanh nghiệp sẽ ngày càng có động lực giảm chi phí đầu tư ban đầu và tìm kiếm những nguồn vốn ưu đãi hơn.

# EVN tăng giá điện 3% trong năm 2023

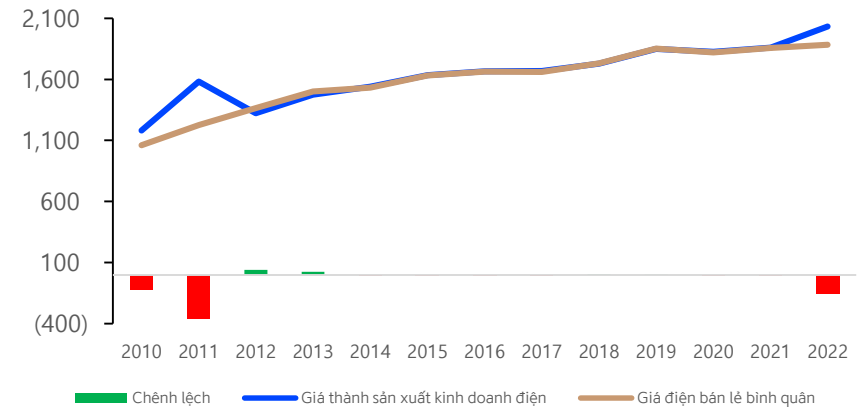
## EVN tăng giá điện 3% sau 4 năm liên tiếp giữ nguyên giá điện

Giá điện bán lẻ bình quân từ 2007-2023 (đồng/kWh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Giá thành và giá bán điện (đồng/kWh)



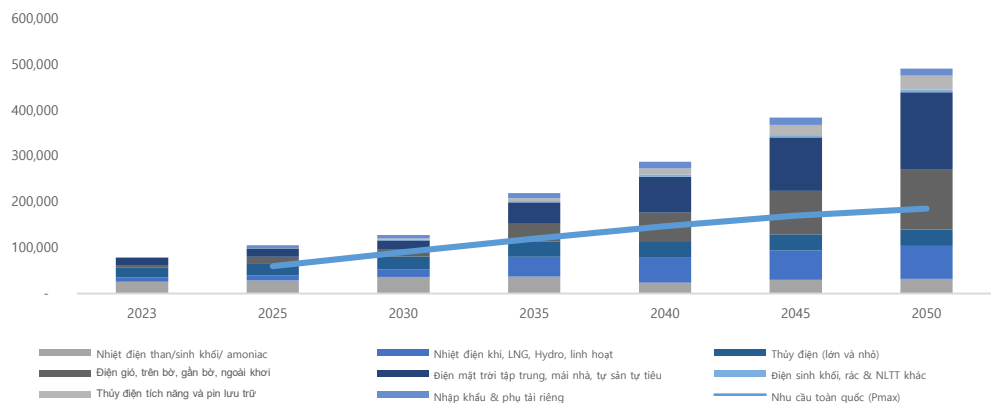
Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

- Vào ngày 4/5/2023, EVN đã tăng giá điện bán lẻ bình quân 3% lên mức 1,920.4 đồng/kWh. Đây là lần tăng giá điện đầu tiên của EVN kể từ năm 2019. Động thái này của EVN được thực hiện trong bối cảnh doanh nghiệp này đã lỗ hơn 26,200 tỷ vào năm 2022 vừa qua. Trước đó, vào đầu năm 2023, EVN cho biết nếu không tăng giá điện thì EVN sẽ hết tiền mặt vào cuối tháng 5/2023 và EVN sẽ lỗ thêm 64,491 tỷ trong năm 2023.
- Trước đó, Bộ Công Thương đã công bố kết quả kiểm tra chi phí sản xuất kinh doanh điện năm 2022 của EVN. Giá thành sản xuất kinh doanh điện của EVN tăng 9.27% YoY lên mức 2,032 đồng/kWh, giá bán lẻ điện bình quân ở mức 1,864 đồng/kWh. Với việc tăng giá bán, chúng tôi đánh giá rằng EVN sẽ giải quyết một phần vấn đề thanh khoản và giúp EVN trả tiền nhanh chóng cho các doanh nghiệp sản xuất điện.

# Quy hoạch điện VIII chính thức được thông qua

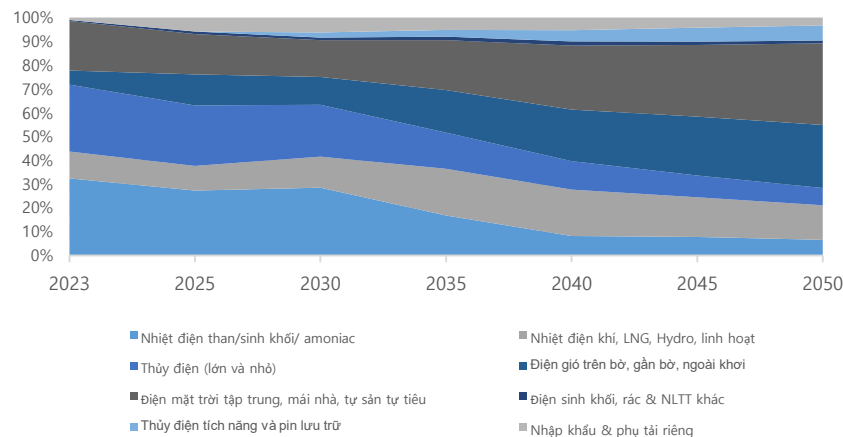
## Quy hoạch điện VIII và tác động đến ngành điện

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

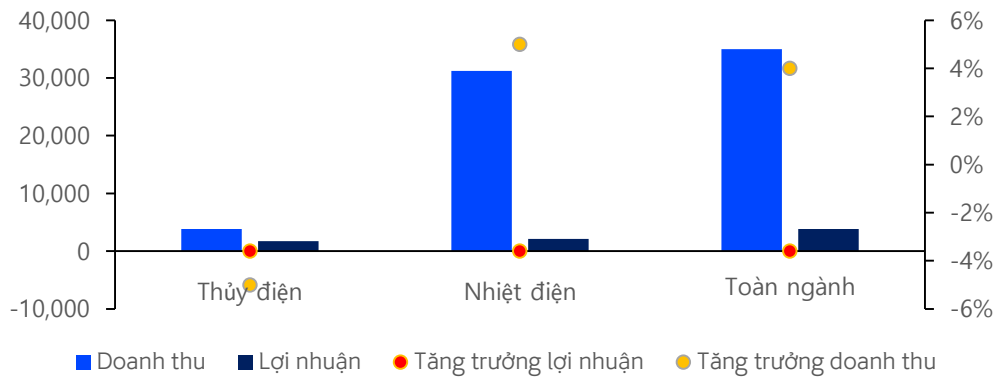
☐ Với mục tiêu đưa phát thải ròng carbon về 0 trước 2050, điện gió sẽ được ưu tiên phát triển theo quy hoạch điện VIII đến 2030. Theo kịch bản cơ sở, điện gió sẽ đóng góp khoảng 11% trong cơ cấu điện quốc gia (công suất tăng 220% so với năm 2023). Cùng với đó, nhóm điện khí (ưu tiên chuyển sang LNG) sẽ đóng góp 12% cơ cấu điện quốc gia (công suất tăng 85% so với năm 2023). Nhóm thủy điện sẽ tăng trưởng thấp do thủy điện lớn hết tiềm năng khai thác, nhóm điện than sẽ giảm dần công suất và chuyển sang đốt kèm sinh khối/Amoniác. Vào năm 2050, nhóm điện mặt trời, mái nhà, tự sản, tự tiêu sẽ chiếm 34% cơ cấu điện quốc gia, điện gió chiếm 27%, điện khí (LNG, Hydro và linh hoạt) chiếm 15%.

☐ Nhóm điện khí sẽ được phát triển mạnh mẽ sau khi quy hoạch điện VIII được thông qua. Với vai trò là doanh nghiệp đầu ngành, chúng tôi đánh giá POW sẽ được hưởng lợi với những dự án như NMNĐ LNG Nhơn Trạch 3&4 và LNG Quảng Ninh. Bên cạnh đó, GAS là doanh nghiệp cũng sẽ hưởng lợi phần nào khi cung cấp nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy điện. Sau khi quy hoạch điện VIII được thông qua, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có kinh nghiệm tư vấn thiết kế, thầu EPC như PC1, TV2 sẽ được dòng tiền chú ý khi nhu cầu đầu tư đường dây, trạm biến áp, xây lắp điện, nhà máy điện tăng cao.

# Cập nhật kết quả kinh doanh ngành điện Q1/2023

## KQKD Q1/2023 bị ảnh hưởng mạnh bởi chi phí lãi vay, giá vốn tăng cao và sản lượng suy giảm

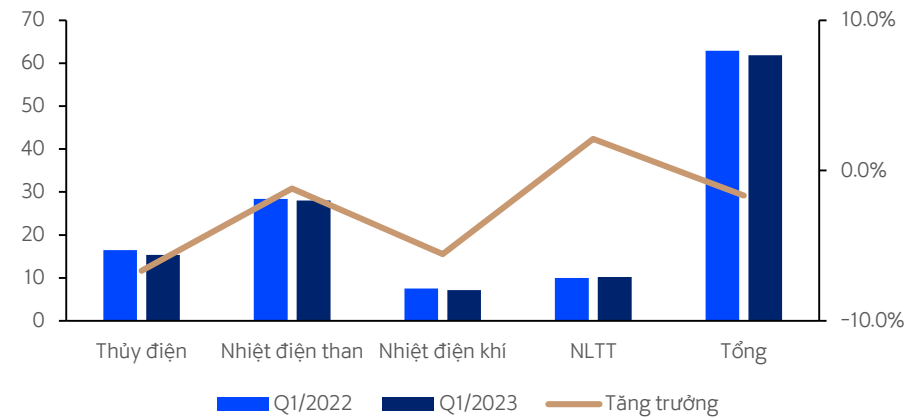
Tổng hợp doanh thu và lợi nhuận của ngành điện Q1/2023 (tỷ VND)



Thống kê 36 công ty niêm yết trên HSX, HNX, UPCOM (25 công ty thủy điện, 11 công ty nhiệt điện)

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng huy động từ các nguồn điện (tỷ kWh)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Sau 3 tháng năm 2023, doanh thu toàn ngành điện tăng trưởng lần lượt 5% YoY và lợi nhuận giảm 21% YoY. Nhóm thủy điện có xu hướng chững lại khi mùa mưa qua đi khiến sản lượng giảm sút. Trong khi đó, nhóm nhiệt điện ghi nhận doanh thu tăng nhờ sản lượng và giá bán cải thiện nhưng giá vốn cùng chi phí lãi vay tăng đã khiến lợi nhuận bị bào mòn.
- ❑ Về sản lượng, tổng sản lượng của ngành ghi nhận sự giảm sút 1.6% YoY, chỉ có nhóm NLTT ghi nhận sản lượng gia tăng trong khi sản lượng thủy điện giảm 6.4% YoY, điện khí giảm 5.6% YoY và điện than đi lùi 1.2% YoY. Dự kiến trong 2H2023, El Nino sẽ trở lại, nhóm nhiệt điện dự kiến sẽ được ưu tiên huy động khi khóa lấp phần sản lượng giảm sút của thủy điện.
- ❑ Trong năm 2023, 5 doanh nghiệp trong danh sách cổ phiếu nổi bật (POW, PC1, NT2, QTP, REE) được chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận rỗng tăng lần lượt 13.8% YoY và 9.2% YoY

# Kết quả kinh doanh doanh nghiệp ngành điện

Thông tin chung					Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính <sup>6</sup>				Tăng trưởng 1Q2023		Định giá 23F	
No.	Mã	Ngành	Công suất (MW)	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT <sup>5</sup> (VND)	Upside (%)	GPM (%)	D/E(x) <sup>7</sup>	ROA (%)	ROE (%)	Doanh thu (% YoY)	EPS (% YoY)	P/B (x)	P/E (x)
1	VSH	Thủy điện	356	9,332	39,500	39,500	0.0	71.2	0.7	13.3	27.0	10.3	16.1	1.8	9.3
2	REE	Đa ngành	978	25,136	61,500	77,400	25.9	46.2	0.6	8.2	18.6	15.8	7.8	1.4	8.8
3	HDG	NLTT	444	8,561	35,000	38,350	9.6	61.8	0.8	7.5	22.6	39.7	22.1	1.3	6.0
4	POW	Nhiệt điện khí	4,208	31,849	13,600	14,800	8.8	13.2	0.2	3.3	6.2	5.1	-26.0	1.0	14.5
5	NT2	Nhiệt điện khí	750	9,457	32,850	33,400	1.7	12.3	0.1	12.4	20.9	8.8	47.3	1.8	9.9
6	PC1	NLTT	343	7,978	29,500	30,774	4.3	19.1	1.6	1.7	6.8	1.8	-90.0	1.6	12.9
7	GEG	NLTT	471	5,328	16,550	16,025	-3.2	48.3	1.7	1.6	5.7	-3.8	-55.1	1.1	18.2
8	PPC	Nhiệt điện than	1,040	4,921	15,350	14,450	-5.9	7.3	0.0	8.1	9.0	21.6	-50.4	n.a	20.4
9	PGV	Đa ngành	6,559	27,974	24,900	22,950	-7.8	11.5	2.1	3.4	12.8	5.0	-26.8	1.1	n.a

<sup>5</sup>:Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

<sup>6</sup>:Số liệu 12 tháng tính tới Q1/2023

<sup>7</sup>:Số liệu BCTC Q1/2023

Nguồn: SSV Research, Bloomberg  
Dữ liệu tại ngày 30/05/2023

## Cổ phiếu nổi bật

- *POW*
- *PC1*
- *NT2*
- *QTP*
- *REE*



## GIỮ

**Giá mục tiêu (12 tháng)** VND 14,800

**Giá hiện tại (30/05/23)** VND 13,600

**Suất sinh lời (%)** 8.8

VNINDEX 1,075

P/E thị trường (x) 10.6

Vốn hóa (nghìn tỷ VND) 31,849

SLCP lưu hành (triệu CP) 2,342

Tự do giao dịch (triệu CP) 470

52-tuần cao/thấp (VND) 16,400/8,9100

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 46

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 102

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài 4.24

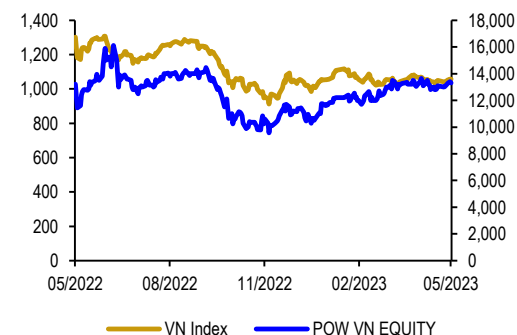
Cổ đông (%) PVN 79.94

Khác 20.06

Biến động giá 3M 6M 12M

Tuyệt đối (%) 10.8 25.5 0.8

Tg đối với VN-Index (%) 10.6 14.7 19.5



## Luận điểm đầu tư

- POW là công ty sản xuất điện hàng đầu niêm yết trên sàn chứng khoán có tổng công suất thiết kế 4,208 MW. Nổi bật nhất của POW là các nhà máy điện khí Cà Mau & Nhơn Trạch 1&2 (tổng 2,700 MW), nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 (1,200 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 năm 2022, sản lượng của POW ước đạt 13.94 tỷ kWh hoàn thành 100% kế hoạch năm, doanh thu POW đạt 28,235 tỷ (+15% YoY), lợi nhuận sau thuế tăng 13% YoY lên 2,323 tỷ đồng. Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 đóng góp hơn 30% doanh thu của tập đoàn, theo sau là các nhà máy điện Cà Mau 1&2, Vũng Áng 1 và Nhơn Trạch 1. Trong Q1/2023, POW ghi nhận doanh thu đạt 7,424 tỷ (+5% YoY) và lãi ròng đạt 650 tỷ (-19% YoY). Doanh thu của POW tăng nhờ vào sản lượng của POW đạt 4,003 triệu kWh (+9.3% YoY), tuy nhiên giá vốn tăng nhanh hơn do giá than và suất hao nhiệt Q1/2023 cao hơn so với Q1/2022.
- Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lãi ròng của POW lần lượt đạt 33,995 tỷ (+20% YoY) và 2,522 tỷ (+9% YoY). Động lực tăng trưởng chính đến từ tổng sản lượng được dự phóng đạt 17,373 triệu kWh (+22% YoY) cùng sự trở lại của NMD Vũng Áng từ cuối quý 3/2023 và hiện tượng El Nino trở lại.
- Trong tương lai, động lực tăng trưởng dài hạn của POW sẽ đến từ hai nhà máy NT3 và NT4 sử dụng LNG với tổng công suất thiết kế 1,500 MW dự kiến vận hành thương mại từ 2024 và 2025. Trong ngành năng lượng, POW là một trong những doanh nghiệp có định hướng phát triển phù hợp với quy hoạch điện VIII trong giai đoạn 2023-2030 với lĩnh vực điện khí.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro giá nguyên vật liệu đầu vào tục neo cao; (2) Rủi ro đến từ việc sửa chữa nhà máy Vũng Áng 1; (3) NT3 & NT4 triển khai chậm hơn dự kiến.

## Báo cáo phân tích

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	24,561	28,235	33,995	38,230	51,577
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,459	2,504	2,831	2,812	2,762
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	2,052	2,323	2,522	2,558	2,499
EPS (VND)	757	809	915	907	896
BPS (VND)	12,228	12,983	13,884	14,791	15,687
OPM (%)	10%	9%	8%	7%	5%
NPM (%)	8%	8%	7%	7%	5%
ROE (%)	9%	10%	11%	11%	11%
PER (x)	14.8	14.8	14.5	14.7	14.8
PBR (x)	1.8	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	6.0	9.8	11.1	12.4	10.2

## GIỮ

**Giá mục tiêu (12 tháng)** VND 32,100

Giá hiện tại (30/05/23) VND 29,500

**Suất sinh lời (%)** 8.8%

VNINDEX 1,075

P/E thị trường (x) 10.6

Vốn hóa (nghìn tỷ VND) 7,978

SLCP lưu hành (triệu CP) 270

Tự do giao dịch (triệu CP) 93

52-tuần cao/thấp (VND) 32,600/20,000

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 1.7

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 46

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài 26.43

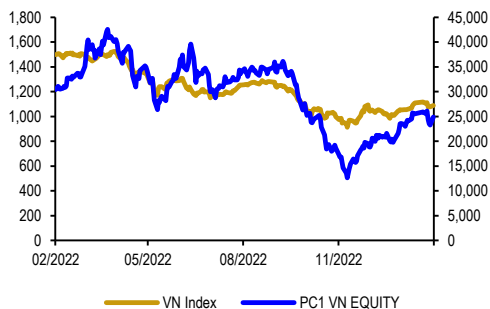
Cổ đông (%) Trịnh Văn Tuấn 21.4

BEHS 17.3

Biến động giá 3M 6M 12M

Tuyệt đối (%) -8.7 6.9 3.9

Tg đối với VN-Index (%) 11.7 31.9 35.4



### Luận điểm đầu tư

- CTCP Tập đoàn PC1 là doanh nghiệp đa ngành với mũi nhọn tập trung vào mảng xây lắp và năng lượng. PC1 hiện đang mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh trên nhiều lĩnh vực với tiềm năng phát triển mạnh mẽ. Trong lĩnh vực năng lượng, tổng công suất của các nhà máy điện mà PC1 sở hữu ở mức 313 MW với hai loại hình điện gió và thủy điện.
- Trong năm 2022, doanh thu của PC1 giảm 15% YoY về mức 8,333 tỷ, lợi nhuận sau thuế đạt 527 tỷ đồng (-31% YoY) do sự chững lại của mảng xây lắp, hàng hóa vật tư. Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu của PC1 sẽ tăng 14% YoY đạt 9,557 tỷ đồng. Kết quả trên đến từ giả định với tỷ lệ huy động mảng thủy điện giảm sút do trạng thái La Nina qua đi, hoạt động ổn định của điện gió, sự trở lại của mảng bất động sản và dòng tiền mới từ mỏ Niken và BĐS KCN. Trong Q1/2023, PC1 ghi nhận doanh thu đạt 1,505 tỷ (+2% YoY), lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh đạt 307 tỷ (-12% YoY) và lãi ròng đạt 79 tỷ (-56% YoY).
- Đối với mảng xây lắp, PC1 cho biết giá trị hợp đồng chuyển tiếp khối điện và công nghiệp năm nay ở mức 4,000 tỷ, kỳ vọng ký mới khoảng 5,000 tỷ. PC1 ước tính doanh thu mảng này năm 2023 ở mức 4,600 tỷ. Đối với mảng khai khoáng, Nhà máy Nikel Cao Bằng dự kiến sẽ xuất khoảng 38,000 tấn trong năm nay theo giá LME với doanh thu từ 900-1,000 tỷ từ tháng 5, lãi ròng ở mức 160 tỷ.
- Mảng bất động sản của PC1 hiện đang có ba dự án chính gồm Gia Lâm, Định Công và Vinh Hưng, PC1 cho biết tổng doanh thu dự kiến ở mức 2,500 tỷ, lãi ròng 400 tỷ được bàn giao theo tiến độ từ năm 2023 đến 2027. Bên cạnh đó, BĐS KCN từ Nomura Hải Phòng dự kiến sẽ đóng góp khoảng 650 tỷ doanh thu và 110 tỷ lợi nhuận ròng.
- PC1 là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp điện. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng rằng PC1 sẽ được hưởng lợi mạnh mẽ khi quy hoạch điện VIII được thông qua.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro pháp lý của các dự án; (2) Rủi ro đa dạng hóa; (3) Mảng xây lắp điện giảm tốc; (4) Chi phí tài chính cao hơn dự kiến.

### Báo cáo phân tích

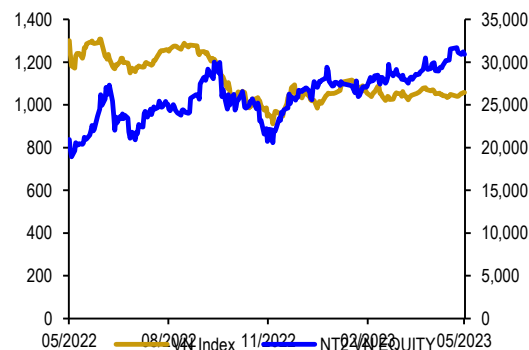
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	9,828	8,357	9,557	11,392	13,311
LN từ HĐKD (tỷ VND)	905	647	742	1,114	1,361
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	764	537	612	913	1,138
EPS (VND)	2,858	1,519	2,292	3,338	4,209
BPS (VND)	19,987	18,894	18,155	17,979	18,039
OPM (%)	9%	8%	8%	10%	10%
NPM (%)	8%	6%	6%	8%	9%
ROE (%)	12%	7%	8%	11%	12%
PER (x)	14.8	19.5	12.9	8.8	7.0
PBR (x)	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA (x)	6.0	13.6	12.2	8.9	7.6

## GIỮ

<b>Giá mục tiêu (12 tháng)</b>	<b>VND 33,400</b>
Giá hiện tại (30/05/23)	VND 32,850
<b>Suất sinh lời (%)</b>	<b>1.7%</b>
VNINDEX	1,075
P/E thị trường (x)	10.6
Vốn hóa (nghìn tỷ VND)	9,457
SLCP lưu hành (triệu CP)	288
Tự do giao dịch (triệu CP)	93
52-tuần cao/thấp (VND)	32,600/20,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.6
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	18
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	26.43

Cổ đông (%)	POW	59.37
	Khác	40.63

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	10.0	34.6	38.9
Tg đối với VN-Index (%)	9.7	23.8	57.6



### Luận điểm đầu tư

- CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 là một trong những doanh nghiệp nhiệt điện khí sở hữu nhà máy có công suất lớn nhất niêm yết trên sàn chứng khoán (750MW). Những điểm nổi bật nhất của NT2 đó chính là hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định, sức khỏe tài chính lành mạnh cùng chính sách chi trả cổ tức hấp dẫn được công ty duy trì nhiều năm liên tục. Nhờ không còn các khoản vay dài hạn, NT2 giảm được chi phí lãi vay đáng kể giúp doanh nghiệp có thể chi trả cổ tức tiền mặt dồi dào hơn trong những năm tới.
- Trong năm 2022, NT2 ghi nhận doanh thu đạt 8,785 tỷ (+42% YoY), lợi nhuận sau thuế tăng 37% YoY lên 729 tỷ. Trong năm 2023, NT2 đặt kế hoạch doanh thu ở mức 8,299 tỷ (-6% YoY), LNST ở mức 473 tỷ (-46% YoY). Ban lãnh đạo cho biết tình hình sản xuất hiện chưa phục hồi hoàn toàn do các bất ổn về kinh tế, chính trị trên thế giới có thể làm giảm nhu cầu tiêu thụ điện, giá khí đầu vào tăng cao, sự cạnh tranh của các nguồn năng lượng tái tạo cũng như việc nhà máy phải đại tu trong năm 2023 là các lý do khiến công ty đặt kế hoạch thận trọng. Trong Q1/2023, doanh thu của NT2 đạt 2,183 tỷ (+8.8% YoY), lãi ròng đạt 234 tỷ (+46% YoY) nhờ vào sản lượng đạt 1,073 triệu kWh (+10% YoY) và giá bán bình quân giảm nhẹ 1.3% YoY.
- Trong năm 2023, NT2 sẽ đại tu nhà máy kéo dài 44 ngày trong thời gian tháng 9 - tháng 10 (mùa thấp điểm của NT2). Tổng chi phí được dự toán ở mức 407 tỷ đồng và được khấu hao trong vòng 3 năm. Bên cạnh đó, NT2 cho biết chênh lệch tỷ giá được ghi nhận trong năm 2023 dự kiến mức 155 tỷ đồng.
- Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu của NT2 giảm 4% YoY về mức 8,454 tỷ và lãi ròng ở mức 815 tỷ (-8% YoY). Với trạng thái El Nino quay trở lại, chúng tôi đánh giá rằng sản lượng của NT2 sẽ tăng nhẹ 3% YoY khi NT2 trong khi giá bán giảm nhẹ 6% YoY do giá khí bắt đầu hạ nhiệt. Cổ tức tiền mặt được NT2 lên kế hoạch ở mức 15%

**Rủi ro:** (1) Nguyên vật liệu đầu vào; (2) La Nina kéo dài hơn dự kiến; (3) Thiếu hụt nguồn cung khí; (4) Sự cạnh tranh của các nguồn phát khác; (5) Nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng.

### Báo cáo phân tích

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	6,150	8,788	8,454	9,286	9,534
LN từ HĐKD (tỷ VND)	559	957	867	1,041	1,109
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	534	883	815	979	1,042
EPS (VND)	1,778	2,992	2,831	3,400	3,619
BPS (VND)	14,707	14,630	15,950	15,669	16,068
OPM (%)	9%	11%	10%	11%	12%
NPM (%)	9%	10%	10%	11%	11%
ROE (%)	13%	19%	18%	21%	22%
PER (x)	14.8	9.4	9.9	8.3	8.2
PBR (x)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	6.0	4.6	4.8	4.2	4.0

## MUA

**Giá mục tiêu (12 tháng)** VND 18,200

Giá hiện tại (30/05/23) VND 15,700

**Suất sinh lời (%)** 15.9%

VNINDEX 1,075

P/E thị trường (x) 10.6

Vốn hóa (nghìn tỷ VND) 7,065

SLCP lưu hành (triệu CP) 450

Tự do giao dịch (triệu CP) 398

52-tuần cao/thấp (VND) 17,800/10,400

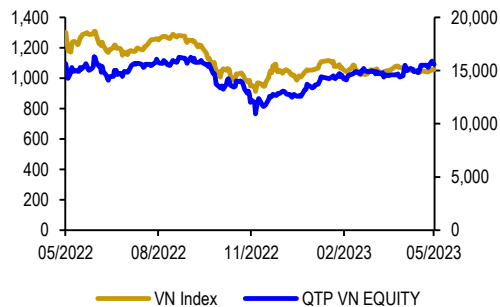
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 0.39

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 6

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài 26.43

Cổ đông (%)	EVN GENCO1	
		42.00
	PPC	
	16.00	

Biến động giá	3M	6M	12M
	Tuyệt đối (%)	6.1	23.8
Tg đối với VN-Index (%)	5.9	13.0	10.5



### Luận điểm đầu tư

- CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh là một trong những doanh nghiệp nhiệt điện than có công suất thiết kế lớn nhất trên sàn chứng khoán (1200MW). QTP sở hữu nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh 1&2 là một trong những nhà máy hoạt động ổn định với tỷ lệ huy động cao hàng đầu trong hệ thống.
- Nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh 1&2 cung cấp điện trực tiếp cho vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc với nhu cầu ổn định. Ngoài ra, nhà máy này còn tọa lạc tại khu vực có trữ lượng than dồi dào nhất cả nước Đây là tiền đề thuận lợi giúp cho NMNĐ Quảng Ninh 1&2 đóng vai trò chạy nền giúp hệ số công suất của QTP duy trì ở mức cao và ổn định.
- QTP sắp hoàn tất các nghĩa vụ nợ kéo dài gần 10 năm qua giúp doanh nghiệp giảm áp lực từ chi phí lãi vay. Bên cạnh đó, với việc không có kế hoạch đầu tư các dự án mới, chúng tôi kỳ vọng rằng QTP sẽ chia cổ tức tiền mặt khoảng 20% trong năm 2023 và tiếp tục duy trì chính sách cổ tức tiền mặt dồi dào trong những năm kế tiếp.
- Trong Q1/2023, QTP ghi nhận doanh thu 2,995 tỷ (+15% YoY) và lãi ròng đạt 151 tỷ (-58% YoY). Chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh 37% YoY là nguyên nhân chính khiến biên lãi gộp của QTP giảm từ 16% của Q1/2022 xuống 6% trong Q1/2023.
- Trong năm 2023, khi El Niño quay trở lại chúng tôi kỳ vọng doanh thu của QTP sẽ tăng 5% YoY lên mức 10,946 tỷ, lợi nhuận ròng đạt 997 tỷ (+29% YoY) trong năm 2023. Chúng tôi giả định giá bán bình quân sẽ đi ngang trong năm 2023 với việc sản lượng cải thiện, doanh thu của QTP tăng 5%. Bên cạnh đó, với giả định QTP sẽ dần hoàn tất các nghĩa vụ nợ vào năm 2024, biên lợi nhuận ròng của QTP cũng cải thiện dần từ 7% lên mức 10%.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro về nguyên vật liệu; (2) Nhu cầu tiêu thụ điện thấp hơn dự kiến; (3) Thời tiết bất lợi; (4) Rủi ro từ các nguồn điện khác cạnh tranh; (5) Rủi ro sự cố tại các nhà máy.

### Báo cáo phân tích

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	8,571	10,417	10,946	10,240	10,672
LN từ HĐKD (tỷ VND)	621	815	1,049	1,043	1,140
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	578	770	997	991	1,083
EPS (VND)	1,284	1,712	2,216	2,202	2,407
BPS (VND)	13,713	13,709	13,916	14,136	14,376
OPM (%)	9%	9%	9%	9%	10%
NPM (%)	7%	7%	9%	10%	10%
ROE (%)	9%	13%	16%	16%	17%
PER (x)	14.8	8.5	6.5	6.6	6.0
PBR (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	3.4	3.2	3.0	3.2	3.0

## MUA

**Giá mục tiêu (12 tháng)** VND 77,400

**Giá hiện tại (30/05/22)** VND 61,500

**Suất sinh lời (%)** 25.9%

VNINDEX 1,075

P/E thị trường (x) 10.6

Vốn hóa (nghìn tỷ VND) 25,136

SLCP lưu hành (triệu CP) 355

Tự do giao dịch (triệu CP) 126

52-tuần cao/thấp (VND) 100,000/59,400

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 0.3

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 16

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài 26.43

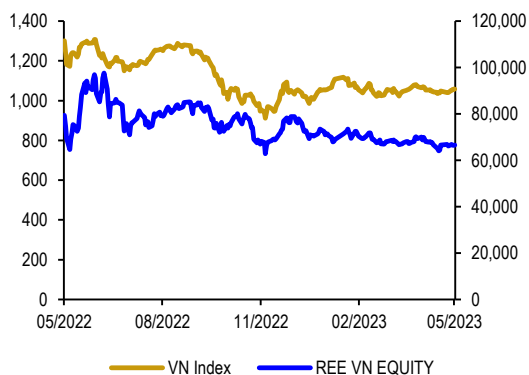
Cổ đông (%) Platinum Victory PTE. Ltd 30.9

Nguyễn Thị Mai Thanh 12.2

Biến động giá 3M 6M 12M

Tuyệt đối (%) -7.0 -3.9 -17.4

Tg đối với VN-Index (%) -7.2 -14.7 1.3



## Luận điểm đầu tư

- CTCP Cơ Điện Lạnh là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành tiện ích niêm yết trên sàn chứng khoán. Ở mảng năng lượng, REE sở hữu các nhà máy với công suất thiết kế lên tới 978 MW. Trong đó 697 MW đến từ năng lượng tái tạo gồm: điện gió, điện mặt trời và thủy điện.
- Trong năm 2022, doanh thu và lợi nhuận của REE lần lượt đạt 9,372 tỷ (+61% YoY), lợi nhuận ròng đạt 3,513 tỷ (+65% YoY). Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu của REE tăng 14% YoY, LNST giảm 1% YoY, do ảnh hưởng của La Nina, mảng thủy điện dự kiến sẽ có kết quả kinh doanh thấp hơn năm 2022, tuy nhiên phần giảm sẽ được nhóm bất động sản bù đắp.
- Đối với mảng bất động sản, REE đang triển khai dự án Bồ Xuyên, Thái Bình, tổng diện tích khoảng 2ha, có khoảng 45 căn nhà ở thương mại và một cao ốc. REE cho biết sẽ khởi công các căn hộ thấp tầng vào tháng 5/2023 và hoàn tất thi công trong hai quý, bắt đầu mở bán từ Q3/2023 và đem về từ 800 đến 900 tỷ doanh thu trong năm 2023. Đối với mảng cho thuê bất động sản, REE sở hữu gần 150,000 m2 diện tích mặt sàn cho thuê. Dự án Etown6 với 40,000 m2 diện tích mặt sàn cho thuê dự kiến sẽ vận hành thương mại vào cuối 2023. Về giá thuê kỳ vọng dự kiến sẽ dao động từ 24 USD/m2 đến 29 USD/m2 với tỷ lệ lấp đầy ban đầu ở mức 30%.
- Vào Q1/2023, REE ghi nhận doanh thu đạt 2,372 tỷ (+16% YoY), lãi ròng ở mức 1,054 tỷ (+10% YoY). Mảng điện đóng vai trò trụ cột khi đóng góp 65% doanh thu và 75% lợi nhuận sau thuế của REE.
- Mảng M&E dự kiến cũng sẽ tăng doanh thu 20% trong năm 2023 với lượng backlog ký mới dự kiến ký mới ở mức 5,000 tỷ. Ngoài ra, REE cũng tham gia đấu thầu sân bay Long Thành và mở rộng tại sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài với tổng backlog lên tới 10,000 tỷ.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro động đất gần nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum; (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.

## Báo cáo phân tích

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	5,810	9,372	10,729	10,148	10,596
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,387	3,984	4,095	4,113	4,558
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	2,135	3,513	3,601	3,563	3,991
EPS (VND)	6,003	7,569	7,759	7,677	8,599
BPS (VND)	42,896	43,513	49,290	54,989	61,611
OPM (%)	41%	43%	38%	41%	43%
NPM (%)	37%	37%	34%	35%	38%
ROE (%)	16%	23%	20%	18%	18%
PER (x)	11.5	9.0	8.8	8.9	7.9
PBR (x)	1.6	1.6	1.4	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	9.5	6.3	6.7	6.3	5.3

## 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



## 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 lý 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 hiện 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