

ĐIỆN

DÒNG TIỀN HOẠT ĐỘNG ỔN ĐỊNH



Trịnh Thị Thu Hoài – hoai.ttt@vdsc.com.vn



NGÀNH ĐIỆN – DÒNG TIỀN HOẠT ĐỘNG ỔN ĐỊNH



Đánh giá chung	Tiêu cực	Trung bình	Tích cực
Tổng quan	Chúng tôi dự đoán mức tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ chậm lại trong năm 2023. Tuy nhiên, giữa các nhóm điện sẽ có sự luân chuyển cơ hội tăng trưởng. Chúng tôi tin rằng nhóm nhiệt điện sẽ củng cố lại vị thế vào năm nay, và sự hưởng lợi của các nhà máy nhiệt điện cũng sẽ có sự phân hóa. QHĐ8 được thông qua đã mở ra cơ hội tăng trưởng trong trung và dài hạn cho nhóm DN làm xây lắp hạ tầng điện, đồng thời NLTT (điện gió, điện mặt trời) tiếp tục được định hướng phát triển dài hạn trong lưới điện quốc gia.		
Điểm nhấn	Tăng trưởng tiêu thụ điện dự kiến sẽ chậm lại trong 2023, tuy nhiên các nhóm điện sẽ có sự luân chuyển cơ hội tăng trưởng - Trong năm 2023, chúng tôi dự đoán mức tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ vào khoảng 4,5-5,0%, tương đồng với kịch bản cơ sở tăng trưởng GDP năm sau của chúng tôi ở mức 4,7% do triển vọng sản xuất công nghiệp và xây dựng trong nước vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ. Theo nhận định xu thế thời tiết của Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn Quốc gia, từ T8/2023, Elino sẽ quay trở lại, các đợt nắng nóng sẽ xuất hiện nhiều hơn. Do đó, chúng tôi dự đoán mức tiêu thụ điện sẽ tăng dần trong nửa cuối năm, chủ yếu dẫn dắt bởi nhóm tiêu dùng dân cư. Trong các nhóm điện, thủy điện dự kiến sẽ giảm lợi thế hơn và nhường dư địa huy động cho nhóm nhiệt điện. Giá CGM trung bình trong 2023 dự kiến tiếp tục neo ở mức cao khi giá đầu vào nhóm nhiệt điện (than nhiệt, khí) vẫn đang ở mức cao - Mức giá CGM trung bình (FMP) trong 6T/2023 tăng mạnh, trung bình đạt 1.767 đồng/kWh (+23% YoY) do giá nguyên liệu đầu vào của nhóm nhiệt điện vẫn giữ ở mức cao. Với kịch bản huy động cho nhóm nhiệt điện tăng, chúng tôi dự đoán rằng trong năm 2023 giá CGM trung bình tiếp tục neo ở mức cao.		
Định giá	- Với nhóm cổ phiếu phòng thủ, EV/EBITDA đã đến mức định giá hợp lý, chúng tôi kỳ vọng nhóm cổ phiếu này có thể tích lũy khi kỳ vọng mức tỷ suất cổ tức ổn định. Nhóm nhiệt điện có các cổ phiếu như QTP, HND, NT2 luôn có mức chi trả cổ tức tiền mặt bền vững (mức khấu hao, nợ vay đang hạ dần). - Với nhóm cổ phiếu tăng trưởng, chúng tôi cho rằng REE, PC1, PGV, GEG là những cổ phiếu sẽ tăng thu nhập nhờ mở rộng công suất và lĩnh vực đầu tư trong những năm kế tiếp. Tuy nhiên, lãi suất và tỷ giá là những yếu tố có thể ảnh hưởng tới triển vọng lợi nhuận trong ngắn và trung hạn của doanh nghiệp.		
Cổ phiếu khuyến nghị	REE (TÍCH LŨY, GMT: 74.000 đồng), HND (TÍCH LŨY, GMT: 16.500 đồng), NT2 (TRUNG LẬP, GMT: 29.400 đồng), PC1 (TRUNG LẬP, GMT: 28.300 đồng), PPC (TRUNG LẬP, GMT: 15.600), GEG (TRUNG LẬP, GMT: 15.200), PGV và QTP (theo dõi).		
Rủi ro	- Điều kiện thủy văn không như dự báo sẽ tạo nên rủi ro tăng giá và giảm giá đối với những doanh nghiệp chúng tôi khuyến nghị. - Rủi ro về nguyên vật liệu đầu vào (khí, than nhiệt) đi chệch so với kỳ vọng.		

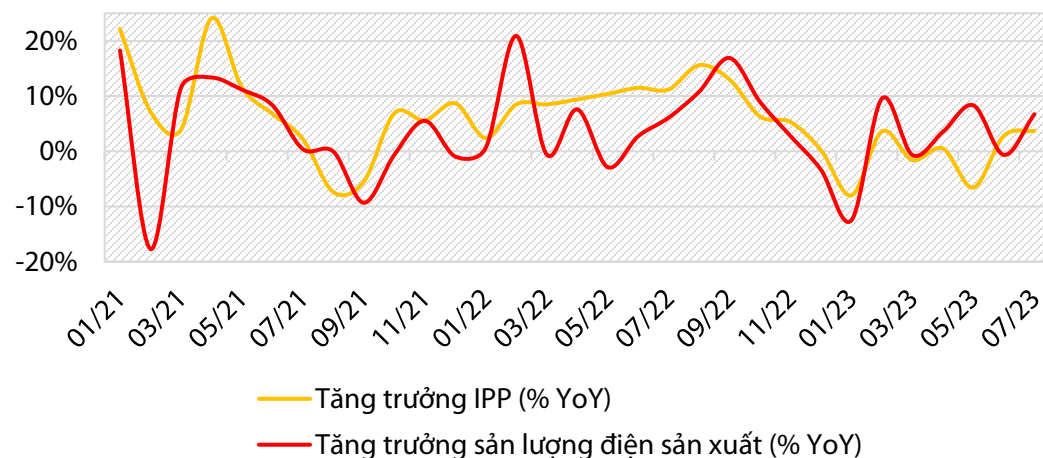
Tăng trưởng tiêu thụ điện khiêm tốn đạt mức 1,8% YoY trong 7T đầu năm 2023

- Lũy kế 7 tháng 2023, sản lượng tiêu thụ điện đạt 160,58 tỷ kWh, tăng trưởng 1,8% YoY. Mức tăng trưởng khiêm tốn trong 7 tháng đầu năm chủ yếu do hoạt động sản xuất công nghiệp và xây dựng vẫn chưa phục hồi mạnh mẽ.

Tăng trưởng tiêu thụ điện trong nước sẽ chậm lại trong 2023

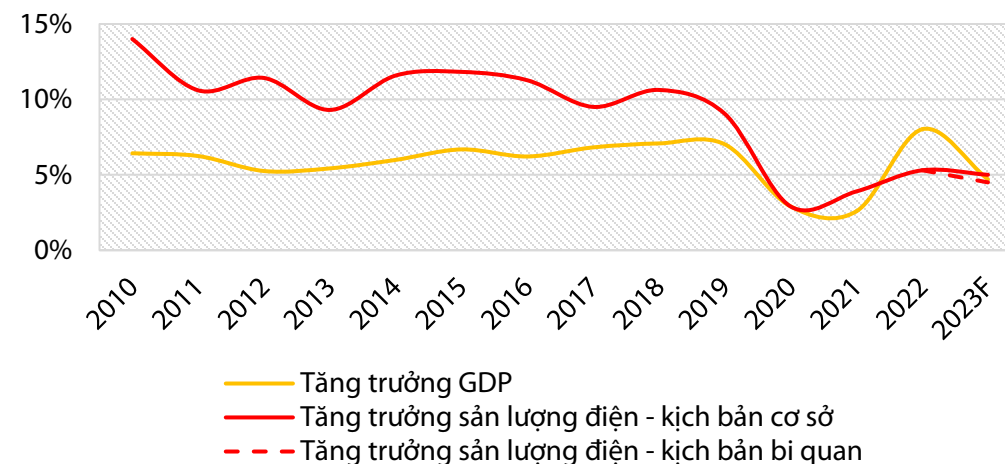
- Trong năm 2023, chúng tôi dự đoán mức tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ vào khoảng 4,5-5,0%, tương đồng với kịch bản cơ sở tăng trưởng GDP năm sau của chúng tôi ở mức 4,7% do triển vọng sản xuất công nghiệp & xây dựng trong nước vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ. Theo nhận định xu thế thời tiết của Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn Quốc gia, từ T8/2023, Elino sẽ quay trở lại, các đợt nắng nóng sẽ xuất hiện nhiều hơn. Do đó chúng tôi dự đoán mức tiêu thụ điện sẽ tăng dần trong nửa cuối năm, chủ yếu dẫn dắt bởi nhóm tiêu dùng dân cư.

Hình 1: Tăng trưởng tiêu thụ điện vẫn ở mức thấp, 7 tháng đầu năm ghi nhận mức tăng 1,8% YoY



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tăng trưởng tiêu thụ điện trong 2023F dự kiến sẽ chậm lại và tương đồng với mức tăng trưởng GDP

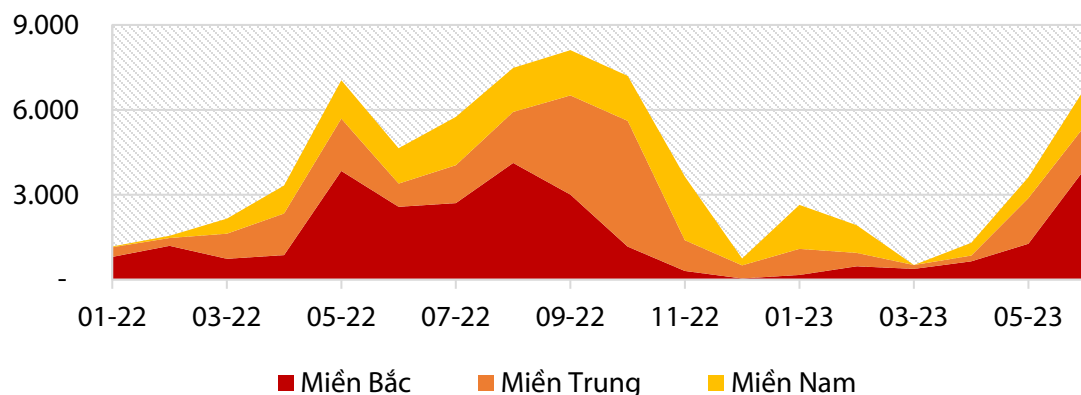


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Thủy điện dự kiến sẽ nhường lại dự địa huy động cho nhóm nhiệt điện

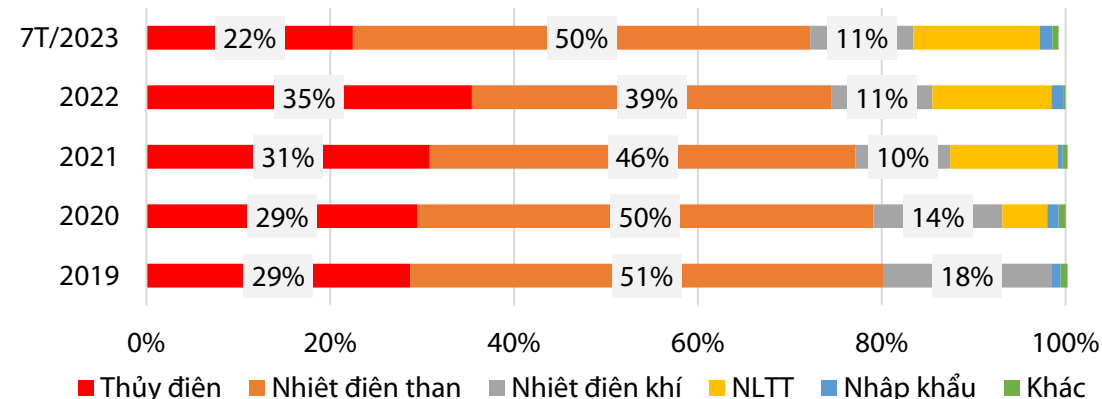
- Nhóm thủy điện đã ghi nhận tăng trưởng mạnh và đóng góp tỷ lệ cao vào lưới điện quốc gia từ nửa sau 2020 đến nay nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi (gần 3 năm liên tiếp La Nina). Tuy nhiên, từ nửa cuối 2023, chúng tôi kỳ vọng các nhóm điện còn lại, đặc biệt là nhiệt điện sẽ được nâng cao tỷ lệ huy động khi thủy điện ra khỏi pha thuận lợi.
- Theo nhận định xu thế thời tiết của Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn Quốc gia, từ T8/2023, Elino sẽ quay trở lại, các đợt nắng nóng sẽ xuất hiện nhiều hơn. Đỉnh điểm của đợt El Nino lần này được dự báo sẽ diễn ra từ T11/2023 đến T1/2024.

Hình 4: Lượng mưa trung bình tại 24 trạm đo trong 6T/2023



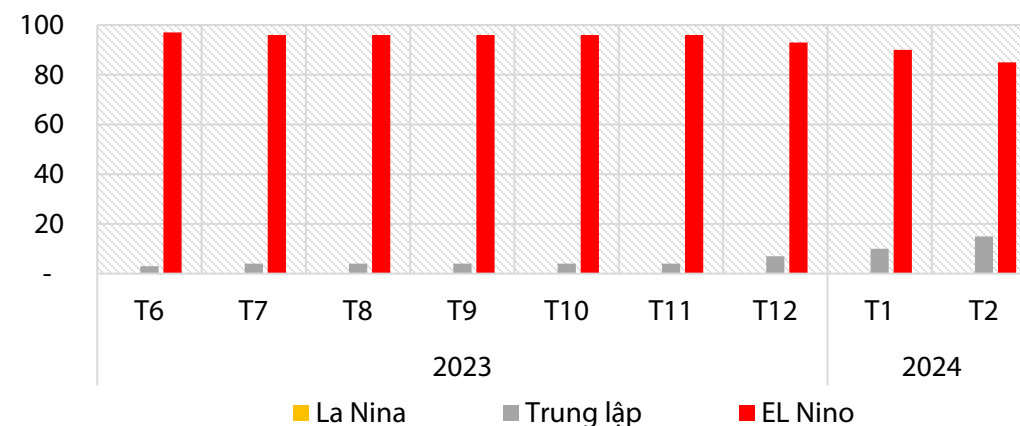
Nguồn: CTCK Rồng Việt, chúng tôi cộng gộp lượng mưa ở một số trạm đặc trưng

Hình 3 : Cơ cấu loại hình điện theo sản lượng



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự báo xác suất El Nino của NOAA



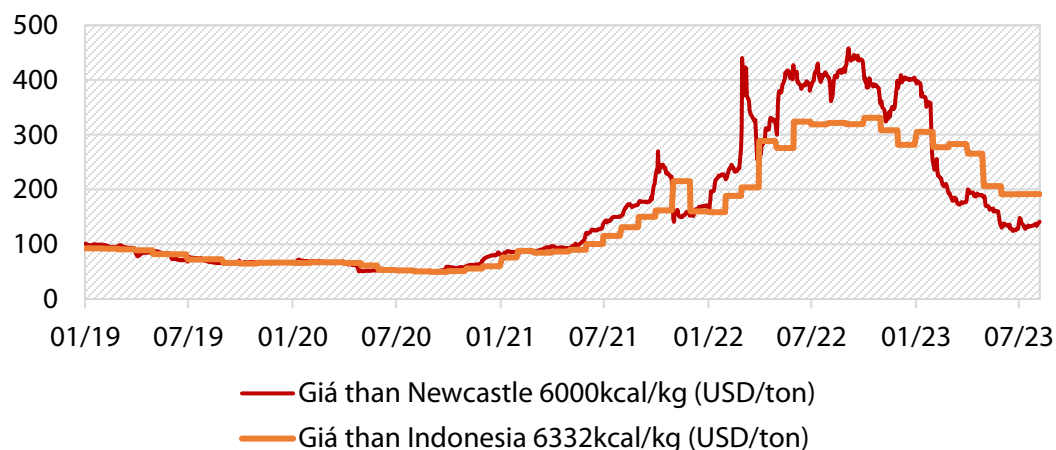
Nguồn: NOAA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 6: Giá hợp đồng tương lai dầu FO 380 cst Singapore (USD/ton)



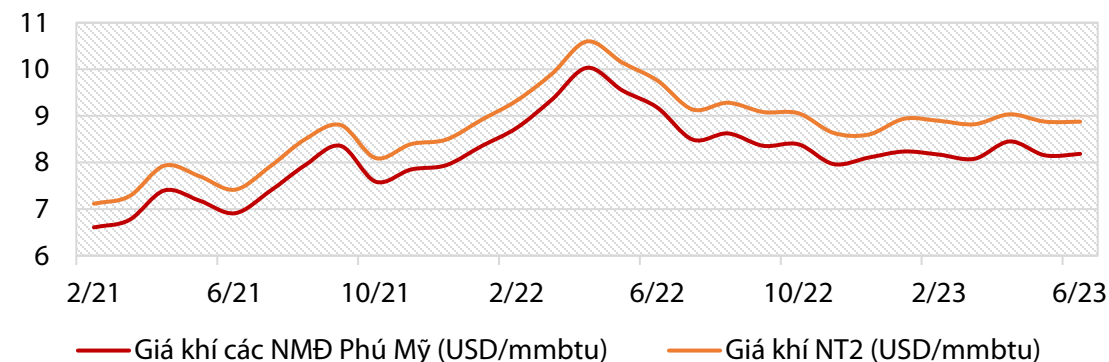
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Giá hợp đồng tương lai than của than Úc, Indo đã hạ nhiệt khá mạnh từ đỉnh



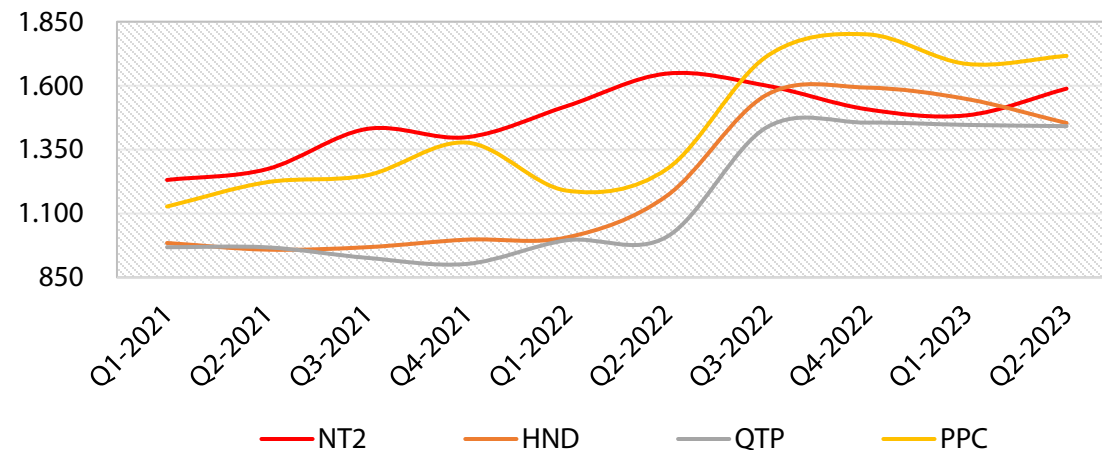
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Giá khí trong nước đã hạ nhưng vẫn neo ở mức cao



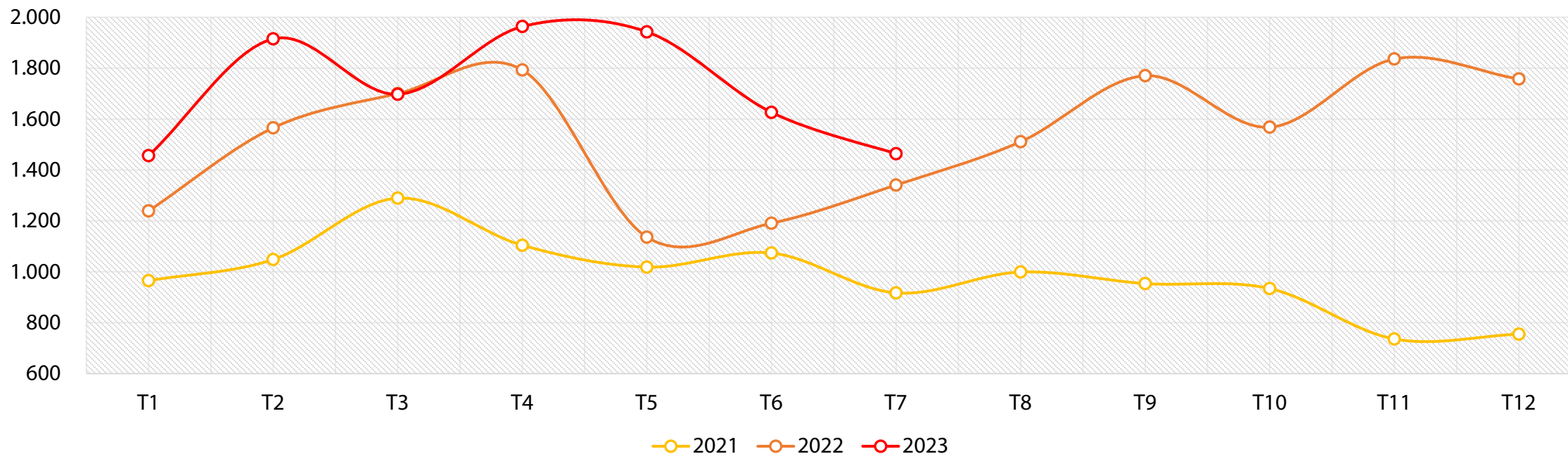
Nguồn: Dữ liệu công ty, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 9: Chi phí nguyên vật liệu đầu vào của các doanh nghiệp nhiệt điện (VND/kWh) vẫn ở mức cao



Nguồn: Dữ liệu công ty, CTCK Rồng Việt tổng hợp

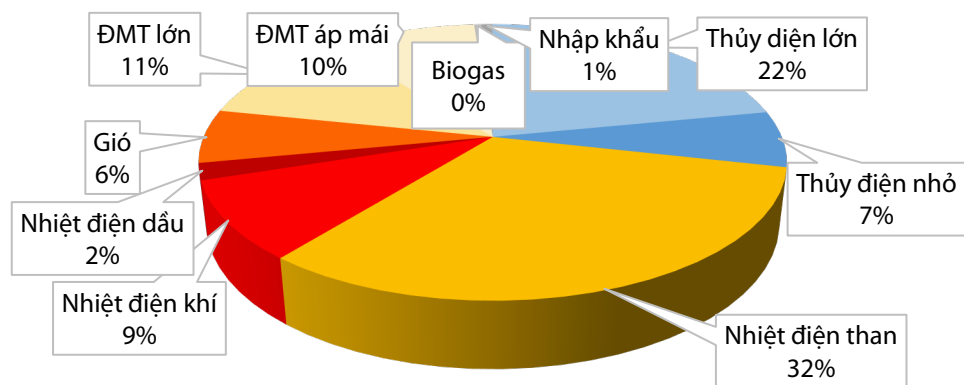
Hình 10: Giá điện toàn phần (FMP- đồng/kWh) trên thị trường điện (CGM) tiếp tục giữ ở mức cao trong 7T/2023



Giá CGM trung bình trong 2023 dự kiến tiếp tục neo ở mức cao khi giá đầu vào nhóm nhiệt điện (than nhiệt, khí) vẫn neo ở mức cao

- Mức giá CGM trung bình (FMP) trong 7T/2023 tăng mạnh, trung bình đạt 1.722 đồng/kWh (+21% YoY) do giá nguyên liệu đầu vào của nhóm nhiệt điện vẫn giữ ở mức cao. Với kịch bản huy động cho nhóm nhiệt điện tăng và nguyên liệu đầu vào vẫn chưa hạ nhiệt đáng kể (đặc biệt là nguyên liệu than đầu vào) chúng tôi dự đoán rằng trong năm 2023 giá CGM trung bình tiếp tục neo ở mức cao.

Hình 11: Cơ cấu công suất đặt nguồn điện (80.7GW) trong 2022 (%)



Nguồn: QHĐ8, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Ước tính nhu cầu vốn cho phát triển nguồn điện trong QHĐ8

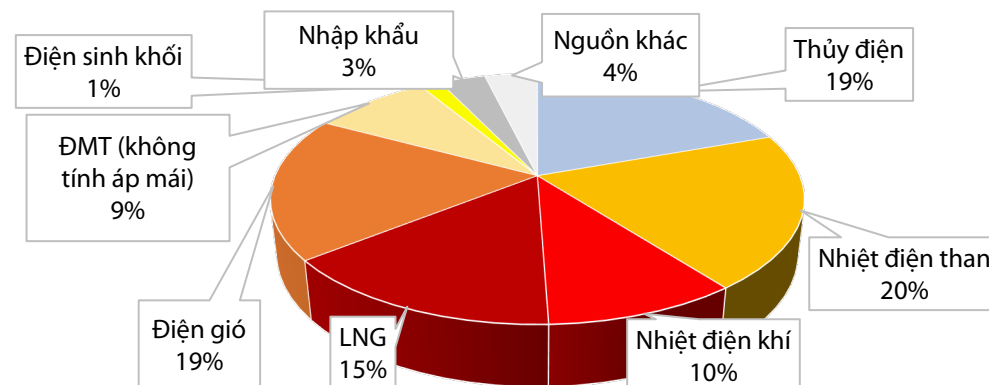
Tổng nguồn vốn: 134,7 tỷ USD

Phát triển hạ tầng điện, truyền tải: 14,9 tỷ USD

Phát triển nguồn điện: 119,8 tỷ USD

Giai đoạn 2021-2030

Hình 12: Công suất đặt dự kiến sẽ gấp đôi trong 2030 (150.5 GW)



Nguồn: QHĐ8, CTCK Rồng Việt

Tổng nguồn vốn: 399,2- 523,1 tỷ USD

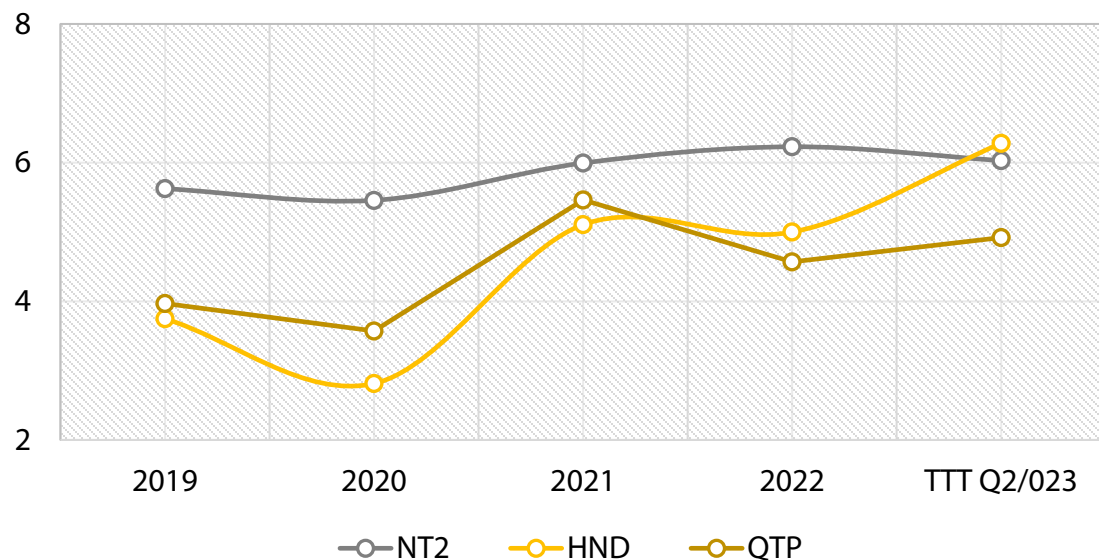
Phát triển hạ tầng điện, truyền tải: 34,8-38,6 tỷ USD

Phát triển nguồn điện: 364,4- 511,2 tỷ USD

Giai đoạn 2031-2050

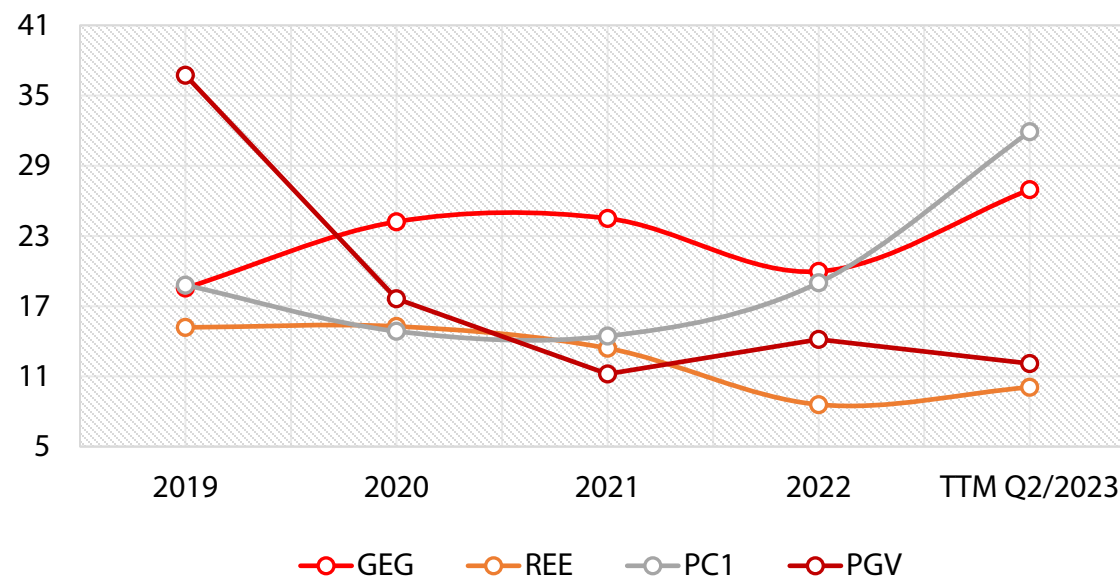
Nguồn: QHĐ8, CTCK Rồng Việt

Hình 14: EV/EBITDA nhóm phòng thủ



Nguồn: Flnnpro, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Tỷ lệ PE của nhóm tăng trưởng



Nguồn: Flnnpro, CTCK Rồng Việt

Dòng tiền hoạt động ổn định trước những rủi ro biến động sắp tới

- **Nhóm phòng thủ:** Với nhóm cổ phiếu phòng thủ, EV/EBITDA đã đến mức định giá hợp lý, chúng tôi kỳ vọng nhóm cổ phiếu này có thể tích lũy khi kỳ vọng mức tỷ suất cổ tức ổn định. Nhóm nhiệt điện có các cổ phiếu như QTP, HND, NT2 luôn có mức chi trả cổ tức tiền mặt bền vững (mức khấu hao, nợ vay đang hạ dần).
- **Nhóm tăng trưởng:** Với nhóm cổ phiếu tăng trưởng, chúng tôi cho rằng REE, PC1, PGV, GEG là những doanh nghiệp sẽ tăng mở rộng công suất và lĩnh vực đầu tư trong những năm kế tiếp. Tuy nhiên, lãi suất và tỷ giá là những yếu tố có thể ảnh hưởng tới triển vọng lợi nhuận trong ngắn và trung hạn của doanh nghiệp.

Cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Sở hữu NN còn lại %	Tăng trưởng doanh thu %YoY			Tăng trưởng LNST-CDCTM %YoY			Khả năng sinh lời 2023(%)		P/E		P/B	
	(tỷ đồng)	(VNĐ)	(31/07/2023)			2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F	ROE (*)	ROA (*)	Hiện tại*	TB 5 năm	Hiện tại*	TB 5 năm
REE	27.383	74.000	67.000	1.000	-	61,3	-5,8	12,8	45,1	-7,9	15,9	11,3	6,7	11,9	8,5	1,3	1,3
PC1	7.410	28.300	27.400	0	44,1	-15,0	7,3	7,9	-36,6	1,6	27,3	11,6	3,2	16,2	10,5	1,3	1,2
NT2	8.464	29.400	29.400	2.500	33,5	42,9	-14,2	28,3	69,6	-42,8	46,9	11,5	7,4	16,7	10,8	1,9	1,7
HND	7.500	16.500	15.000	1.000	49,0	16,4	8,4	7,8	20,0	-3,2	48,6	12,0	8,9	14,2	11,3	1,2	1,2
PPC	4.745	15.400	14.800	800	36,0	36,4	18,4	9,3	130,3	-5,3	16,4	3,9	7,7	10,1	12,7	0,9	1,2
GEG	5.272	15.200	15.450	400	4,1	51,6	15,9	-7,9	-17,5	-18,3	88,4	5,6	2,0	21,3	20,2	1,4	1,8
PGV	34.153	N.R	30.400	n.a	50,0	25,2	n.a	n.a	-19,6	n.a	n.a	15,2	4,1	12,1	N.A	1,8	1,4
VSH	10.690	N.R	45.250	n.a	37,0	91,4	n.a	n.a	224,3	n.a	n.a	28,3	13,6	8,0	17,0	2,1	1,4
QTP	7.605	N.R	16.900	n.a	47,6	21,5	n.a	n.a	32,2	n.a	n.a	12,4	9,0	10,0	10,5	1,2	1,1
TTA	1.434	N.R	8.430	n.a	48,8	22,3	n.a	n.a	48,2	n.a	n.a	4,3	2,7	15,3	N.A	0,7	N.A

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 31/07/2023.

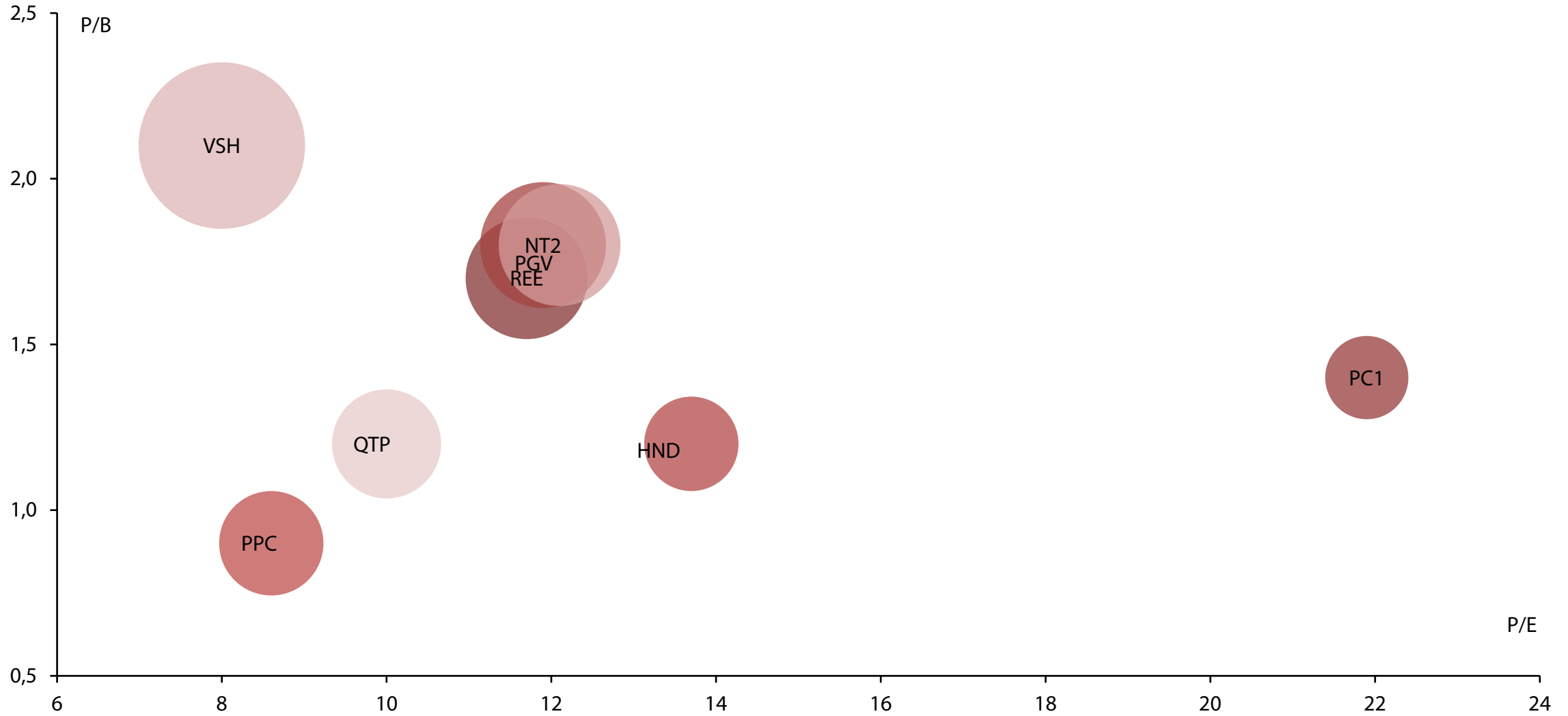
*Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2023

Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

LNST-CDCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 31/07/2023.

TÍCH LŨY: +12% (*)

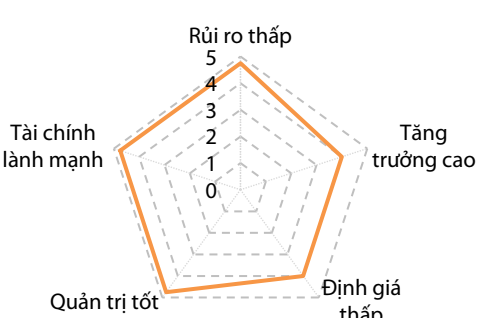
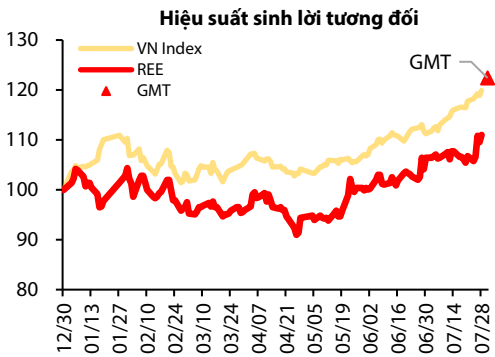
GTT: 67.000

GMT: 74.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Đa ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)	27.220
SLCPĐLH (triệu CP)	409
KLCP 3 tháng (nghìn CP)	858
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	54
SH NDTNN còn lại (%)	0,0
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	51.65-76.78

Doanh thu (tỷ đồng)	9.372	8.827	9.959
LNST (tỷ đồng)	2.693	2.479	2.873
ROA (%)	7,9	6,9	7,5
ROE (%)	17,4	14,1	14,5
EPS (VND)	7.576	6.083	7.051
GTSS (đồng)	37.940	43.217	48.524
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	2.000
P/E (x)	8,4	10,5	9,1
P/B (x)	1,7	1,5	1,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

2023 là năm đặt nền móng cho bước tiến tiếp theo

- Năng lượng tiếp tục là mảng chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu và LNST của REE trong nửa đầu năm 2023, đặc biệt là nhóm thủy điện. Tuy nhiên trong nửa cuối năm 2023, điều kiện thủy văn không thuận lợi dự kiến sẽ kìm hãm đà tăng trưởng của REE. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTTS của REE sẽ lần lượt đạt 8.827 tỷ đồng (-5,8% YoY) và 2.479 tỷ đồng (-7,9% YoY).

Dự án E.town 6 và The Light Square (giai đoạn 1) kỳ vọng sẽ đem lại đà tăng trưởng cho REE từ năm 2024

- Dự án E.Town 6 dự kiến sẽ hoàn thành trong cuối Q4/2023 với kỳ vọng đóng góp thêm 26% cho với diện tích sàn cho thuê hiện hữu. Chúng tôi giả định dự án sẽ được cho thuê với tỷ lệ lấp đầy là 70% trong năm 2024, và lấp đầy hoàn toàn từ năm 2025. Dự báo DT/LNG cho mảng cho thuê văn phòng lần lượt đạt 1.034 tỷ đồng và 649 tỷ đồng trong 2023, đạt 1.297 tỷ đồng và 778 tỷ đồng trong 2024.
- Dự án thương mại nhà ở The Light Square với phân khúc thấp tầng (giai đoạn 1) kỳ vọng sẽ bàn giao từ Q1/2024 và ghi nhận KQKD trong năm 2024. REE land hiện nắm quyền sở hữu 75% dự án này. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của REE nhận được sẽ lần lượt đạt 781 tỷ đồng và 126 tỷ đồng trong năm 2024. Dự án khu nhà ở chung cư cao tầng dự kiến sẽ được hoàn thành bàn giao & ghi nhận KQKD trong giai đoạn 2024-2025.

Vị thế tài chính vững chắc với dòng tiền từ HĐKD dồi dào sẽ là động lực cho REE thực hiện thêm các dự án M&A

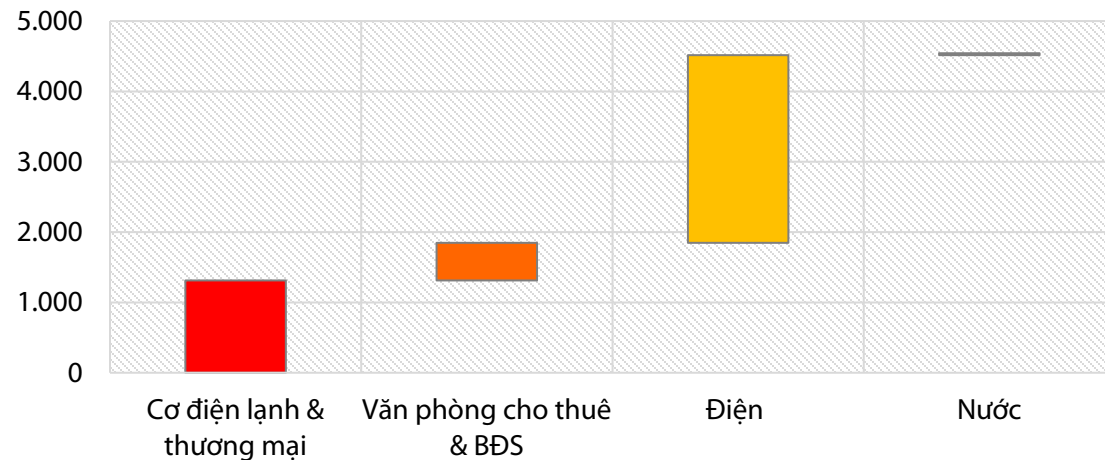
- Sở hữu dòng tiền đáng kể và ổn định hàng năm từ danh mục đầu tư, dao động quanh mức 1.500 tỷ đồng, tập đoàn sẽ mở rộng quy mô trong những năm tới thông qua các hoạt động M&A. Bên cạnh việc M&A mở rộng danh mục điện, thị trường BĐS đang gặp khó khăn cũng tạo cơ hội cho REE tìm kiếm cơ hội đầu tư các dự án văn phòng thương mại.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá bán trung bình thấp hơn/cao hơn dự kiến nếu giá CGM tăng/giảm đáng kể có thể ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của mảng thủy điện.

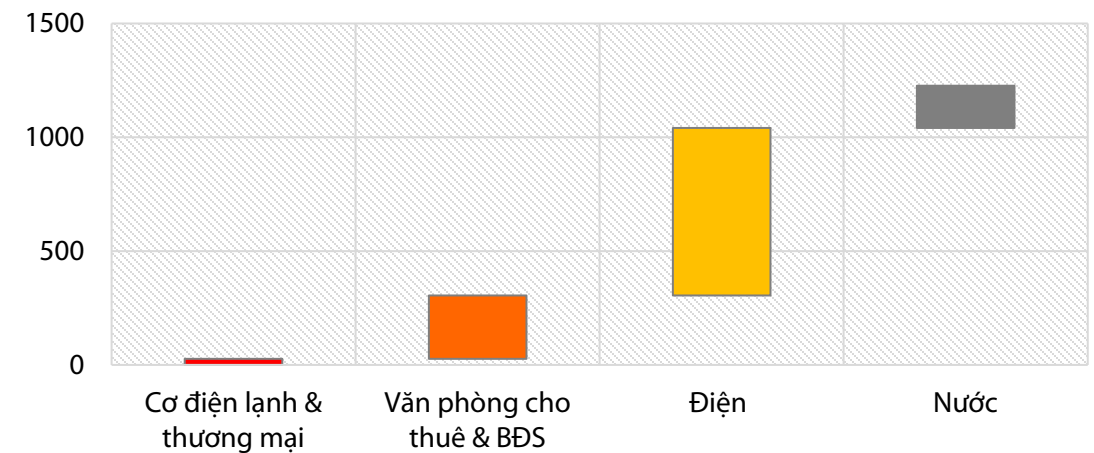
(*) Tỷ suất sinh lời bao gồm cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tiếp theo

Hình 1: Cơ cấu đóng góp doanh thu từ các mảng kinh doanh 6T/2023



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu đóng góp LNST CTM từ các mảng kinh doanh 6T/2023



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

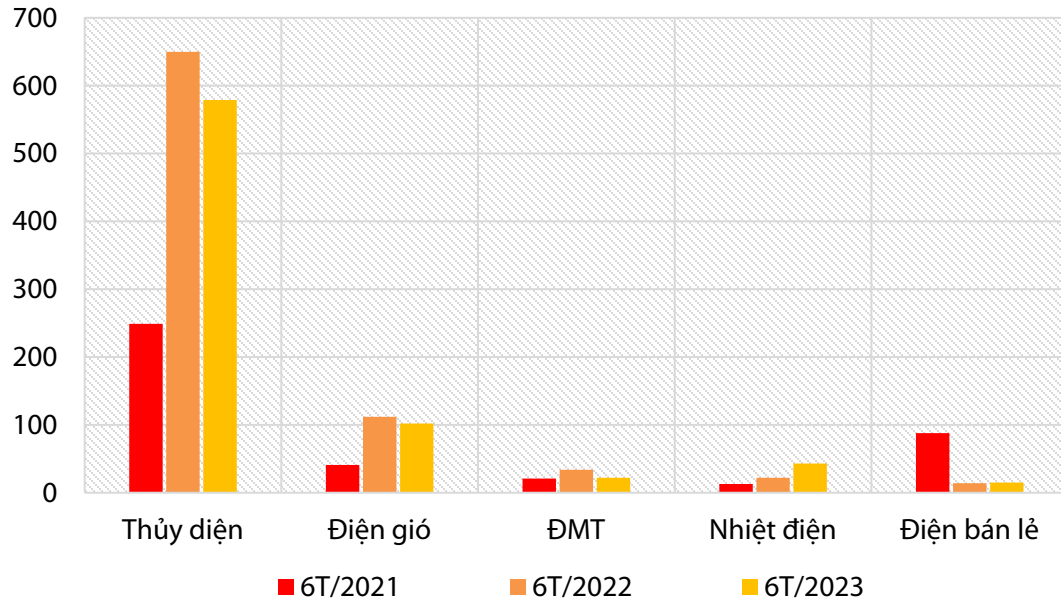
Đóng góp từ thủy điện bắt đầu bị ảnh hưởng từ Q2/2023

- Năng lượng tiếp tục là mảng chiếm tỷ trọng cơ cấu trong doanh thu và LNST hợp nhất của REE. Doanh thu mảng điện trong 6T/2023 ghi nhận mức tăng 2,2% YoY nhờ sản lượng cải thiện hơn từ các dự án điện gió & ĐMT áp mái. Trong đó, sản lượng thủy điện bắt đầu bị ảnh hưởng bởi điều kiện thủy văn, dù các thủy điện trong danh mục của REE đa số là thủy điện lớn (>30MW) và mức giá CGM tăng cao, nhưng sản lượng thủy điện giảm 14,1% YoY dẫn đến LNST hợp nhất của mảng điện giảm 8,7% YoY.

KQKD 6T/2023 với lợi nhuận giảm nhẹ YoY dù doanh thu vẫn tiếp tục tăng trưởng

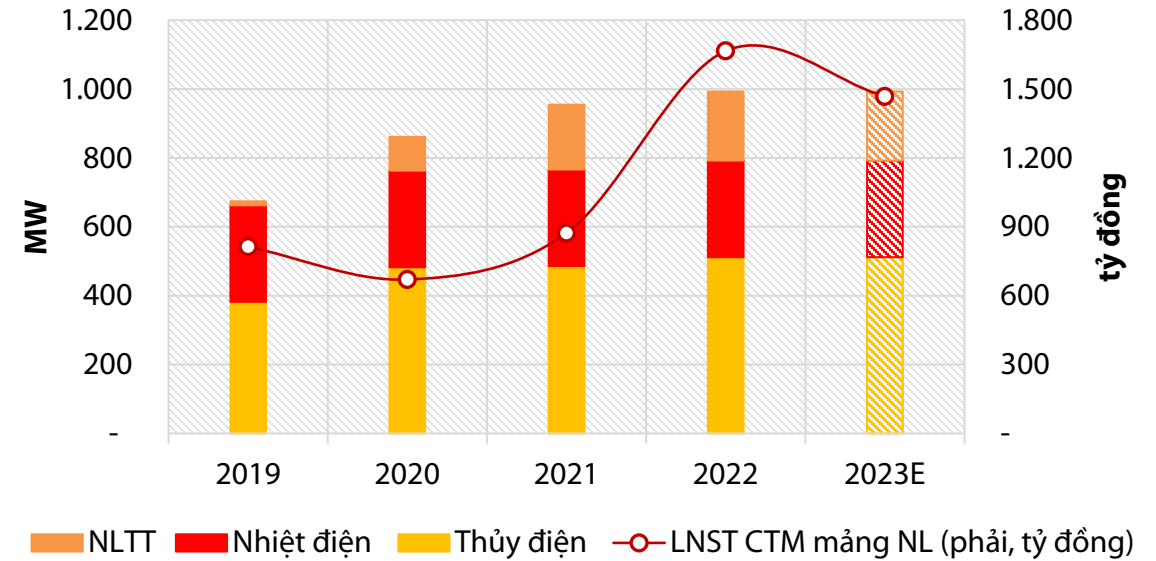
- Nhìn chung 6T/2023, REE ghi nhận doanh thu thuần và LNST- CTM lần lượt đạt 4.543 tỷ đồng (+11,7% YoY) và 1.234 tỷ đồng (-4,3% YoY). Lợi nhuận giảm nhẹ YoY trong khi doanh thu tiếp tục tăng trưởng chủ yếu do (1) Đóng góp lợi nhuận từ thủy điện giảm do điều kiện thủy văn (-8,7% YoY), (2) đóng góp từ mảng cho thuê văn phòng cũng ghi nhận giảm nhẹ YoY khi tỷ lệ lấp đầy của các tòa văn phòng cho thuê giảm (-1,6% YoY), và (3) mảng cơ điện ghi nhận mức lợi nhuận giảm mạnh (-44,6% YoY) do trích lập dự phòng nợ khó đòi.

Hình 3: Thủy điện vẫn đóng góp chính trong cơ cấu LNST hợp nhất



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Công suất (trái, MW) và LNST mảng NL (phải, tỷ đồng)

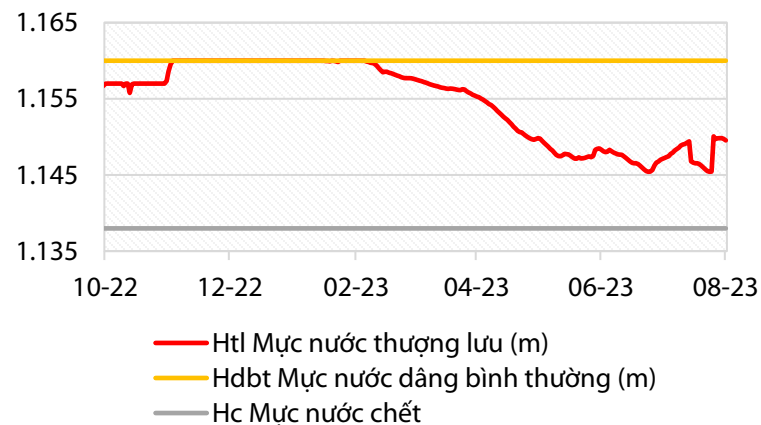


Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Mảng năng lượng: Đóng góp từ thủy điện sẽ bị ảnh hưởng do điều kiện thủy văn

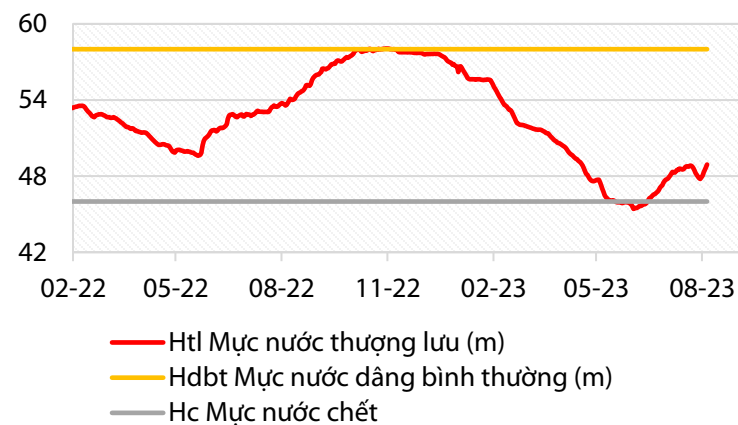
- Theo dự báo của Viện Khoa học Khí tượng thủy văn và Biến đổi khí hậu, lượng mưa mùa VI-VIII năm 2023 có khả năng từ xấp xỉ đến thấp hơn trung bình nhiều năm (TBNN) ở phần lớn diện tích cả nước, cao hơn TBNN với Tây Nguyên & Nam Bộ, xác suất là 55-77%. Tuy nhiên đỉnh điểm của El Niño dự kiến sẽ diễn ra từ T11/2023-T1/2024.
- Dưới tác động của El Niño, chúng tôi dự đoán mảng thủy điện của REE sẽ chịu ảnh hưởng bởi điều kiện thủy văn. Do đó, chúng tôi dự đoán mảng năng lượng sẽ đóng góp vào cơ cấu DT/LNST sau lợi ích CĐTTS REE lần lượt đạt 4.552 tỷ đồng (-15% YoY) và 1.468 tỷ đồng (-12% YoY).

Hình 5: Mức nước tại hồ Thượng Kon Tum



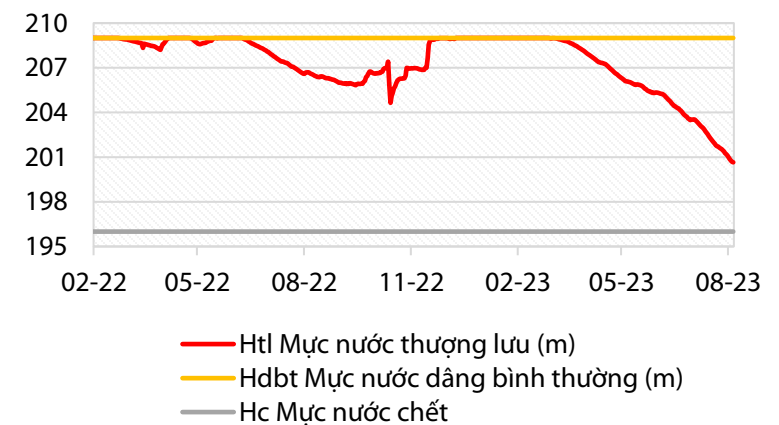
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Mức nước tại hồ Thác Bà



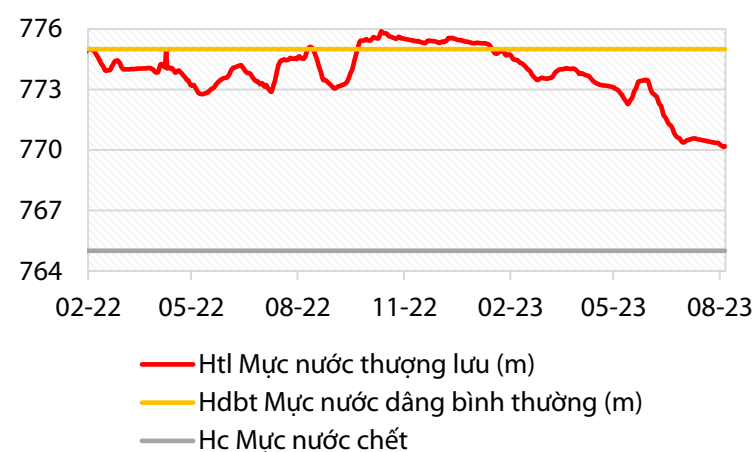
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Mức nước tại hồ Sông Hình



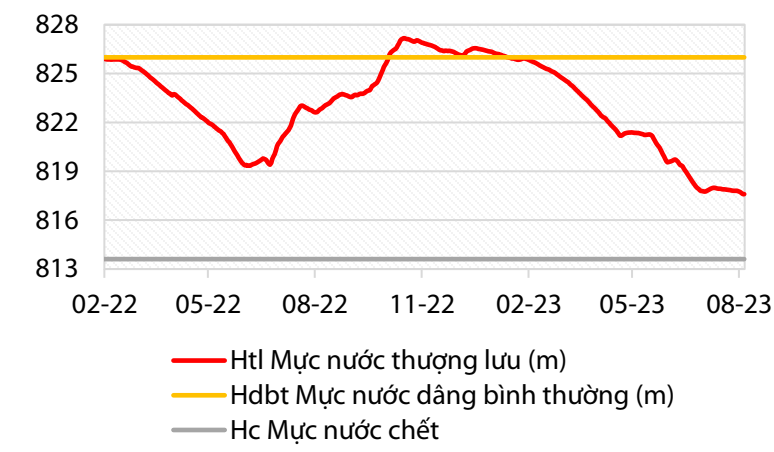
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Mức nước ở hồ Vĩnh Sơn A



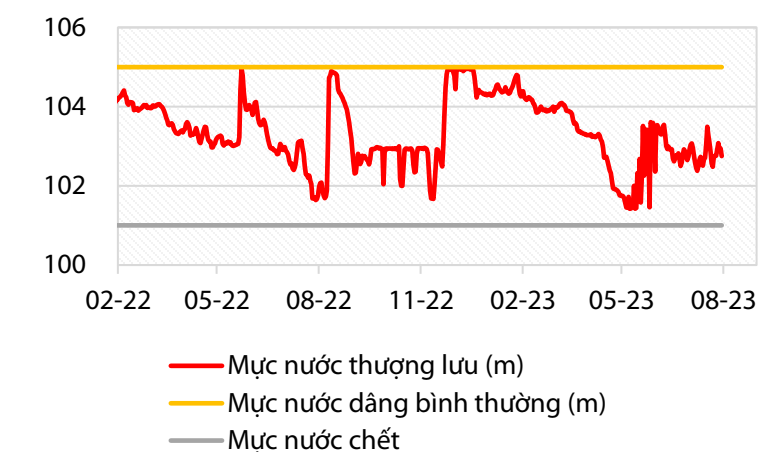
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Mức nước ở hồ Vĩnh Sơn B



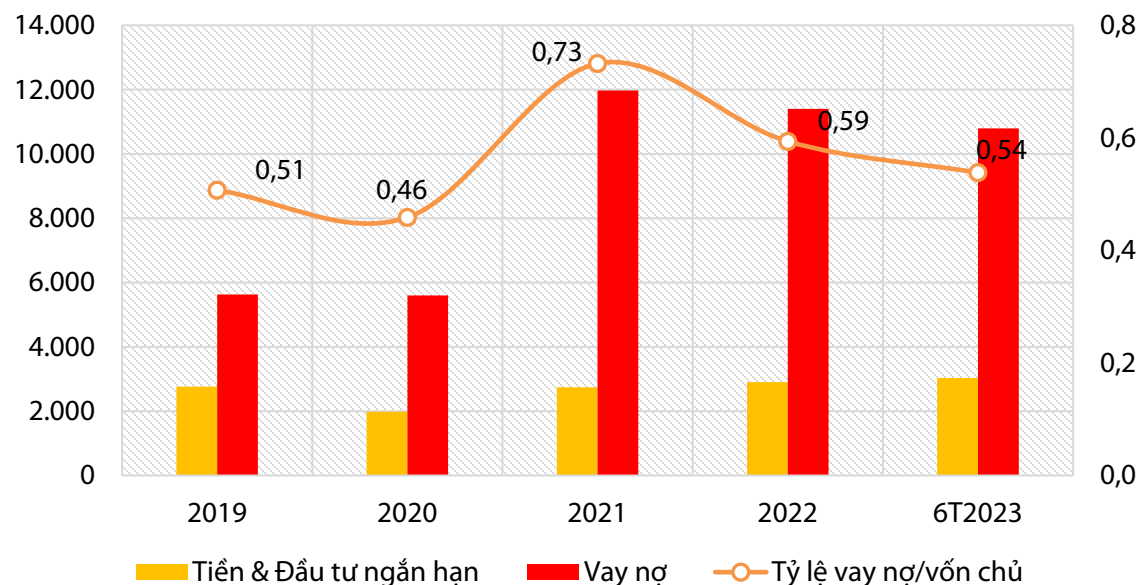
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Mức nước ở hồ Sông Ba Hạ



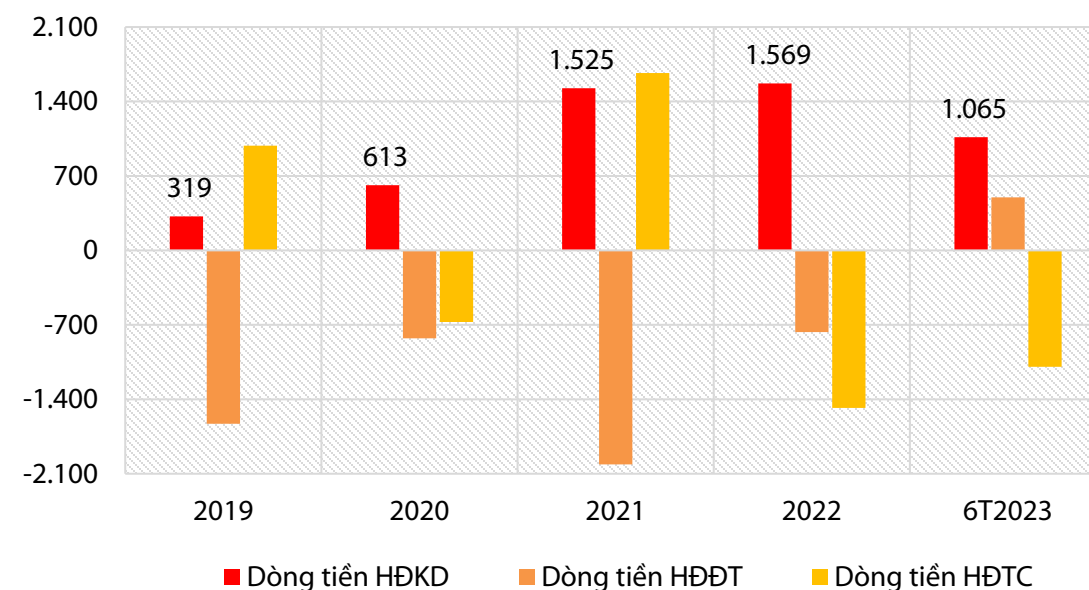
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Cơ cấu nợ vay an toàn với quy mô nợ vay giảm dần (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (HĐKD) dương, duy trì ổn định (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Vị thế tài chính vững chắc với dòng tiền từ HĐKD dồi dào sẽ là động lực cho REE thực hiện thêm các dự án M&A

- Sở hữu dòng tiền đáng kể và ổn định hàng năm từ danh mục đầu tư, dao động quanh mức 1.500 tỷ đồng, tập đoàn sẽ mở rộng quy mô trong những năm tới thông qua các hoạt động M&A. Bên cạnh việc M&A mở rộng danh mục điện, trong đợt thị trường BĐS đang gặp khó khăn, cũng là tạo cơ hội cho REE tìm kiếm cơ hội đầu tư các dự án văn phòng thương mại.
- REE cho biết hiện tại đang là thời điểm tốt để gia tăng quỹ đất. Các dự án sắp tới sẽ được công bố thông tin khi sẵn sàng.

Hình 13: Dự án nhà ở Thương mại The Light Square



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Dự án E.town 6 kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động từ 2024



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

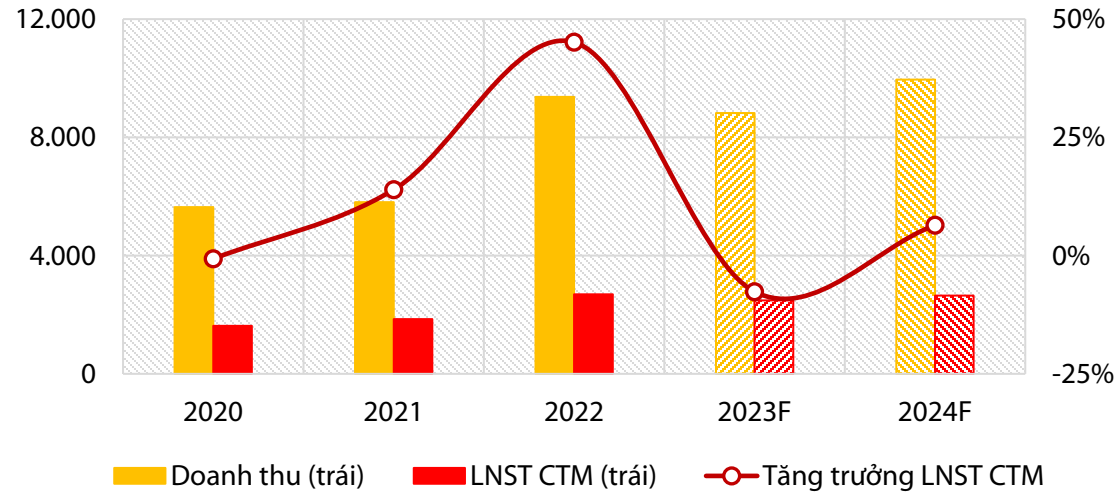
Mảng Phát triển BĐS: Kỳ vọng hoàn thành bàn giao và ghi nhận KQKD cho dự án The Light Square với phân khúc thấp tầng trong năm 2024

- REE đã đấu giá thành công dự án The Light Square (45 căn thấp tầng – giai đoạn 1 và toà chung cư cao cấp 35 tầng- giai đoạn 2). Hiện REE land hiện nắm quyền sở hữu 75% dự án này. Cập nhật đến T7/2023, khu thấp tầng đã khởi công và dự kiến hoàn thành xây dựng vào ngày 31/12/2023, bàn giao từ Q1/2024. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của REE nhận được sẽ lần lượt đạt 781 tỷ đồng và 126 tỷ đồng trong năm 2024. Dự án khu nhà ở chung cư cao tầng dự kiến sẽ được hoàn thành bàn giao & ghi nhận KQKD trong giai đoạn 2024-2025.

Mảng cho thuê văn phòng: Tăng trưởng thúc đẩy nhờ E.town 6

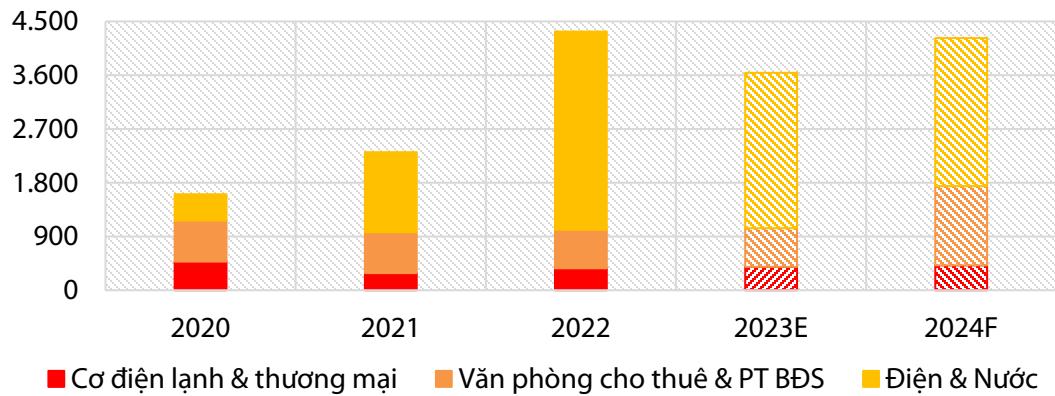
- Dự án E.Town 6 với kỳ vọng đóng góp thêm 36.800m² diện tích cho thuê (+26% cho diện tích sàn cho thuê hiện tại), dự kiến sẽ cất nóc trong T9/2023 và hoàn thiện trong Q4/2023. Chúng tôi giả định dự án sẽ được cho thuê với tỷ lệ lấp đầy là 70% trong năm 2024, và lấp đầy hoàn toàn từ năm 2025. Với giả định giá cho thuê khoảng 26-27 USD/m², chúng tôi ước tính dự án sẽ đóng góp vào cơ cấu DT cho REE từ 2024. Dự báo DT/LNG cho mảng cho thuê văn phòng lần lượt đạt 1.034 tỷ đồng và 649 tỷ đồng trong 2023, đạt 1.297 tỷ đồng và 778 tỷ đồng trong 2024.

Hình 15: Dự phóng KQKD trong giai đoạn tới (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Dự phóng đóng góp từ các mảng KD vào LNST (tỷ đồng)



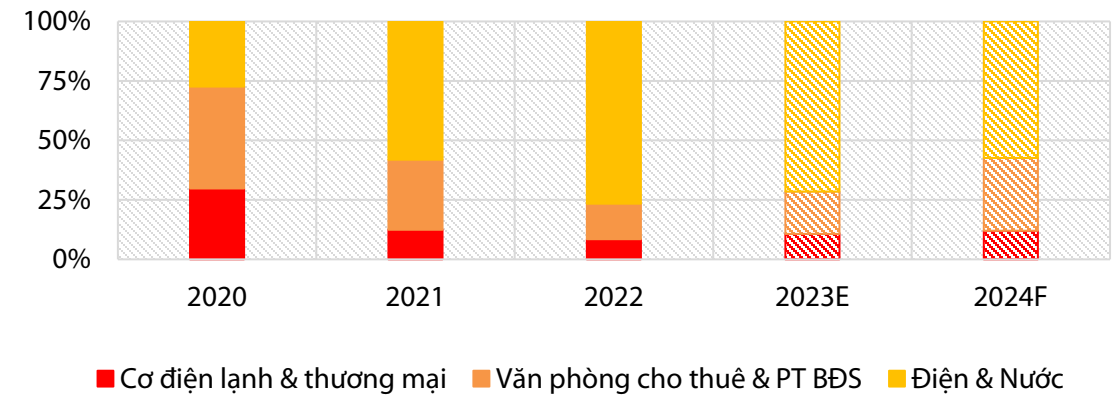
Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Tóm tắt định giá từng phần (SoTP)

Đơn vị: tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)
1. Mảng năng lượng		18.126
Thủy điện		14.166
Nhiệt điện	FCFE & PE	1.173
Năng lượng tái tạo		2.787
2. Cho thuê văn phòng	Cap rate	5.812
3. Phát triển BĐS	NAV	701
4. Cơ điện lạnh & thương mại	P/E (8,x)	1.439
5. Nước	P/E (12,x)	4.097
6. Đầu tư tài chính	Book value	696
Tổng		30.170
Tổng số CPLH (triệu cp)		407,704
Giá mục tiêu (VND/cp)		74.000

Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Dự phóng cơ cấu đóng góp từ các mảng KD vào LNST



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

TRUNG LẬP: +1%

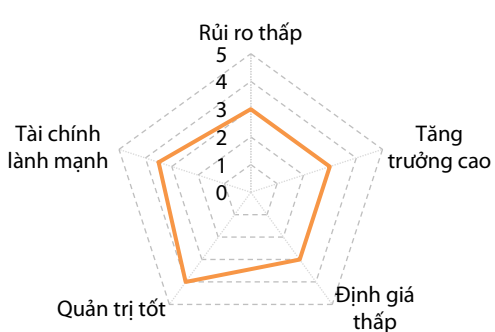
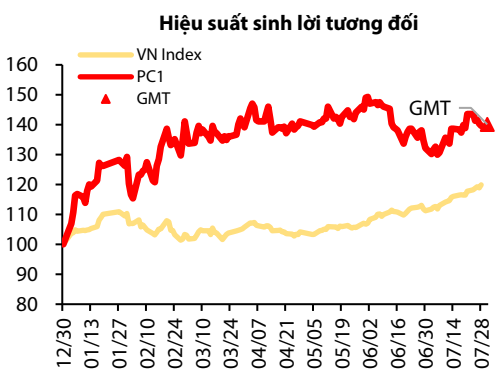
GTT: 28.000

GMT: 28.300

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Đa ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.491
SLCPĐLH (triệu CP)	270
KLCP 3 tháng (nghìn CP)	2328
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	66
SH NDTNN còn lại (%)	44
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	11.8-36.9

Doanh thu (tỷ đồng)	8.357	8.942	9.652
LNST (tỷ đồng)	460	457	582
ROA (%)	2,7	2,7	4,1
ROE (%)	5,8	9,5	12,9
EPS (VND)	1.570	1.561	1.988
GTSS (đồng)	18.918	20.554	22.636
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	-	-
P/E (x)	13,2	17,9	14,1
P/B (x)	0,8	1,4	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự án khoáng sản Niken kỳ vọng đóng góp vào lợi nhuận của PC1 từ năm 2023 với dự phóng thận trọng

- Với loại quặng chứa 7,5% Ni và giả định giá bán khoảng \$900/tấn, chúng tôi dự phóng lĩnh vực mới này sẽ đóng góp vào doanh thu lần lượt khoảng 954 và 1.109 tỷ đồng trong năm 2023 và 2024, LNST khoảng 31 và 39 tỷ đồng cho KQKD công ty mẹ. Doanh nghiệp dự kiến sẽ xuất khẩu 38.000 tấn quặng tinh niken trong năm 2023, với tối thiểu 5.000 tấn/lô hàng (lô đầu tiên với 7.500 tấn đã xuất khẩu trong T7/2023).

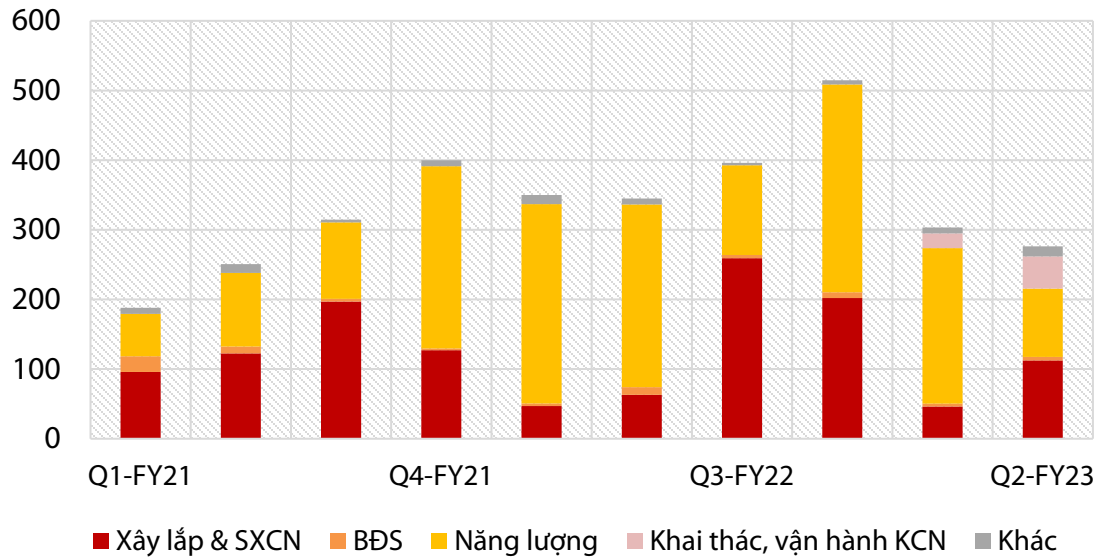
Mảng điện ảnh hưởng bởi chu kỳ thủy văn, chi phí lãi vay cao sẽ là hai yếu tố chính cản trở đà tăng trưởng lợi nhuận trong 2023

- PC1 hiện đang vận hành 10 nhà máy điện, bao gồm 169MW thủy điện nhỏ (dưới 30MW) với 7 nhà máy (chủ yếu của công ty mẹ) và 144 MW điện gió với 3 nhà máy nhà máy (từ công ty con). Các nhà máy thủy điện dự kiến sẽ chịu ảnh hưởng do tác động từ Elnino.
- Trong 6T/2023, PC1 ghi nhận mức lợi nhuận âm 11 tỷ đồng trong khi doanh thu ghi nhận mức 2.977 tỷ đồng (-0,6% YoY). Nguyên nhân chính của sự sụt giảm lợi nhuận này là do (1) đóng góp từ mảng thủy điện giảm mạnh khi sản lượng giảm 67% YoY (biên gộp mảng điện trong Q2 về mức 35.5% YoY- mức thấp nhất từ trước đến nay), và (2) chi phí lãi vay tăng 54% YoY với mức 219 tỷ đồng.
- Cho cả năm 2023, chúng tôi kỳ vọng đóng góp mới từ mỏ Niken và Khu công nghiệp (KCN) sẽ bù đắp phần lợi nhuận giảm từ các mảng còn lại. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST sau lợi ích CĐTTS sẽ lần lượt đạt 8.941 tỷ đồng (+7,0% YoY) và 457 tỷ đồng (-0% YoY). EPS 2023 tương ứng là 1.561 đồng. Trong đó, lợi nhuận đóng góp từ dự án Niken và BĐS KCN kỳ vọng sẽ bù đắp cho phần sụt giảm từ mảng xây lắp và thủy điện. Chi phí lãi vay cao với các khoản vay có lãi suất thả nổi dự kiến vẫn sẽ gây áp lực lên lợi nhuận của PC1.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

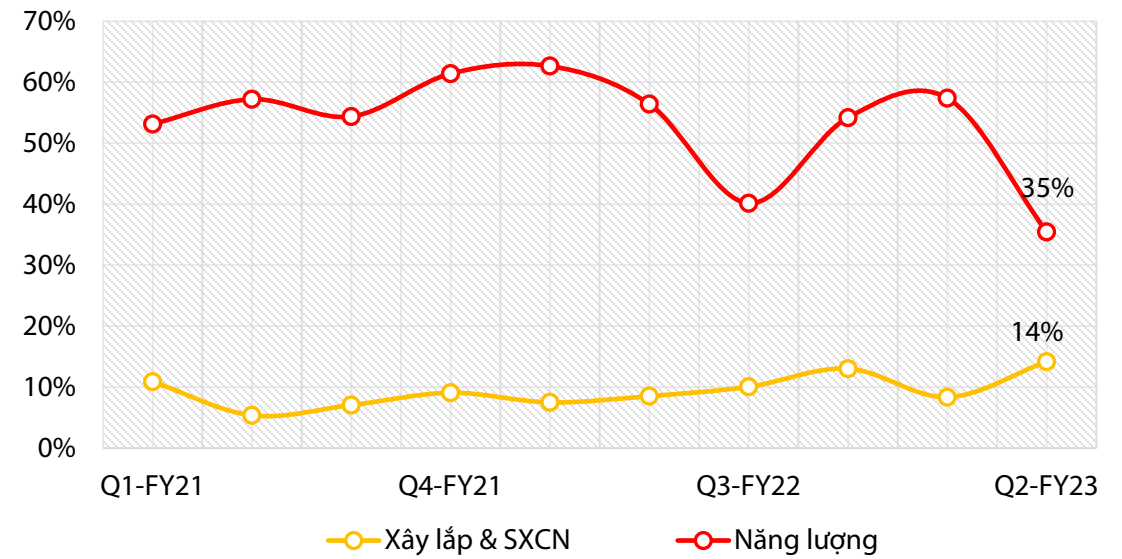
- Tỷ giá USD/VND mất giá mạnh hơn so với dự phóng.
- Giá quặng Niken xuất khẩu tăng mạnh/yếu hơn so với dự phóng.

Hình 1: Xây lắp & SX điện đóng góp chính vào cơ cấu LNG cho PC1



Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên LNG của thủy điện giảm mạnh trong Q2/2023

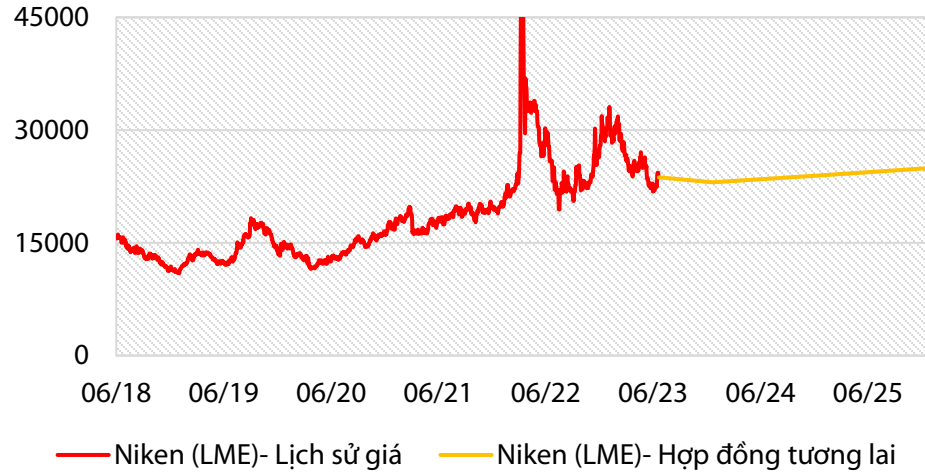


Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Đóng góp thấp từ mảng điện và chi phí lãi vay cao dẫn đến mức lợi nhuận âm

- Trong 6T/2023, PC1 ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế sau lợi ích CĐTTS âm 11 tỷ đồng trong khi doanh thu ghi nhận mức 2.977 tỷ đồng (-0,6% YoY). Nguyên nhân chính của sự sụt giảm lợi nhuận này là do (1) đóng góp từ mảng thủy điện giảm mạnh khi sản lượng giảm 67% YoY (biên gộp mảng điện trong Q2 về mức 35,5% YoY- mức thấp nhất từ trước đến nay), và (2) chi phí lãi vay tăng 54% YoY với mức 219 tỷ đồng.
- 6T/2023 ghi nhận đóng góp mới từ hoạt động quản lý, vận hành KCN. Mảng xây lắp với biên LNG cũng cải thiện đáng kể trong Q2/2023, ghi nhận mức 14,2% (+5,8% QoQ, + 5,6% YoY) nhờ được quyết toán bổ sung dự án Tân Phú Đông và tỷ lệ vật tư trung bình thấp trong cơ cấu doanh thu.

Hình 3: Giá niken LME (độ tinh khiết tối thiểu 99,8%)

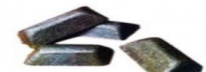


Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Dự án Niken dự kiến sẽ đóng góp vào KQKD của PC1 trong từ Q3/2023

- Dự án Niken hiện tại do công ty con của PC1 là CTCP Khoáng sản Tấn Phát vận hành, trong đó PC1 nắm giữ 57,3%. Hiện tại công ty đang đi vào khai thác và sản xuất cho GĐ1. GĐ2 dự kiến sẽ được triển khai với mục tiêu gấp đôi sản lượng trong năm 2025.
- Với loại quặng chứa 7,5% Ni và giả định giá bán khoảng \$900/tấn, chúng tôi dự phóng lĩnh vực mới này sẽ đóng góp vào doanh thu lần lượt khoảng 954 và 1.109 tỷ đồng trong năm 2023 và 2024, LNST khoảng 31 và 39 tỷ đồng cho KQKD công ty mẹ. Doanh nghiệp dự kiến sẽ suất khẩu 38.000 tấn quặng tinh niken trong năm 2023), với tối thiểu 5.000 tấn/lô hàng (lô đầu tiên với 7.500 tấn đã xuất khẩu trong T7/2023).

Bảng 1: Các loại hợp chất của Niken

Quặng Niken thô	Gang thỏi niken (NPI)	Ferronickel (FeNi)	Niken Cathode	Niken đóng bánh
				
~0,3%- 1,8% Ni	~1,5% - >19% Ni	~20% - >30% Ni	Ni ≥ 90%	99,8% Ni min

NPI- nguồn thay thế giá rẻ cho Niken loại I, sử dụng rộng rãi ở Trung Quốc từ năm 2005. NPI có những tính chất tương đối đa dạng khi so sánh với niken loại I. PC1 chia sẻ hàm lượng niken trong sản lượng quặng xuất đi có hàm lượng Ni khoảng 7,5%.

Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Mảng BĐS dân dụng: Bốn dự án chưa hoàn thiện các thủ tục pháp lý

- Hiện tại, PC1 sở hữu 4 dự án đang triển khai. Trong đó dự án Gia Lâm đang kỳ vọng có chủ trương đầu tư trong tháng 6/2023. Các dự án còn lại cũng dự kiến có thể kéo dài hơn, do đó chúng tôi chưa đưa các dự án này vào định giá.

Mảng BĐS KCN: Bắt đầu tham gia vào lĩnh vực, lợi nhuận 2023 dự kiến sẽ có đóng góp từ Nomura IP

- PC1 nắm giữ 30,08%% cổ phần của Western Pacific, công ty sở hữu 60,2% cổ phần của dự án YP IIA Bắc Ninh. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ lấp đầy trong 4 năm, bắt đầu cho thuê từ nửa cuối năm 2023 với giả định tỷ lệ lấp đầy là 30%, giá thuê là \$125/ha. Tương ứng ghi nhận doanh thu và LN thuần 2023 lần lượt đạt 899 tỷ đồng và 257 tỷ đồng. Dự kiến PC1 sẽ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận chia về từ YPIIA từ 2024.
- Ngoài Western Pacific, trong năm 2023, PC1 bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ việc quản lý, vận hành KCN Nomura từ Q1/2023. Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp từ việc quản lý vận hành và bán điện cho KCN trong năm 2023 sẽ lần lượt là 605 tỷ đồng và 106 tỷ đồng.

Bảng 2: Thông tin các dự án BĐS dân dụng

Dự án	Tổng diện tích (m2)	Mô tả
Gia Lâm	7.100	54 căn hộ thấp tầng
Định Công	15.100	83 căn hộ thấp tầng
Vĩnh Hưng	5.160	Khu phức hợp cao tầng (27 tầng, 3 tầng hầm) & Công trình dịch vụ thương mại thấp tầng (5 tầng thương mại, 1 tầng hầm)
Thăng Long	20.000	Khu phức hợp cao tầng (27 tầng, 3 tầng hầm) & Dự án nhà ở thấp tầng

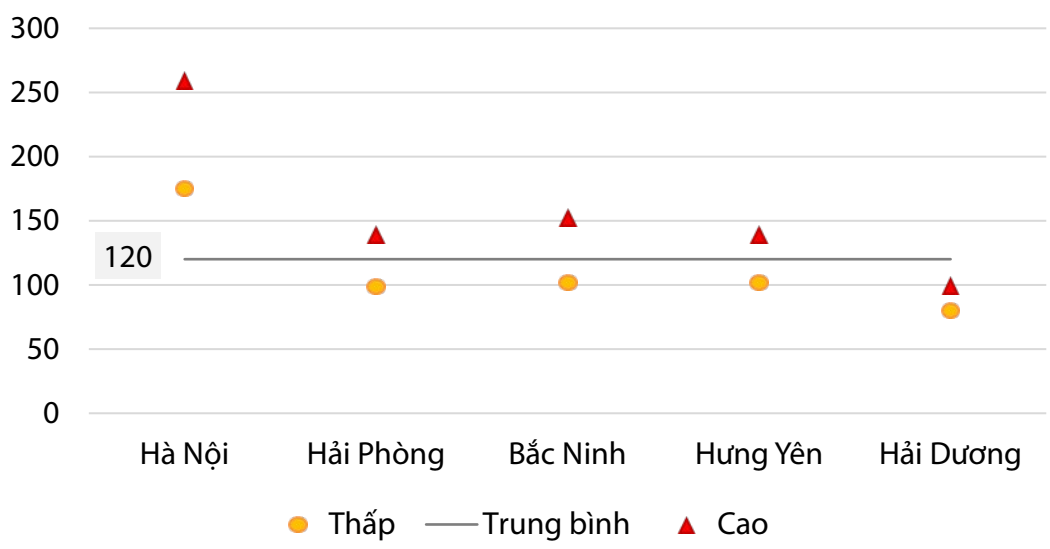
Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Thông tin hai khu công nghiệp WP phát triển

Dự án	Vị trí	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tổng diện tích (ha)	Diện tích kinh doanh (ha)	Giá thuê (\$/m2/chu kỳ)
Yên Phong IIA	Bắc Ninh	1.830	151	100	125
Yên Lệnh	Hà Nam	624	69	55	90

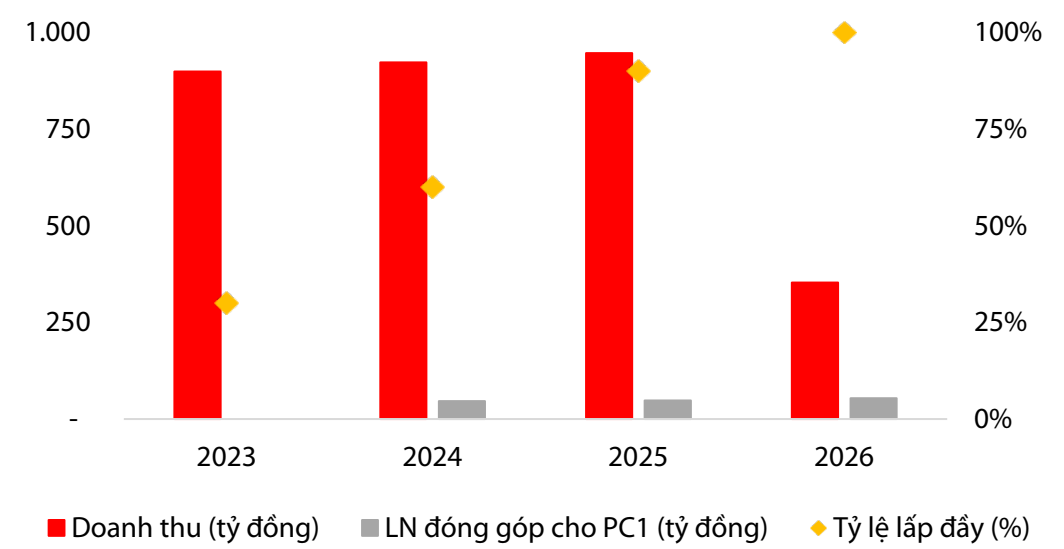
Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá cho thuê KCN tại các tỉnh phía Bắc (\$US/m2)



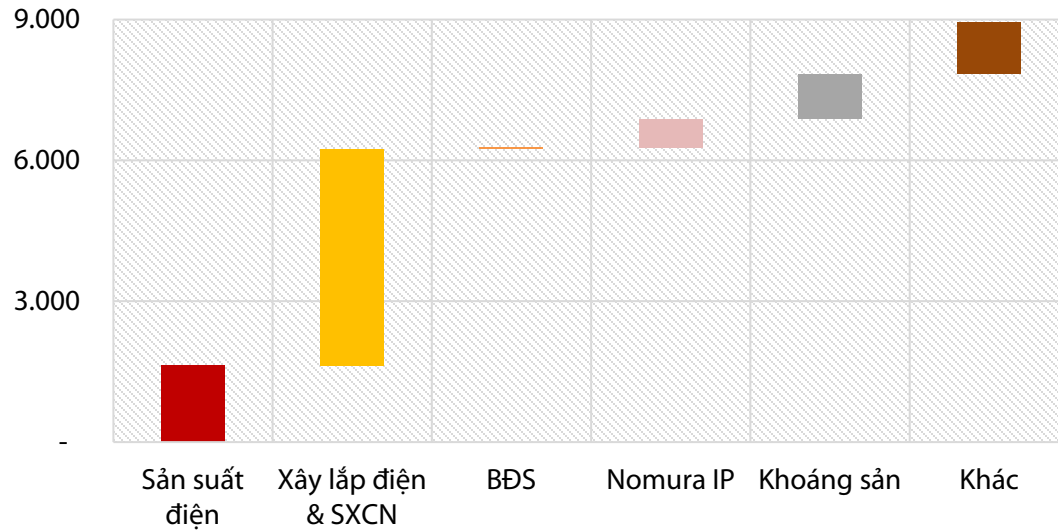
Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự kiến đóng góp của YP IIA vào LN ròng PC1



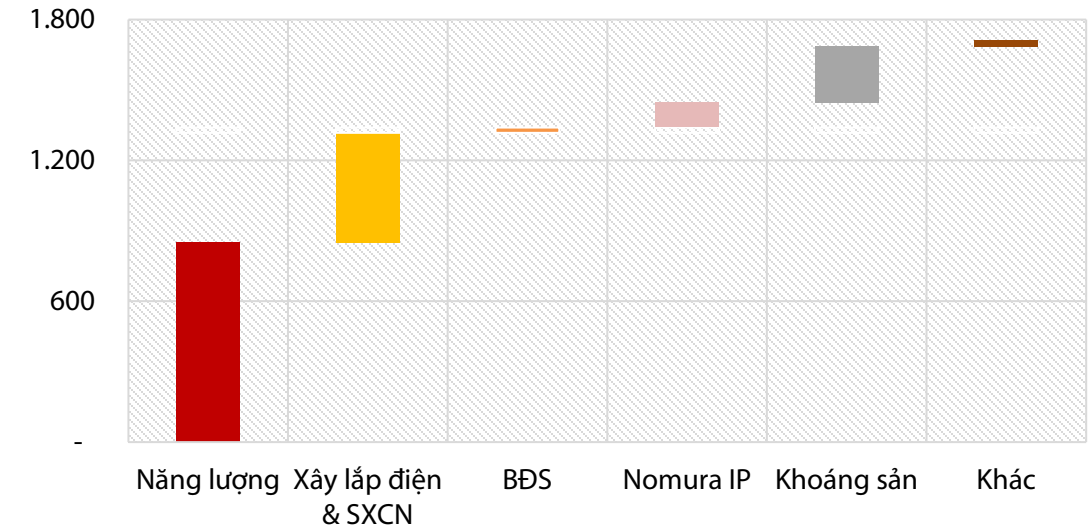
Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng đóng góp vào cơ cấu DT 2023



Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Dự phóng đóng góp vào cơ cấu LNG 2023 (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Kỳ vọng đóng góp mới từ mỏ Niken và Khu công nghiệp (KCN) sẽ bù đắp phần lợi nhuận giảm từ các mảng còn lại

- Cho cả năm 2023, chúng tôi kỳ vọng đóng góp mới từ mỏ Niken và Khu công nghiệp (KCN) sẽ bù đắp phần lợi nhuận giảm từ các mảng còn lại. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST sau lợi ích CĐTTS sẽ lần lượt đạt 8.941 tỷ đồng (+7,0% YoY) và 457 tỷ đồng (-0% YoY). EPS 2023 tương ứng là 1.561 đồng. Trong đó, lợi nhuận đóng góp từ dự án Niken và BĐS KCN kỳ vọng sẽ bù đắp cho phần sụt giảm từ mảng xây lắp và thủy điện. Chi phí lãi vay cao với các khoản vay có lãi suất thả nổi dự kiến vẫn sẽ gây áp lực lên lợi nhuận của PC1.

Định giá

- Chúng tôi sử dụng phương pháp Tổng các thành phần (SoP) và P/E với trọng số lần lượt là 70%/30% để định giá PC1. Kết hợp hai phương pháp, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 28.300 đồng/cp cho tầm nhìn một năm. Chúng tôi cho rằng kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn tới phần lớn đã phản ánh vào giá cổ phiếu.

TÍCH LŨY : +16% (*)

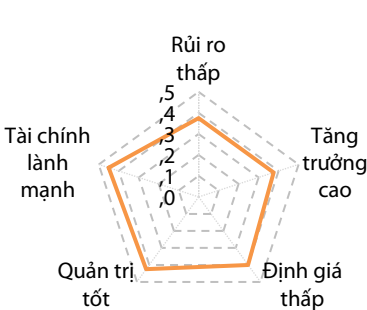
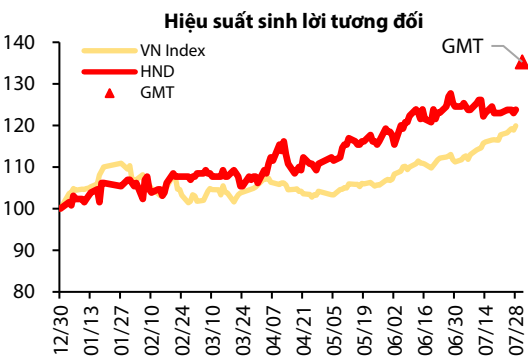
GTT: 15.100

GMT: 16.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.600
SLCPĐLH (triệu CP)	500
KLCP 3 tháng (nghìn CP)	31
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	0
SH NDTNN còn lại (%)	49,0
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	11 – 16.8

Doanh thu (tỷ đồng)	10.511	11.393	12.284
LNST (tỷ đồng)	547	529	786
ROA (%)	6,5	6,6	10,5
ROE (%)	9,0	8,2	11,6
EPS (VND)	1.094	1.086	1.613
GTSS (đồng)	12.635	12.698	12.077
Cổ tức tiền mặt (đồng)	800	1.000	1.200
P/E (x)	13,2	13,9	9,4
P/B (x)	1,1	1,3	1,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

6T2023 lợi nhuận giảm mạnh svck, KQKD đã bắt đầu hồi phục sau Q1/2023

- Trong khi Q1 ghi nhận sản lượng điện sản xuất giảm mạnh svck do lượng than đầu vào nhận ở mức thấp, HND đã ghi nhận sản lượng điện tích cực hơn, đạt 1,8 tỷ kWh (+38% QoQ, -13% YoY) nhờ nhu cầu tiêu thụ ở miền Bắc tăng mạnh trong Q2/2023 khi nguồn thủy điện huy động bị hạn chế do điều kiện thủy văn. Do đó, doanh thu Q2/2023 ghi nhận 3.366 tỷ đồng (+30% QoQ, +14% YoY). Dù giá CGM neo ở mức quanh 1k9 trong T4&T5, lãi vay hạ svck, LNST của HND ghi nhận mức 181 tỷ đồng (-64,5% YoY) chủ yếu do (1) Q2/2022 HND nhận được khoản khấu hao hồi tố từ Q1/2022, (2) chi phí than đầu vào vẫn đang ở mức cao svck.
- Trong 6T/2023, HND ghi nhận mức DT và LNST lần lượt là 5.938 tỷ đồng (+14,1% YoY) và 191 tỷ đồng (-64,5% YoY), hoàn thành lần lượt 52% và 36% dự báo cho năm 2023 của chúng tôi.

Kỳ vọng 2H2023 KQKD phục hồi, KQKD khả quan hơn svck

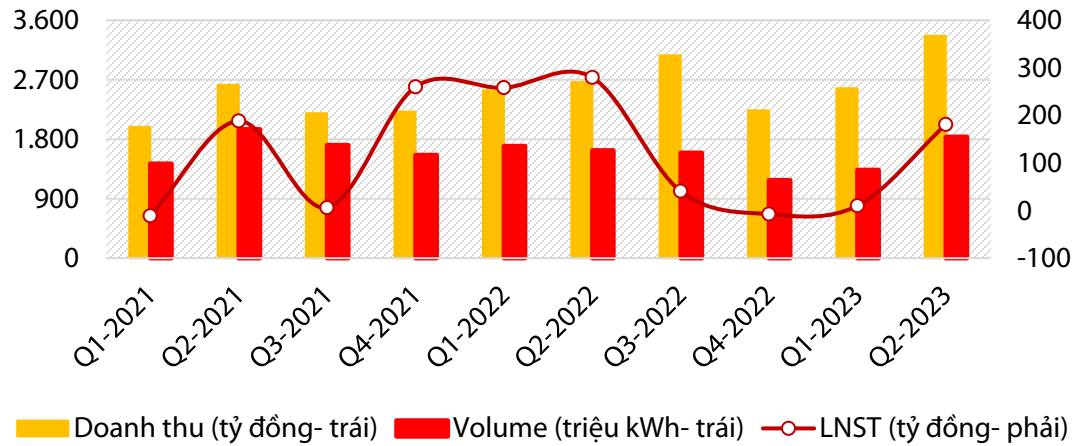
- Q3/2023 HND dự kiến đại tu tổ máy 3 (kỳ đại tu thông thường sẽ trong Q3 nhưng năm ngoài dè lịch sang Q4). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện thương phẩm HND trong 2023 sẽ đạt mức 6,39 tỷ kWh (+ 6,5% YoY). Tương ứng chúng tôi dự báo doanh thu 2023 đạt 11.393 tỷ đồng (+8,4% YoY). Tuy nhiên LNST giảm nhẹ 3.2% YoY, đạt mức 529 tỷ đồng với giả định giá than trộn của 2 loại HND nhập vẫn quanh mức 2,5 triệu/tấn đến hết năm. Mức EPS 2023 tương ứng là 1.086 đồng/cp.
- Về luận điểm tỷ suất cổ tức, chúng tôi kỳ vọng câu chuyện sẽ dần rõ ràng hơn trong thời gian tới khi nghĩa vụ thanh toán nợ vay dần hoàn tất trong khi doanh nghiệp luôn duy trì chính sách chi trả cổ tức ổn định. Trong năm 2023, chúng tôi dự báo tỷ suất cổ tức sẽ vào khoảng 6-8%, tương đương mức chi trả 1.000 đồng/cổ phiếu cho năm tài chính 2022.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: HND sẽ nhận được khoản bù tỷ giá từ năm 2018 trở lại đây sớm hơn kỳ vọng của chúng tôi (khoản bù tỷ giá HND ghi nhận năm 2020 là cho giai đoạn 2015-2018).
- Phần chi phí cố định trong giá hợp đồng PPA (Pc) sẽ giảm khi HND hết khấu hao và lãi vay trong giai đoạn tới (giả định của chúng tôi là giữ nguyên)
- Nguồn cung than không đảm bảo cho sản xuất, tồn kho than thấp hơn so với định mức tồn kho tối thiểu theo quy định của EVN/NMNĐ ban hành.

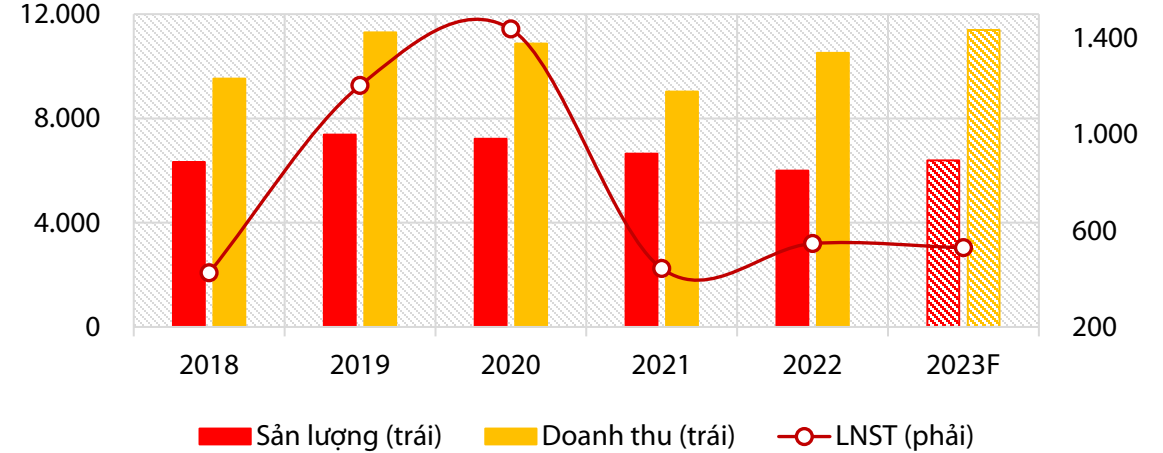
(*) Tỷ suất sinh lời bao gồm cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tiếp theo

Hình 1: Sản lượng điện và KQKD theo quý



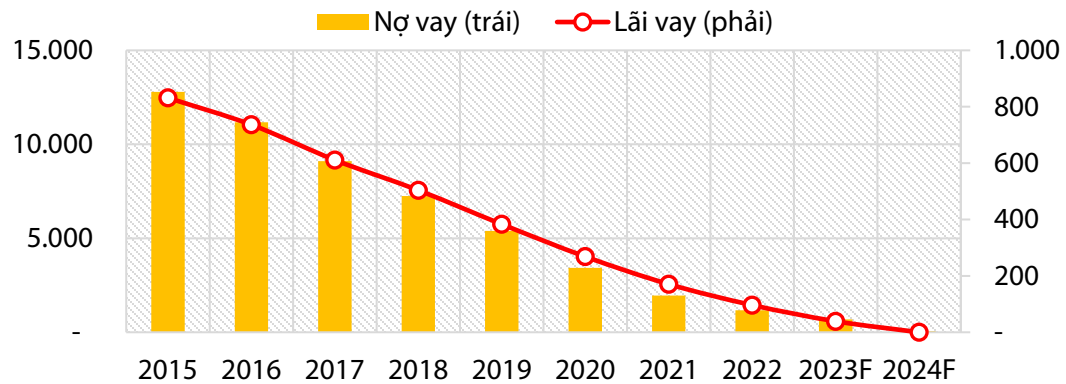
Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng điện (triệu kWh) và dự báo KQKD (tỷ đồng)



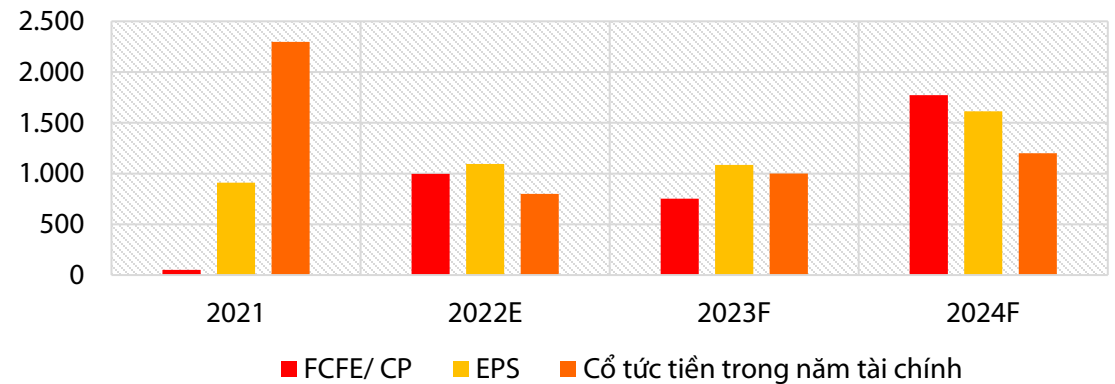
Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 3: HND đã gần hoàn tất nghĩa vụ nợ (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dòng tiền, lợi nhuận/cổ phiếu và cổ tức tiền (VND)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

TRUNG LẬP: +8% (*)

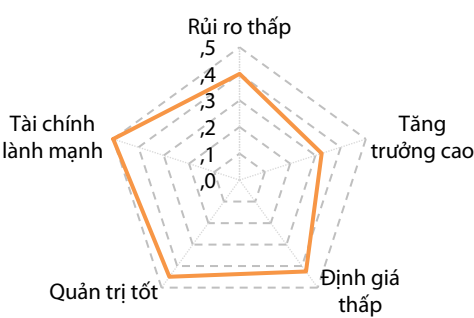
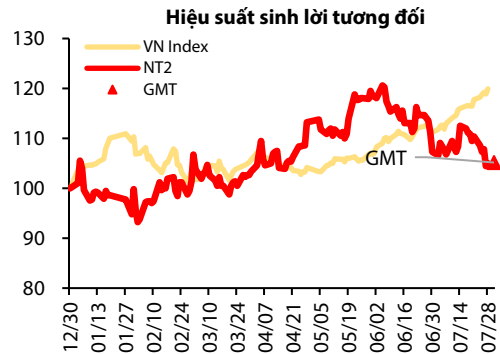
GTT: 29.400

GMT: 29.400

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Điện	Doanh thu (tỷ đồng)	8.788	7.538	9.673
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.420	LNST (tỷ đồng)	883	505	743
SLCPĐLH (triệu CP)	288	ROA (%)	11,9	7,4	9,7
KLCP 3 tháng (nghìn CP)	746	ROE (%)	19,1	11,5	16,3
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	23	EPS (VND)	2.992	1.729	2.541
SH NDTNN còn lại (%)	33,5	GTSS (đồng)	16.027	15.256	15.797
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	20 - 34	Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.648	2.500	2.000
		P/E (x)	9,7	16,9	11,5
		P/B (x)	1,8	1,9	1,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

6T/2023 lợi nhuận giảm mạnh svck, chủ yếu do sản lượng khí đầu vào thiếu hụt trong Q2

- Quý 2/2023, NT2 ghi nhận KQKD thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, với sản lượng điện đạt 1.054 triệu kWh (-2,0% QoQ, -10,8% YoY), trong khi giá khí đầu vào bình quân là 8,9 USD/triệu BTU (+0,8% QoQ, -12,2% YoY). Nguyên nhân chính của mức lợi nhuận sụt giảm QoQ và YoY là do sản lượng điện sản xuất do vấn đề nguồn cung khí đầu vào (nhà máy không được cấp đủ khí để vận hành đủ Qc và không phát thêm trên thị trường điện). Đồng thời do sản lượng khí cung thấp, nhà máy phải vận hành bổ sung sản lượng chạy dầu theo yêu cầu huy động của hệ thống điện, từ đó cũng làm tăng chi phí vận hành và bảo dưỡng.
- Trong 6T/2023, NT2 ghi nhận mức doanh thu và LNST lần lượt là 4.366 tỷ đồng (-7% YoY) và 378 tỷ đồng (-28% YoY), hoàn thành lần lượt 75% và 58% dự báo cho năm 2023 của chúng tôi.

Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng âm trong 2023, kỳ vọng đặt vào cổ tức tiền mặt

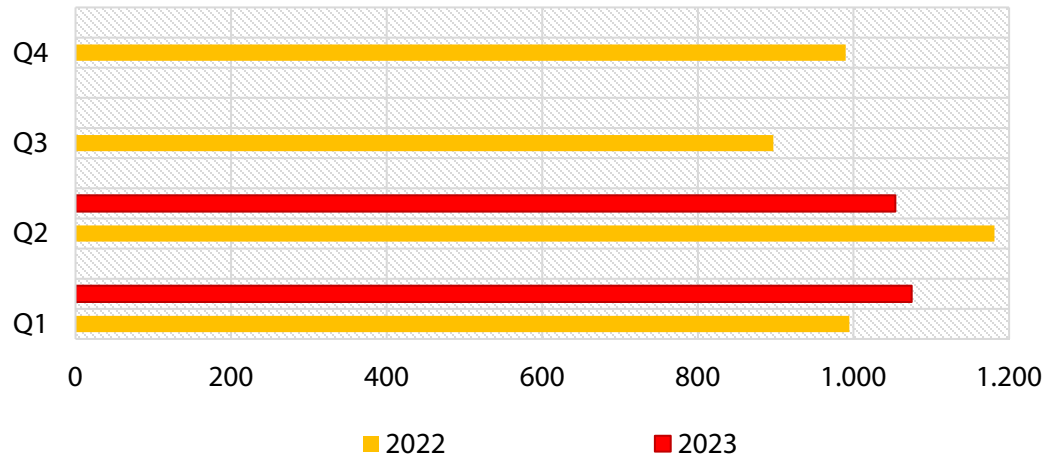
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng của NT2, tại mức 3,6 tỷ kWh (-10% YoY) do (1) Sản lượng kém khả quan trong 2Q23, (2) kế hoạch đại tu trong nửa cuối năm (từ 17/9 đến hết tháng 10), và (3) sản lượng điện hợp đồng Qc dự kiến huy động ở mức thấp trong tháng 8 (-86% YoY), và (4) ảnh hưởng của nguồn cung khí đầu vào. Cho cả năm 2023, chúng tôi hạ dự báo doanh thu thuần của NT2 xuống 7.538 tỷ đồng (-14,2% YoY). Chi phí đại tu của NT2 dự kiến sẽ bắt đầu phân bổ trong nửa cuối 2023 cùng với đợt đại tu. Theo đó, chúng tôi dự báo LNST trong năm 2023 của NT2 xuống còn 505 tỷ đồng (-42,8% YoY), tương ứng với mức EPS là 1.729 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi nhận thấy NT2 đã bước vào giai đoạn trả mức cổ tức tiền mặt hấp dẫn khi công ty hoàn thành xong nghĩa vụ nợ dài hạn từ T6/2021. Với nguồn tiền dồi dào và KQKQ khả quan trong 2022, chúng tôi dự báo NT2 sẽ có mức tỷ suất cổ tức quanh 8% trong 2023.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Khoản đền bù tỷ giá có thể ghi nhận muộn hơn dự báo của chúng tôi (Q4/2023).
- Sản lượng điện huy động trong T8/2023 tích cực hơn dự phóng của chúng tôi.

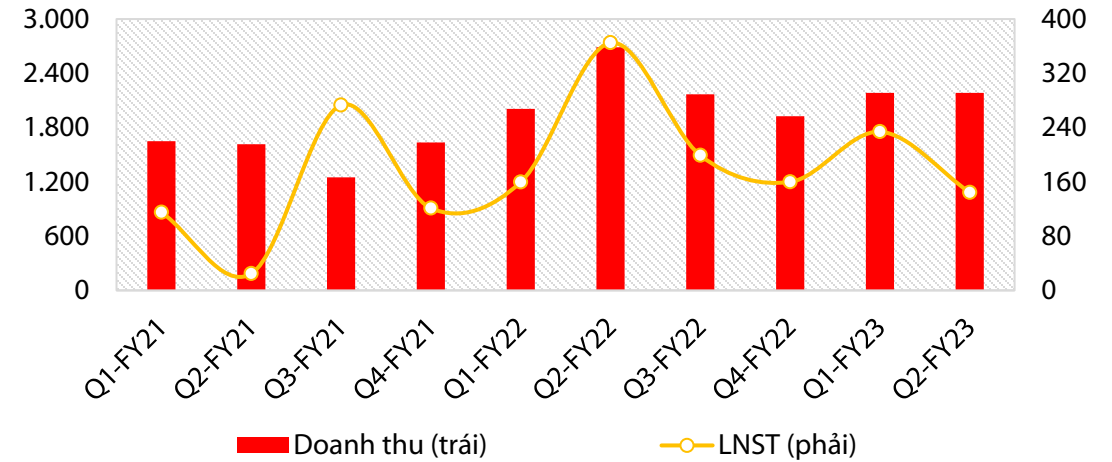
(*) Tỷ suất sinh lời bao gồm cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tiếp theo

Hình 1: Sản lượng điện theo quý (triệu kWh)



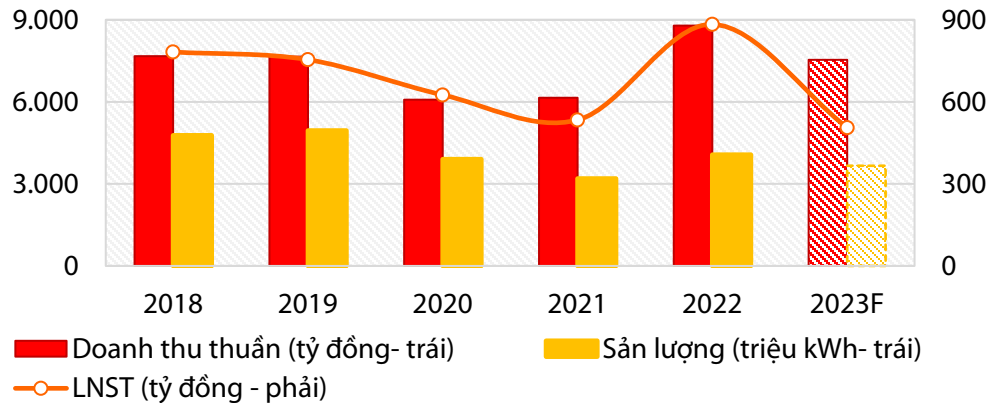
Nguồn: NT2, CTCK Rông Việt

Hình 2: KQKD theo quý (tỷ đồng)



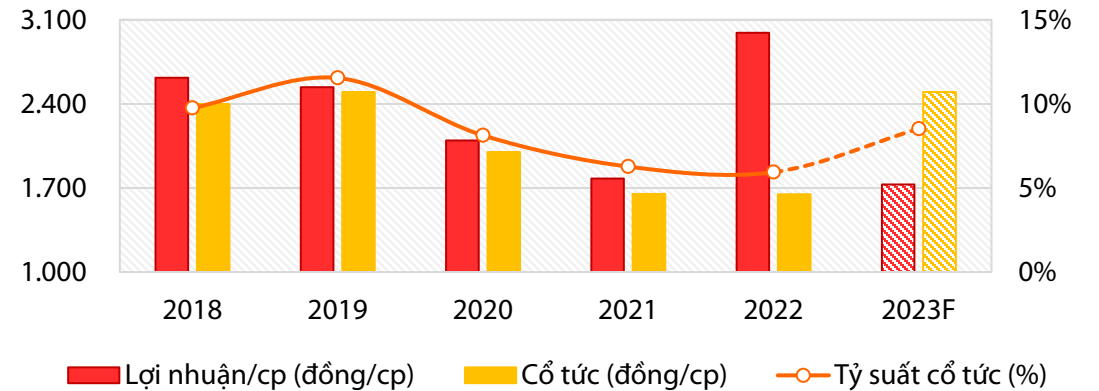
Nguồn: NT2, CTCK Rông Việt

Hình 3: Sản lượng điện (triệu kWh) và dự báo KQKD (tỷ đồng)



Nguồn: NT2, CTCK Rông Việt

Hình 4: Lợi nhuận/cp, cổ tức/cp và tỷ suất cổ tức (VND)



Nguồn: NT2, CTCK Rông Việt

TRUNG LẬP: +8% (*)

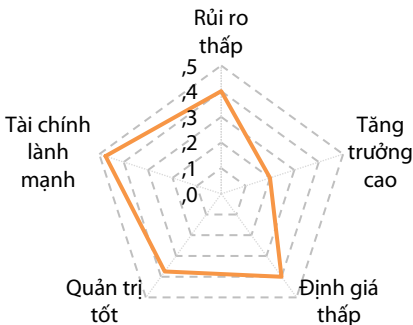
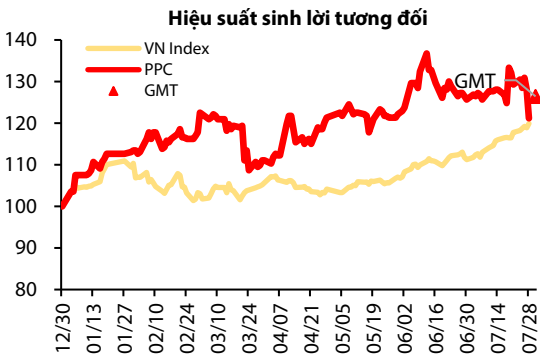
GTT: 15.000

GMT: 15.400

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023F 2024F



Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.825
SLCPĐLH (triệu CP)	321
KLCP 3 tháng (nghìn CP)	318
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	5
SH NDTNN còn lại (%)	36,0
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	10.5 – 18.5

Doanh thu (tỷ đồng)	5.278	6.089	6.834
LNST (tỷ đồng)	497	309	548
ROA (%)	8,6	4,7	8,6
ROE (%)	9,9	5,9	10,3
EPS (VND)	1.339	864	1.532
GTSS (đồng)	15.867	15.866	16.383
Cổ tức tiền mặt (đồng)	446	800	800
P/E (x)	8,2	17,4	9,8
P/B (x)	0,9	0,9	0,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

6T2023 lợi nhuận tăng mạnh svck chủ yếu nhờ lợi nhuận cổ tức từ công ty liên kết được ghi nhận trong Q2/2023

- Q2/2023, PPC ghi nhận doanh thu đạt 1.404 tỷ đồng (+7,2% QoQ, +8,9% YoY). Tuy nhiên LNST đạt 167 tỷ đồng (+320% QoQ, +124% YoY), chủ yếu do (1) sự thay đổi phương pháp hạch toán chi phí SCL dẫn đến chi phí SCL tài sản cố định trong Q2 ghi nhận 5,1 tỷ đồng (-94% YoY), và (2) ghi nhận khoản thu nhập cổ tức 99,8 tỷ đồng từ công ty liên kết trong quý này trong khi Q2/2022 không ghi nhận.
- Trong 6T/2023, PPC ghi nhận mức DT và LNST lần lượt là 2.715 tỷ đồng (+14,7% YoY) và 155 tỷ đồng (+33,5% YoY), hoàn thành lần lượt 45% và 67 % dự báo cho năm 2023 của chúng tôi.

KQKD 2H2023 chủ yếu nhờ khoản thu nhập cổ tức từ công ty liên kết

- Trong 2H2023, chúng tôi dự đoán PPC sẽ ghi nhận nốt phần cổ tức từ QTP và HND. Chúng tôi kỳ vọng phần lợi nhuận cổ tức này sẽ hỗ trợ KQKD của PPC khi trong Q3/2023 công ty dự kiến phải ghi nhận phần doanh thu thoái hoàn là 161 tỷ đồng (do sai sót thiết bị đo từ T12/2018-T3/2022). Do đó, cho cả năm 2023, chúng tôi dự đoán doanh thu thuần và LNST của PPC lần lượt đạt 6.089 tỷ đồng (+15,4% YoY) và 309 tỷ đồng (-37,8% YoY).
- Về luận điểm tỷ suất cổ tức, chúng tôi kỳ vọng KQKD phục hồi khi tổ máy S6 được khắc phục, cùng với KQKD ổn định từ các công ty liên kết sẽ hỗ trợ KQKD của PPC, chúng tôi dự báo PPC sẽ có mức lợi suất cổ tức 5-6% với mức chi trả cổ tức 800đ/cp trong giai đoạn 2023-2024.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tổ máy S6 của nhà máy Phả Lại 2 quay trở lại hoạt động muộn hơn dự kiến.
- Kế hoạch bảo trì, sửa chữa, vận hành tổ máy có thể đi chệch với ước tính của chúng tôi.
- Phần lợi nhuận từ ctkl có thể cao/thấp hơn ước tính.

(*) Tỷ suất sinh lời bao gồm cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tiếp theo

TRUNG LẬP: +2%(*)

GTT: 15.350

GMT: 15.200

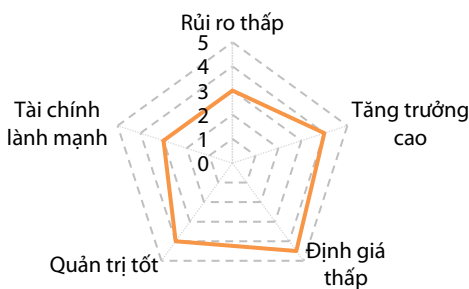
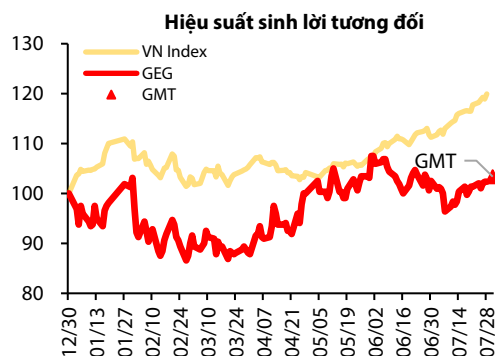
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A

2023F

2024F



Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.255
SLCPĐLH (triệu CP)	341
KLCP 3 tháng (nghìn CP)	1.866
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	29
SH NDTNN còn lại (%)	4,1
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	8.38 – 22.17

Doanh thu (tỷ đồng)	2.093	2.317	2.737
LNST (tỷ đồng)	257	161	280
ROA (%)	1,5	1,3	2,4
ROE (%)	6,0	3,7	6,2
EPS (VND)	780	417	925
GTSS (đồng)	11.078	10.736	11.031
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	400	400
P/E (x)	19,7	36,8	16,6
P/B (x)	1.4	1.4	1.4

LUÂN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD 6T/2023 đã ghi nhận sự đóng góp từ dự án điện gió mới Tân Phú Đông 1 (100MW), chi phí lãi vay tiếp tục áp lực lên lợi nhuận

- Lũy kế 6T/2023, GEG ghi nhận tổng sản lượng điện đạt 490 triệu kWh (+1,3% YoY) do từ Q2/2023 bắt đầu ghi nhận đóng góp sản lượng từ dự án điện gió Tân Phú Đông 1 (17,93 triệu kWh). Dự Tân Phú Đông 1 đã đi vào hoạt động từ Q2/2023 với phương án giá tạm bằng 50% giá trần của khung giá theo Quyết định số 21.
- Trong 6T/2023, GEG ghi nhận doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTTS lần lượt đạt 1.028 tỷ đồng (-4,5% YoY) và 73 tỷ đồng (-57,5% YoY). Mức lợi nhuận 6T/2023 giảm mạnh chủ yếu do chi phí tài chính tăng cao, đặc biệt là Q2/2023 quy mô nợ vay tăng thêm, ghi nhận mức 206 tỷ đồng (+15,6% QoQ, +41,9% YoY) do nhà máy Tân Phú Đông 1 đi vào hoạt động làm (1) khấu hao dự án bắt đầu ghi nhận và (2) dự án ngừng vốn hóa lãi vay.

Điện gió sẽ thúc đẩy KQKD, chi phí lãi vay tiếp tục áp lực lên lợi nhuận

- Mảng điện mặt trời là mảng đóng góp ổn định vào thu nhập. Sở hữu 5 dự án điện mặt trời (259 MWp) với giá bán tương đối cao (FIT1) và 34 MWp điện mặt trời áp mái. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng này đạt khoảng 917 tỷ đồng (+12,9% YoY), đóng góp 40% tổng doanh thu trong 2023. Lợi nhuận và dòng tiền từ mảng này sẽ tăng qua từng năm nhờ lãi vay giảm.
- Mảng điện gió trong năm 2023 có đóng góp từ Tân Phú Đông 1, bên cạnh 3 dự án trước đây. Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng điện gió sẽ đạt khoảng 991,4 tỷ đồng (+43% YoY), trong đó, với dự án TPĐ 1, chúng tôi đang để mức giá tạm (50% khung giá theo Quyết định số 21).
- Thủy điện dự kiến vẫn là mảng đóng góp ổn định vào cơ cấu doanh thu của GEG. Cho cả năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ thủy điện dự kiến sẽ đóng góp khoảng 17% vào cơ cấu doanh thu trong GEG.
- Nhìn chung cho cả năm 2023, chúng tôi dự đoán doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTTS của GEG lần lượt đạt 2.317 tỷ đồng (+10,7% YoY) và 161 tỷ đồng (-37,4% YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Chính sách giá cho NLTT có thể ảnh hưởng phần nào đến tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp.

KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Đỗ Thạch Lam

Senior Analyst

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Bất động sản

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Đặng Chính

Analyst

chinh.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Trịnh Thị Thu Hoài

Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Nguyễn Hà Trinh

Senior Consultant

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Lê Kim Ngân

Analyst

ngan.lk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Dầu khí
- Phân bón

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Bùi Đặng Cát Khánh

Assistant

khanh.bdc@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến 8 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

