

NGÀNH ĐIỆN: Xây lắp hạ tầng điện là trọng tâm trong 2024

- Trong 2024, dự kiến huy động nhiệt điện sẽ tích cực hơn. Trong đó, điện than hưởng lợi từ nhu cầu cao miền Bắc trong khi điện khí phục hồi từ nền thấp.
- Xây lắp điện sẽ là trọng tâm ngành trong 2024, củng cố bởi nhu cầu cấp bách truyền tải Nam – Bắc và những tín hiệu mới từ chính sách NLTT.
- Chúng tôi lựa chọn PC1 cho chiến lược đầu tư ngành điện 2024, với vị thế là doanh nghiệp xây lắp hạ tầng điện và EPC điện gió đầu ngành.

Dự kiến tăng trưởng sản lượng điện 2024 sẽ cải thiện từ nền thấp

Trong 2023, chúng tôi dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức thấp, đạt 4.5% svck, tiếp tục thấp hơn so với dự báo QHĐ8 là 9.1%. Chúng tôi nhận thấy lý do chính đến từ nhu cầu điện cho sản xuất công nghiệp giảm sút trong bối cảnh nền kinh tế và xuất khẩu đình trệ. Theo đó, sự phục hồi của nhóm ngành này trong 2024 sẽ giúp tăng trưởng nhu cầu điện đạt 8.4%, hỗ trợ cải thiện sản lượng huy động các nguồn điện. Chúng tôi nhận thấy những sự kiện trong 2023, là cơ sở cho triển vọng 2024 tích cực hơn bao gồm 1) Tăng giá điện bán lẻ sẽ cải thiện dòng tiền thanh toán cho các nhà máy cũng như dòng tiền đầu tư dự án hạ tầng điện của EVN; 2) Khung giá mới cho NLTT mở ra cơ hội phát triển các dự án từ 2024; 3) Dòng khí LNG đầu tiên đã chính thức được đưa vào kho cảng LNG Thị Vải, đánh dấu bước đầu xu hướng dài hạn của Việt Nam trong nỗ lực giảm phát thải.

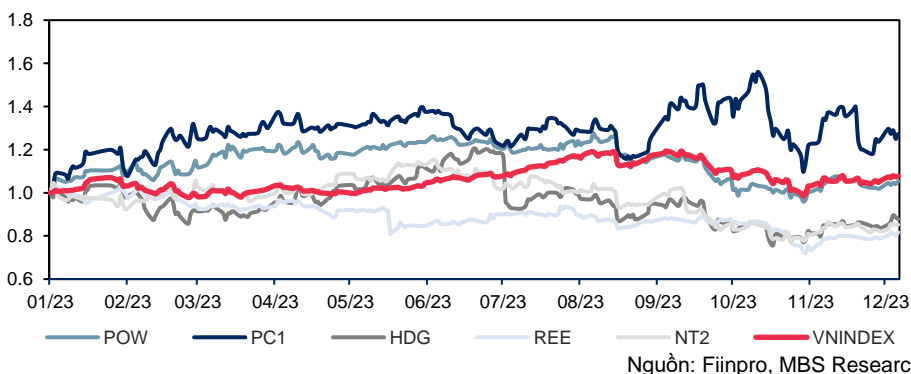
Huy động nhiệt điện tích cực trong 2024

Trong bối cảnh nhu cầu điện dự kiến hồi phục, điện than, đặc biệt tại phía Bắc sẽ duy trì sản lượng tích cực trong 2024. Chúng tôi nhận thấy QTP sẽ hưởng lợi, hỗ trợ bởi nhu cầu cao cùng giá than hạ nhiệt. Bên cạnh đó, sản lượng điện khí dự kiến phục hồi từ nền thấp 2023 tuy vẫn có những rủi ro thiếu khí, đặc biệt trong nửa cuối năm khi các nhà máy không còn lịch sửa chữa lớn, POW có thể ghi nhận KQKD khả quan hơn. Sản lượng thủy điện vẫn sẽ gặp nhiều áp lực trong 6T/24 nhưng dự kiến tốt lên từ nửa cuối năm khi thời tiết chuyển pha trung tính, hỗ trợ sự phục hồi cho một số doanh nghiệp thủy điện đáng chú ý, có định giá rẻ như REE.

Tập trung phát triển NLTT trong dài hạn, cơ hội lớn cho nhóm xây lắp điện

Thông tư 19 về khung giá NLTT được phê duyệt vào T11/23, mở ra những hi vọng cho thị trường NLTT. Hơn nữa, động lực phát triển điện điện gió từ nay đến 2030 là rất lớn nhằm đạt được những cam kết trong JETP. Trong bối cảnh đó, bên cạnh hoạt động tổng thầu EPC điện NLTT dự kiến sẽ sôi động hơn từ 2024, phát triển hạ tầng điện là nhiệm vụ cấp bách nhằm đáp ứng hệ thống có tỉ lệ công suất NLTT cũng như hỗ trợ truyền tải từ Nam ra Bắc. Chúng tôi lựa chọn **PC1** là cổ phiếu ưa thích cho chiến lược đầu tư ngành điện 2024.

Hình 1: Diễn biến giá so với đầu năm nhóm cổ phiếu ngành điện và VNINDEX



Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Dung1.NguyenTien@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

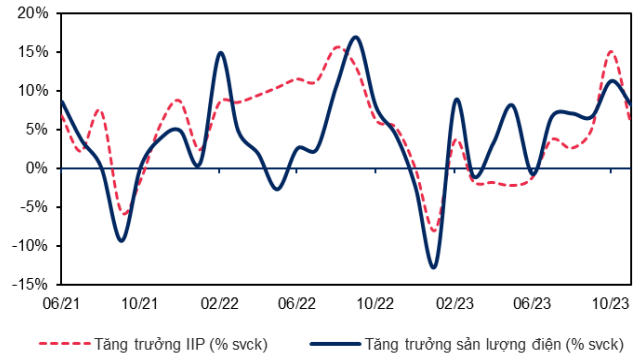
Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.NguyenHaDuc@mbs.com.vn

Tình hình ngành điện trong năm 2023

Sản lượng điện tiêu thụ có sự cải thiện trong Q3/23 nhưng chưa đạt kỳ vọng với sản lượng 11T23 thấp hơn kế hoạch

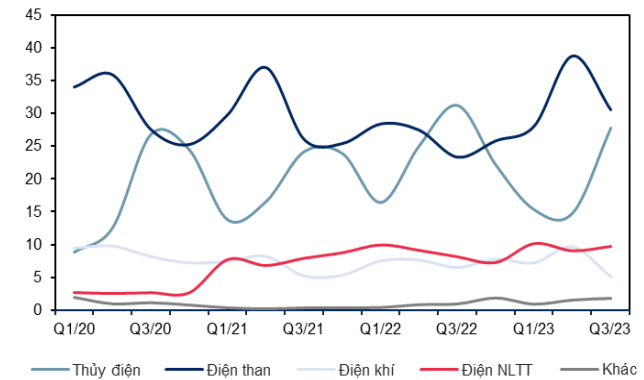
Sản lượng điện 11T23 tăng 4.3% svck, thấp hơn so với kế hoạch của Bộ Công Thương là 5.9% svck, chủ yếu do nhóm ngành công nghiệp, đặc biệt nhóm thâm dụng điện như sản xuất sắt, thép, xi măng, giấy – nhóm chiếm tỉ trọng tiêu thụ điện lớn nhất, đình trệ do những khó khăn chung về tình hình sản xuất và xuất khẩu. Tuy nhiên, tiêu thụ điện có sự cải thiện từ Q3/23, ghi nhận mức tăng trưởng >6% svck từ T7/23 và đạt 11.3% svck trong T10/23, hỗ trợ bởi tăng trưởng IIP phục hồi từ mức tăng trưởng âm Q2/23.



Nguồn: EVN, Tổng cục Thống kê, MBS Research

Sản lượng thủy điện cải thiện, trong khi sản lượng nhiệt điện ghi nhận mức sụt giảm mạnh từ Q3/23 (Đơn vị: tỷ kWh)

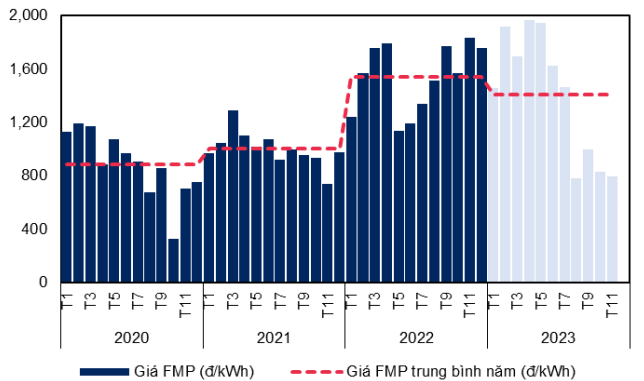
Về cơ cấu huy động, điện than chiếm 40% sản lượng huy động trong Q3/23 đạt 30 tỷ kWh, tuy nhiên, đây là mức giảm mạnh sv Q2/23 do mùa nóng đi qua và phải nhường dư địa huy động cho thủy điện. Sản lượng thủy điện cải thiện 87% sv nền thấp Q2/23 đạt 27.8 tỷ kWh (chiếm 37% tổng sản lượng) do thủy văn thuận lợi hơn. Trong khi đó, sản lượng điện khí giảm 46% sv Q2/23 chỉ đạt 5.1 tỷ kWh (7% tổng sản lượng) do nhu cầu điện thấp và nhiều nhà máy điện khí bảo dưỡng trong kỳ. Sản lượng điện NLTT duy trì ổn định, đạt 9.8 tỷ kWh, đóng góp 13% tổng sản lượng huy động.



Nguồn: EVN, MBS Research

Giá điện toàn phần (FMP) trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) giảm mạnh từ Q3/23, giảm cạnh tranh nhóm nhiệt điện

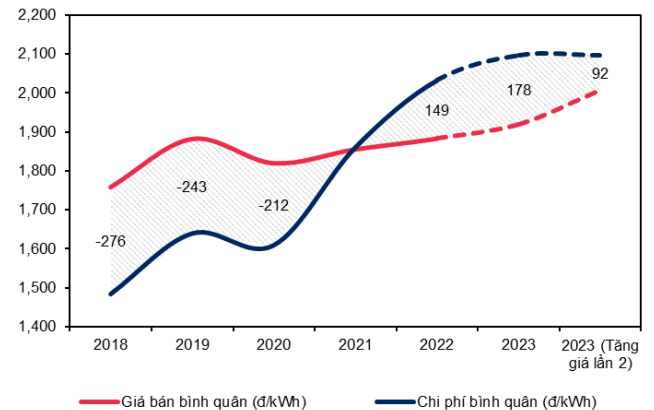
Giá FMP trung bình 11T23 đạt 1,406đ/kWh, giảm 9% svck, mặc dù ghi nhận mức giá cao trong 6T đầu năm, hỗ trợ bởi huy động nhiệt điện tích cực. Tuy nhiên từ Q3/23 giá FMP bình quân đã giảm xuống dưới 1,000đ/kWh, chủ yếu do huy động thủy điện tích cực hơn, và các nguồn nhiệt điện gần như không phát trên CGM do giá biến đổi các nguồn điện này cao hơn nhiều giá thị trường trong bối cảnh nhu cầu điện duy trì ở mức thấp.



Nguồn: GENCO3, MBS Research

Giá điện bán lẻ bình quân tăng 4.5% đạt 2,006đ/kWh từ tháng 11/2023 hỗ trợ triển vọng chung toàn ngành điện

EVN chính thức tăng giá bán lẻ điện lên 2,006đ/kWh vào T11/23, đây là lần tăng giá thứ 2 trong năm nay giúp giá điện tăng 7.6% sv 2022. Việc tăng giá điện lần này sẽ giúp EVN có thêm khoảng 26,000 tỷ doanh thu cho năm 2024, qua đó hỗ trợ cải thiện khả năng thanh toán cho EVN và góp phần giúp triển vọng chung của ngành điện cũng sẽ tươi sáng hơn từ 2024 theo hai kênh chính: 1) Dòng tiền thanh toán cho các nhà máy điện được cải thiện, đặc biệt là nhóm nhiệt điện; 2) Dòng tiền đầu tư cho các dự án lưới điện, vốn đã bị cắt giảm đáng kể sẽ được khôi phục.



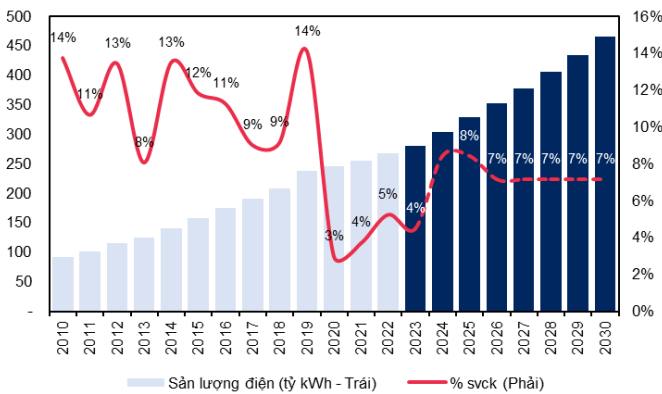
Nguồn: EVN, MBS Research

Triển vọng ngành điện năm 2024

Chúng tôi dự báo sản lượng sẽ tăng 8.4% trong năm 2024

Chúng tôi dự báo nhu cầu điện phục hồi từ 2024 đạt 8.4% svck từ mức thấp của 2023 (+4.5% svck), tuy nhiên, đây vẫn là mức thấp hơn kế hoạch cung cấp điện của Bộ Công Thương là khoảng 9% cho 2024 do chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng hơn về sự phục hồi nhu cầu điện cho nhóm Công nghiệp – Xây dựng. Hơn nữa, dự kiến tăng trưởng kép sản lượng điện trung bình sẽ đạt 7.5% giai đoạn 2024-30 theo kịch bản thấp QHĐ8. Đây sẽ là điểm tựa, củng cố triển vọng sản lượng của các nguồn điện. Trong 2024, sản lượng thủy điện và điện khí sẽ ghi nhận sự phục hồi 8% svck và 11% svck từ nền thấp. Sản lượng điện NLTT sẽ tăng nhẹ 6% svck hỗ trợ bởi công suất bổ sung từ nguồn dự án chuyển tiếp, trong khi sản lượng điện than sẽ tiếp tục tăng trưởng 9% svck do nhu cầu cao tại miền Bắc.

Hình 2: Dự kiến tăng trưởng tiêu thụ điện 2023 chỉ đạt 4.5% svck sau đó sẽ tăng trưởng kép 7.5% trong 2024-30 theo kịch bản thấp QHĐ8



Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Hình 3: Dự kiến sản lượng điện khí và thủy điện sẽ phục hồi từ nền thấp, trong khi điện than và NLTT sẽ tiếp tục tăng trưởng trong 2024

| Tỷ kWh | 2022 | | | 2023 | | | 2024 | | |
|-------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|
| | Sản lượng | % svck | % tỉ trọng | Sản lượng | % svck | % tỉ trọng | Sản lượng | % svck | % tỉ trọng |
| Thủy điện | 95 | 21% | 35% | 80 | -16% | 29% | 87 | 8% | 29% |
| Điện than | 105 | -11% | 39% | 129 | 23% | 46% | 141 | 9% | 46% |
| Điện khí | 30 | 12% | 11% | 28 | -6% | 10% | 31 | 11% | 10% |
| NLTT | 35 | 10% | 13% | 38 | 9% | 13% | 40 | 6% | 13% |
| Khác | 4 | 193% | 2% | 6 | 38% | 2% | 6 | -1% | 2% |
| Tổng | 268 | 4.9% | | 281 | 4.5% | | 304 | 8.4% | |

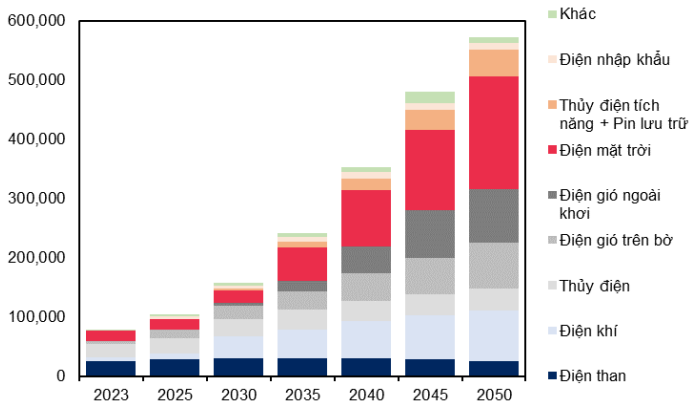
Nguồn: EVN, MBS Research

Xây lắp hạ tầng điện sẽ là tiêu điểm ngành từ 2024

Trong khi khâu phát điện vẫn đang phải đối mặt với những rủi ro về huy động sản lượng, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp xây lắp bao gồm xây lắp dự án truyền tải và nhà máy điện, sẽ có triển vọng chắc chắn hơn từ năm 2024. Theo EVN, dự kiến kế hoạch đầu tư xây dựng cho 2024 vào khoảng 102,000 tỷ, tăng 12% sv mức thực hiện trong 2023 với dự án đường dây 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phôi Núi được cho là đặc biệt quan trọng. Chúng tôi cho rằng hoạt động xây lắp các dự án truyền tải là cần thiết trong bối cảnh hệ thống điện chưa đáp ứng được tỉ trọng công suất cao NLTT cùng với nhu cầu cấp bách tăng cường cung ứng điện cho miền Bắc. Trong khi đó, xây dựng các nguồn điện sẽ là điểm tựa cho tăng trưởng kinh tế, đặc biệt với ý chí quyết tâm của chính phủ tập trung phát triển NLTT để tiến tới phát thải ròng bằng “0” từ 2050.

Chúng tôi cho rằng động lực để thực hiện hóa hai nhiệm vụ quan trọng trên đến từ 1) Tình hình tài chính của EVN đang dần được cải thiện, hỗ trợ đẩy mạnh dòng tiền đầu tư các dự án truyền tải của doanh nghiệp này, đặc biệt khi khối lượng công việc cho xây lắp đường dây, trạm biến áp (TBA) khá cao từ nay đến 2030; 2) Tham vọng mở rộng công suất điện gió và điện khí từ nay đến 2030 đang được hiện thực hóa khi khung giá cho NLTT, và dự thảo khung giá điện khí LNG đã được ban hành trong Q4/23.

Hình 4: Theo QHĐ8, nhu cầu đầu tư nguồn điện đạt tăng trưởng kép 8% trong 2023-50, tập trung vào điện NLTT và điện khí (Đơn vị: MW)



Nguồn: QHĐ8, MBS Research

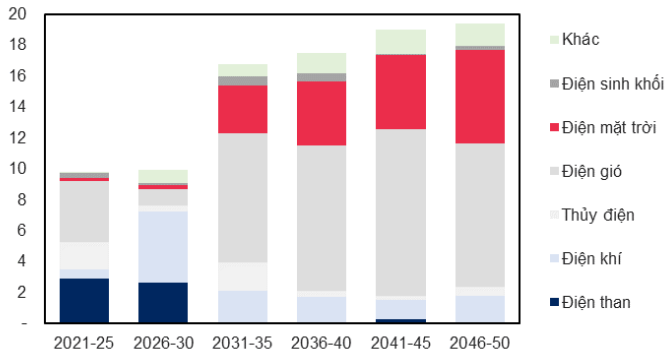
Hình 5: Khối lượng công việc cho phát triển các dự án truyền tải điện cũng ở mức cao trong 2021-50 với giá trị ước tính 1.6 tỷ USD/năm

| Phân loại | Đơn vị | Khối lượng thực hiện | |
|---------------------------|--------|----------------------|-------------------|
| | | 2021-30 | 2031-50 |
| HVDC* | | | |
| Trạm biến áp | MW | - | 40.000 - 60.000 |
| Đường dây truyền tải | km | - | 5.200 - 8.300 |
| Trạm biến áp 500kV | | | |
| Xây dựng mới | MVA | 45.750 - 52.050 | 90.900 - 105.400 |
| Nâng cấp | MVA | 36.000 - 38.700 | 117.482 - 120.150 |
| Đường dây 500kV | | | |
| Xây dựng mới | km | 11.048 - 12.300 | 9.276 - 11.152 |
| Nâng cấp | km | 1.324 | 801 |
| Trạm biến áp 220kV | | | |
| Xây dựng mới | MVA | 71.525 - 82.775 | 124.875 - 134.125 |
| Nâng cấp | MVA | 34.247 - 37.247 | 104.625 - 106.750 |
| Đường dây 220kV | | | |
| Xây dựng mới | km | 15.921 - 16.520 | 11.395 - 11.703 |
| Nâng cấp | km | 6.484 | 504 - 654 |

(* HVDC: Hệ thống truyền tải một chiều điện áp cao)

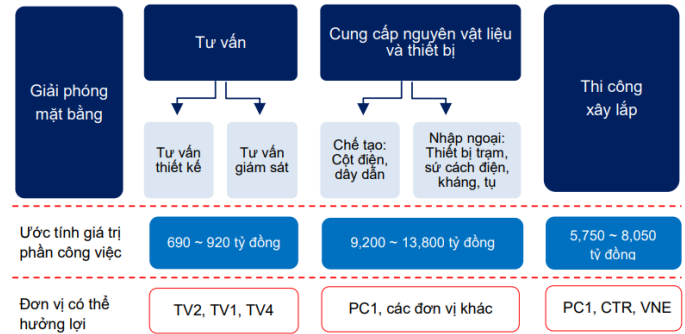
Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Hình 6: Ước tính cần khoảng 11 tỷ USD/năm cho phát triển nguồn điện trong giai đoạn 2023-30, đây sẽ là nguồn thu dồi dào cho doanh nghiệp xây dựng hạ tầng chuỗi điện khí và điện gió (Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Hình 7: Doanh nghiệp xây lắp nổi bật như PC1, VNE và các doanh nghiệp tư vấn như TV2 sẽ hưởng lợi từ các dự án trọng điểm



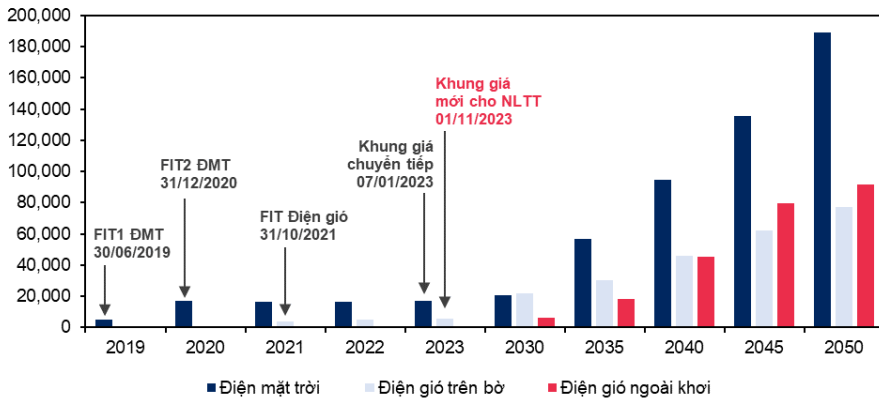
Nguồn: BCT, MBS Research

Năng lượng tái tạo: Những chuyển biến mới sẽ thúc đẩy sản lượng

Trong bối cảnh sản lượng của nhóm NLTT duy trì ở mức ổn định, triển vọng tăng trưởng của các doanh nghiệp trong ngành đến từ khả năng mở rộng công suất, điều mà đã bị chững lại gần hai năm khi chính sách giá FIT hết hạn từ T11/21. Về tình hình đàm phán hợp đồng PPA cho các dự án theo khung giá chuyển tiếp, tính đến 11/10/2023, đã có 21/85 nhà máy/phần nhà máy (tổng công suất 1,201.42MW) hoàn thành thủ tục COD đã phát điện thương mại lên lưới, trong đó nổi bật một số dự án của các doanh nghiệp niêm yết bao gồm Tân Phú Đông 1 (GEG), Phù Mỹ 1,3 (BCG).

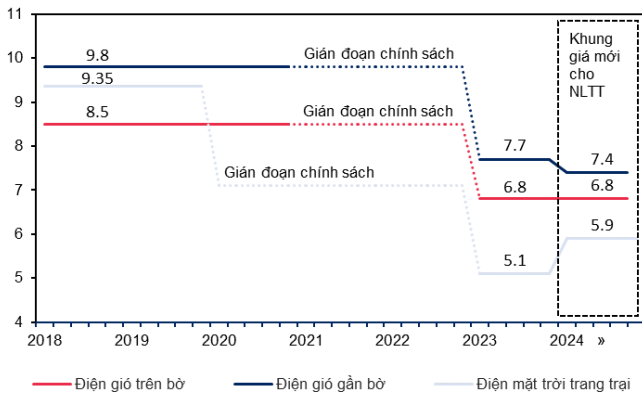
Ngày 01/11/2023, Bộ Công Thương ban hành Thông tư 19 – Quy định phương pháp xây dựng khung giá NLTT (không áp dụng với các dự án NLTT chuyển tiếp hoặc các dự án có hợp đồng mua bán điện còn hiệu lực với EVN), có hiệu lực từ 19/12/2023. Đây sẽ là cơ sở đàm phán giữa EVN và các chủ đầu tư NLTT, tuy nhiên, sẽ vẫn cần thời gian để EVN tính toán mức giá cụ thể nhằm đánh giá tính khả thi kinh tế cho các dự án. Trước mắt, với quyết tâm phát triển nhanh, mạnh công suất điện gió từ nay đến 2030 theo QHĐ8, chúng tôi cho rằng đây là văn bản quan trọng, là bản lề để thực hiện hóa tham vọng này.

Hình 8: Nhu cầu phát triển điện gió rất lớn từ nay đến 2030, đạt tăng trưởng kép 30%, theo đó, khung giá mới sẽ là bản lề để thực hiện hóa mục tiêu này từ 2024 (Đơn vị: MW)



Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Hình 9: Giá bán điện gió có thể đi ngang so với khung chuyển tiếp, tuy nhiên, cần một mức giá cao hơn để điện mặt trời có hiệu quả về kinh tế (Đơn vị: UScent/kWh)



Nguồn: Bộ Công Thương, EVN, MBS Research

Hình 10: Chúng tôi thực hiện tính toán giá điện NLTT theo khung giá mới, dựa trên những giả định như sau:

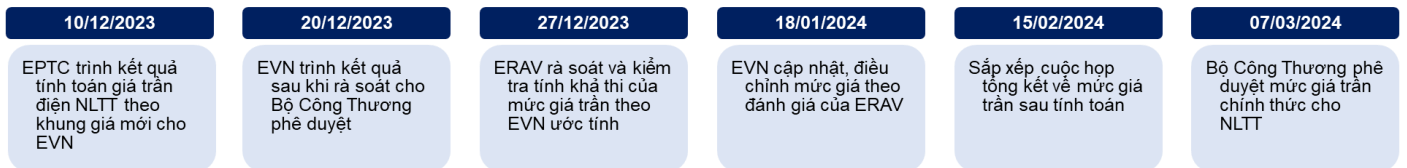
| Đơn vị | Điện mặt trời | Điện gió trên bờ | Điện gió ngoài khơi | |
|------------------------------|---------------|------------------|---------------------|--------------|
| Công suất** | MW | 50MW | 50MW | 50MW |
| Số giờ vận hành** | giờ/năm | 1,900 | 3,100 | 3,500 |
| Suất đầu tư** | tỷ đồng | 18 | 34 | 41 |
| Đời sống kinh tế* | năm | 20 | 20 | 20 |
| Tỷ suất LNST/VCSH* | % | 12% | 12% | 12% |
| Thuế suất quy định* | % | 20% | 20% | 20% |
| Lãi suất vay nội tệ** | % | 9% | 9% | 9% |
| Lãi suất vay ngoại tệ** | % | 7% | 7% | 7% |
| Giá cố định bình quân | đ/kWh | 1,295 | 1,500 | 1,602 |
| Giá cố định O&M | đ/kWh | 123 | 143 | 176 |
| Giá trần MBS ước tính | đ/kWh | 1,419 | 1,642 | 1,778 |

(*) Thông số tính toán theo quy tắc trong Thông Tư 19

(**) Thông số giả định theo MBS Research

Nguồn: Thông Tư 19-BCT, MBS Research

Hình 11: Công đoạn dự kiến trong lộ trình ban hành mức giá trần khung giá mới từ nay đến Q1/24



Nguồn: Gulf Energy, MBS Research

Chúng tôi thực hiện tính toán giá trần theo Thông Tư 19, dựa trên giả định của một nhà máy điện tiêu chuẩn của điện gió trên bờ, gần bờ và điện mặt trời trang trại. Theo đó, mức giá trần mới có thể đi ngang và giảm nhẹ so với giá điện khung giá chuyển tiếp, lần lượt là 7.4 UScent/kWh và 6.8 UScent/kWh cho điện gió gần bờ và trên bờ. Giá điện mặt trời trang trại dự tính khoảng 5.9 UScent/kWh (+16% sv giá điện khung chuyển tiếp) để đảm bảo tính khả thi về kinh tế. Chúng tôi lưu ý rằng ước tính sẽ có sự khác biệt phụ thuộc vào giả định lãi suất, suất đầu tư và sản lượng thiết kế của nhà máy. Chúng tôi cho rằng đây là ba yếu tố sẽ tạo nên sự khác biệt, và những doanh nghiệp có năng lực trong triển khai dự án, tối ưu chi phí và huy động vốn rẻ sẽ hưởng lợi lớn nhất trong giai đoạn này. Trong bối cảnh điện mặt trời sẽ hạn chế phát triển từ nay đến 2030, tập trung vào mũi nhọn điện gió, chúng tôi tiến hành chạy bảng phân tích độ nhạy suất đầu tư và lãi suất lên giá bán điện cho hai nguồn điện gió trên bờ

và điện gió gần bờ. Theo đó, giả định suất đầu tư giảm 6%, lãi suất giảm 0.5 điểm% sẽ hỗ trợ giá điện gió giảm 6-7%.

Hình 12: Bảng phân tích độ nhạy giá điện gió trên bờ theo hai biến lãi suất và suất đầu tư

| Suất đầu tư (tỷ đồng) | Lãi suất cho vay trung bình (%) | | | | | | |
|-----------------------|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 6.0% | 6.5% | 7.0% | 7.4% | 8.0% | 8.5% | 9.0% |
| 28 | 1,315 | 1,329 | 1,342 | 1,353 | 1,369 | 1,382 | 1,395 |
| 30 | 1,409 | 1,423 | 1,438 | 1,449 | 1,466 | 1,481 | 1,495 |
| 32 | 1,503 | 1,518 | 1,534 | 1,546 | 1,564 | 1,579 | 1,595 |
| 34 | 1,597 | 1,613 | 1,629 | 1,642 | 1,662 | 1,678 | 1,695 |
| 36 | 1,691 | 1,708 | 1,725 | 1,739 | 1,760 | 1,777 | 1,794 |
| 38 | 1,785 | 1,803 | 1,821 | 1,836 | 1,857 | 1,876 | 1,894 |
| 40 | 1,879 | 1,898 | 1,917 | 1,932 | 1,955 | 1,974 | 1,994 |

Nguồn: MBS Research

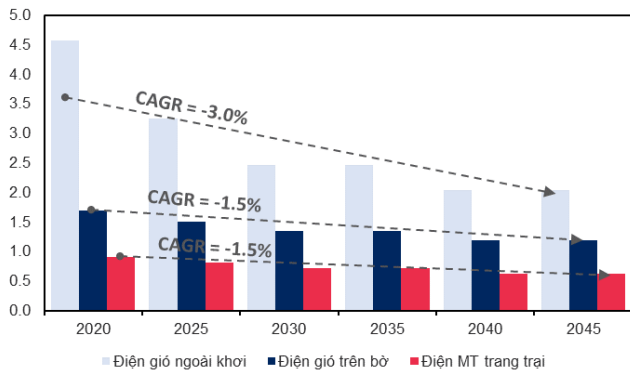
Hình 13: Bảng phân tích độ nhạy giá điện gió gần bờ theo hai biến lãi suất và suất đầu tư

| Suất đầu tư (tỷ đồng) | Lãi suất cho vay trung bình (%) | | | | | | |
|-----------------------|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 6.0% | 6.5% | 7.0% | 7.4% | 8.0% | 8.5% | 9.0% |
| 35 | 1,476 | 1,491 | 1,506 | 1,517 | 1,535 | 1,550 | 1,565 |
| 37 | 1,561 | 1,576 | 1,592 | 1,604 | 1,623 | 1,639 | 1,654 |
| 39 | 1,645 | 1,661 | 1,678 | 1,691 | 1,711 | 1,727 | 1,744 |
| 41 | 1,729 | 1,746 | 1,764 | 1,778 | 1,798 | 1,816 | 1,833 |
| 43 | 1,814 | 1,832 | 1,850 | 1,864 | 1,886 | 1,904 | 1,923 |
| 45 | 1,898 | 1,917 | 1,936 | 1,951 | 1,974 | 1,993 | 2,012 |
| 47 | 1,982 | 2,002 | 2,022 | 2,038 | 2,062 | 2,082 | 2,102 |

Nguồn: MBS Research

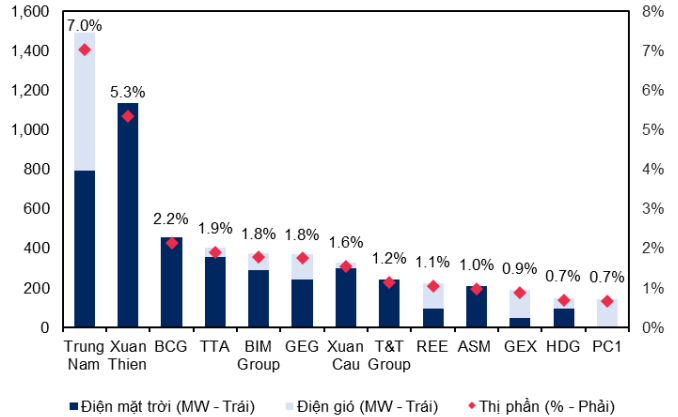
Chúng tôi nhận thấy xu hướng suất đầu tư giảm, đặc biệt giá thiết bị - chi phí chiếm tỉ trọng lớn (70-75% tổng mức đầu tư) sẽ hỗ trợ triển vọng đầu tư các dự án điện gió. Trong đó, chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp có năng lực và kinh nghiệm triển khai dự án, sở hữu những dự án có sản lượng tốt, suất đầu tư hợp lý, cũng như khả năng huy động vốn rẻ sẽ hưởng lợi trong giai đoạn tới bao gồm PC1, HDG, GEG, REE.

Hình 14: Chi phí đầu tư các dự án điện NLTT dự kiến sẽ giảm dần từ nay đến 2045, đặc biệt đến từ chi phí mua sắm thiết bị - chi phí chiếm tỉ trọng lớn (Đơn vị: Triệu USD)



Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Hình 15: Các doanh nghiệp có kinh nghiệm triển khai dự án điện gió như GEX, GEG, và có năng lực huy động vốn rẻ như PC1, HDG sẽ có lợi thế trong giai đoạn tới



Nguồn: MBS Research

Chúng tôi nhận thấy những vụ việc về sai phạm trong quy hoạch và NLTT đang tạo áp lực lên triển vọng của ngành

Ngày 25/12/2023, Thanh tra Chính phủ công bố kết luận thanh tra việc chấp hành chính sách, pháp luật trong việc thực hiện quy hoạch và đầu tư các công trình điện theo QHĐ 7 và QHĐ 7 điều chỉnh. Theo đó, hàng loạt nhưng cái tên – là những doanh nghiệp NLTT lớn trong ngành được báo cáo có sai phạm trong quá trình triển khai dự án. Nhìn chung, theo kết luận, chúng tôi nhận thấy những tồn tại, hạn chế, khuyết điểm phần lớn thuộc về các quan nhà nước, bao gồm Bộ Công Thương, EVN, Ủy Ban Nhân Dân các tỉnh, và các sở/ngành liên quan. Về phía doanh nghiệp sẽ vẫn có những phương án xử lý kinh tế nhằm khắc phục hậu quả, đặc biệt rủi ro hơn với những trường hợp nằm trong danh sách chuyển tiếp sang Bộ Công An để tiến hành điều tra thêm. Về hướng xử lý cụ thể, vẫn cần thêm những kết luận từ bên điều tra, dự kiến trong Q1-Q2/24 để

làm rõ hơn về hướng xử phạt, tuy nhiên chúng tôi đánh giá đây là một trong những rủi ro khó lường, ảnh hưởng lên triển vọng của doanh nghiệp.

Hình 16: Danh sách dự án của các công ty niêm yết có tên trong văn bản thanh tra

| Dự án | Loại hình | Chủ đầu tư | Tình trạng sai phạm | Đề xuất xử lý doanh nghiệp |
|-------------------|---------------|------------|--|---|
| Vũng Áng 1 | Điện than | POW | - Chưa thực hiện tính toán lại giá điện sau khi kiểm toán vốn đầu tư dự án | - Doanh nghiệp đang đàm phán lại để điều chỉnh giá bán điện hợp đồng với EVN |
| Nhơn Trạch 2 | Điện khí | NT2, POW | - Nhà thầu EPC thi công khi chưa có bản vẽ - Thẩm định sai giá cát san nền - Phê duyệt đầu tư xây dựng trước khi có đánh giá tác động môi trường | NA |
| Sông Bung 4A | Thủy điện | GEX | - Giá thanh toán ban đầu đạt 1.271đ/kWh, vượt trần khung giá năm 2015 là 1,060đ/kWh. - Trong 2022 doanh nghiệp đã ký mới hợp đồng PPA với mức giá 1.110đ/kWh phù hợp với khung giá thủy điện. | - Xử phạt kinh tế theo số tiền lãi đã thanh toán vượt khung giá. |
| DMT Thác Mơ | Điện mặt trời | TMP | - Nằm trong danh sách 14 dự án hưởng cơ chế giá FIT 7.09cent/USD không đúng với nghị quyết | - Rà soát, xem xét việc hưởng cơ chế khuyến khích |
| BCG Long An 1 | Điện mặt trời | BCG | - Phê duyệt diện tích sử dụng đất tăng sai 0.6ha, thuê đất vượt 1.29ha - COD trước khi có văn bản nghiệm thu | - Rà soát, xem xét việc hưởng cơ chế khuyến khích - Thu hồi diện tích đất tăng sai (3.7% tổng diện tích) |
| BCG Long An 2 | Điện mặt trời | BCG | - Phê duyệt diện tích sử dụng đất tăng sai 4.2ha - Xây dựng trên một phần của 124ha đất rừng sản xuất - COD trước khi có văn bản nghiệm thu | - Rà soát, xem xét việc hưởng cơ chế khuyến khích - Thu hồi diện tích đất tăng sai (3.3% tổng diện tích) |
| Đức Huệ | Điện mặt trời | GEG | - Phê duyệt thuê đất vượt quá 9.67ha | - Rà soát, xem xét việc hưởng cơ chế khuyến khích - Thu hồi diện tích đất tăng sai |
| Hồng Phong 4 | Điện mặt trời | HDG | - Xây dựng trên đất mặt khu vực dự trữ khoáng sản quốc gia | - Chuyển đến Bộ Công an hồ sơ vụ việc để điều tra và xử lý - Thu hồi diện tích đất sai phạm |
| SP Infra 1 | Điện mặt trời | HDG | - Nằm trong danh sách 14 dự án hưởng cơ chế giá FIT 9.35cent/USD không đúng nghị quyết | - Xử lý kinh tế đối với 14 dự án điện mặt trời đã và đang hưởng cơ chế khuyến khích sai phạm |
| Europlast Long An | Điện mặt trời | ASM | - Khởi công xây dựng khi chưa được UBND tỉnh cho thuê đất | - Rà soát xử lý theo quy định |
| Cư Jút | Điện mặt trời | CHP | - Sai phạm trong quy hoạch sử dụng đất và thuê đất - Khởi công xây dựng khi chưa được phê duyệt thuê đất - Vận hành thương mại trước khi kiểm tra công tác nghiệm thu | - Rà soát xử lý theo quy định các dự án vận hành thương mại trước khi có văn bản chấp thuận nghiệm thu |
| Phú Lạc 2 | Điện gió | REE (50%) | - Xây dựng trên đất mặt khu vực dự trữ khoáng sản quốc gia | - Chuyển đến Bộ Công an hồ sơ vụ việc để điều tra và xử lý - Thu hồi diện tích đất sai phạm |

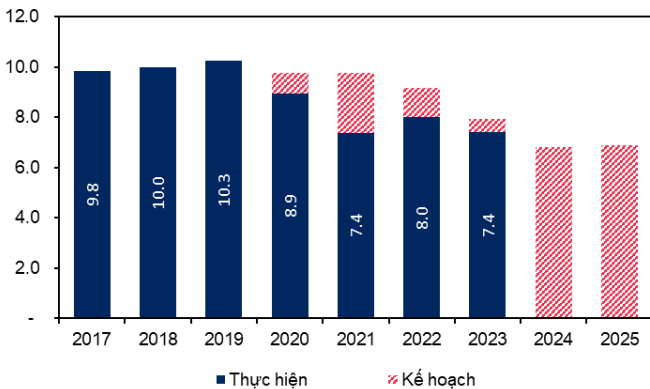
Nguồn: MBS Research

Điện khí: Triển vọng dài hạn bền vững tuy đối mặt với nhiều khó khăn trong ngắn hạn

Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi cho rằng nhóm điện khí còn nhiều khó khăn:

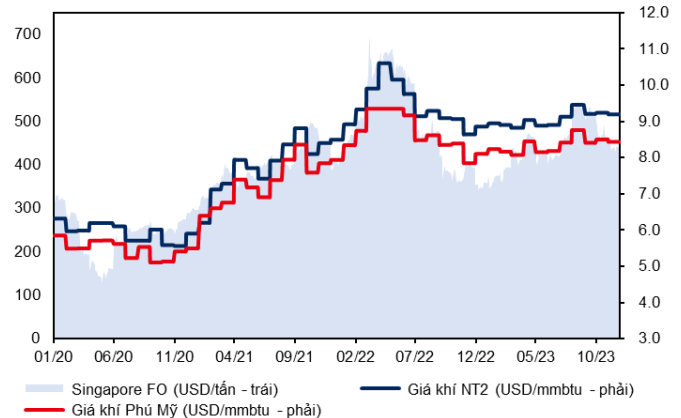
- Trong 2023, chúng tôi dự đoán sản lượng điện khí sẽ giảm 6% svck do nhu cầu điện tại miền Nam tăng trưởng ở mức thấp, đặc biệt khi khu vực này gặp tình trạng thừa nguồn do công suất bổ sung từ NLTT. Bên cạnh đó, trong năm, nhiều nhà máy có lịch sửa chữa lớn. Nguồn khí cung cấp cho các nhà máy nhất là trong những tháng cao điểm bị thiếu hụt, nhiều nhà máy không chạy được hết công suất và một số phải chạy dầu DO dự phòng, ảnh hưởng đến biên LN.
- Nhìn sang 2024, chúng tôi dự báo sản lượng điện khí sẽ phục hồi 11% svck từ mức nền thấp 2023 nhờ nhu cầu điện phục hồi và huy động thủy điện vẫn gặp khó khăn trong ít nhất 4-5 tháng đầu năm. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy một số rủi ro có thể làm gián đoạn đà phục hồi bao gồm 1) Thiếu hụt khí trong giai đoạn cao điểm ảnh hưởng đến hiệu quả huy động; 2) Giá khí neo cao sẽ làm giảm khả năng cạnh tranh điện khí trong giai đoạn thừa cung.

Hình 17: Tình hình cấp khí đang sụt giảm mạnh qua các năm, liên tục không đạt kế hoạch năm từ 2020, chúng tôi dự phóng sản lượng khí cấp năm 2024-25 sẽ tiếp tục giảm svck (Đơn vị: tỷ m3)



Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 18: Giá khí giảm so với mức đỉnh 2022, nhưng vẫn neo ở mức cao so với trung bình quá khứ, chúng tôi cho rằng nền giá cao sẽ duy trì trong 2024 do chi phí khai thác các mỏ mới ngày càng đắt đỏ

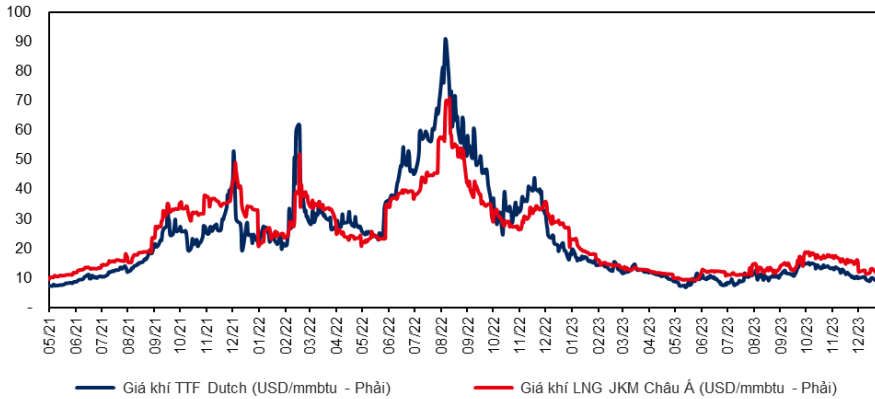


Nguồn: Bloomberg, GENCO3, NT2, MBS Research

Về dài hạn, điện khí sẽ là một trong những mũi nhọn phát triển chính theo QHĐ8:

- Điện khí LNG sẽ là nguồn chạy nền quan trọng trong hệ thống có tỉ trọng công suất NLTT cao. Chúng tôi nhận thấy vai trò của LNG càng trở nên quan trọng hơn trong bối cảnh tình hình cấp khí nội địa giảm sút. Hiện tại, dòng khí đầu tiên đưa về kho cảng Thị Vải có mức giá từ 11-13USD/mmbtu, cao hơn so với giá khí nội địa từ 8-9USD/mmbtu, chúng tôi cho rằng xu hướng giảm của giá khí LNG thế giới cũng như giá điện bán lẻ dự kiến sẽ tiếp tục tăng sẽ hỗ trợ sản lượng huy động nhóm điện này. Chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp đang tham gia vào chuỗi giá trị điện khí LNG bao gồm các doanh nghiệp đầu tư hạ tầng như GAS cũng như những doanh nghiệp phát triển dự án điện như POW với Nhơn Trạch 3&4, và PGV với LNG Long Sơn.
- Đối với dự án trọng điểm Lô B - Ô Môn, tuy vẫn có những vướng mắc trong đàm phán các điều khoản từ cả phía thượng nguồn và hạ nguồn, đây sẽ là triển vọng dài hạn cho PVN với các dự án nhà máy điện Ô Môn III, IV mới nhận chuyển giao từ EVN.

Hình 19: Một số giá khí LNG thế giới có xu hướng giảm mạnh từ mức đỉnh 2022, thu hẹp chênh lệch giá với giá khí nội địa, hỗ trợ triển vọng nhập khí LNG cho Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 20: Danh sách các dự án điện khí nổi bật trong giai đoạn 2023-35 theo kế hoạch thực hiện QHĐ8

| Nhà máy | Công suất (MW) | Tiến độ dự kiến | Chủ đầu tư | Tiến độ |
|-------------------------|----------------|-----------------|--|--|
| Điện khí LNG | | | | |
| Nhon Trạch 3&4 | 1,600 | 2024-25 | PVPower | Đang thi công |
| LNG Hiệp Phước 1 | 1,200 | 2025 | Công ty TNHH Hải Linh | Đang thi công |
| LNG Bạc Liêu | 2,400 | 2027-29 | Delta Offshore Energy | Đang lập FS |
| LNG Quảng Ninh 1 | 1,500 | 2028-29 | PVPower - Colavi - Tokyo Gas - Marubeni | Đang lập FS |
| LNG Thái Bình | 1,500 | 2029 | | Đang lựa chọn nhà đầu tư |
| LNG Nghi Sơn | 1,500 | 2029-30 | | Đang lựa chọn nhà đầu tư |
| LNG Quỳnh Lập | 1,500 | 2029-30 | | |
| LNG Quảng Trạch | 1,500 | 2029-30 | EVN | |
| LNG Hải Lăng | 1,500 | 2028-29 | Tập đoàn T&T - Hanwha - Kospo - Kogas | Đang lập FS |
| LNG Cà Ná | 1,500 | 2029-30 | | Đang lựa chọn nhà đầu tư |
| LNG Sơn Mỹ 2 | 2,250 | 2027-29 | Tập đoàn AES | Đang lập FS |
| LNG Sơn Mỹ 1 | 2,250 | 2027-29 | EDF - Sojitz - Kyushu - Pacific Group | Đang lập FS |
| LNG Long Sơn | 1,500 | 2031-35 | PGV - TTC - TV2 - Mitsubishi - GE - GTPP | |
| LNG Long An 1 | 1,500 | 2021-30 | VinaCapital - GE | Đang lập FS |
| LNG Long An 2 | 1,500 | 2031-35 | VinaCapital - GE | |
| Điện khí nội địa | | | | |
| Ô Môn III, IV (Lô B) | 2,100 | 2028-30 | PVN | PVN nhận bàn giao hồ sơ từ T6/23, đang lập GSA |
| Ô Môn II (Lô B) | 1,050 | 2027 | Vietracimex - Marubeni | |
| Dung Quất 1,2,3 (CVX) | 2,250 | 2028 | | |
| Miền Trung 1,2 (CVX) | 1,500 | 2030 | PVN | |

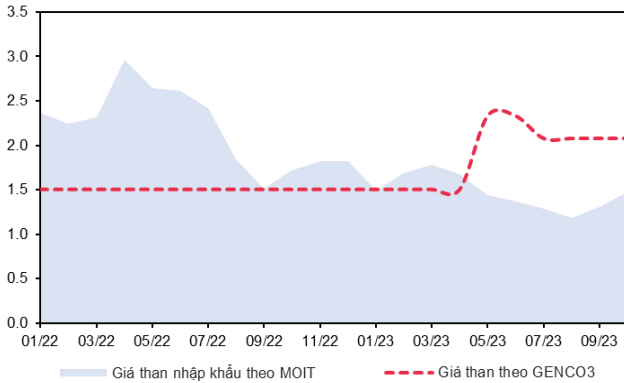
Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Điện than: Triển vọng huy động sản lượng tích cực trong 2024

Trong 2023, dự kiến nhóm điện than, đặc biệt tại miền Bắc ghi nhận mức sản lượng huy động tích cực (+23% svck), tuy nhiên việc giá than cao do các nhà máy phải sử dụng than trộn, cũng như giá thị trường thấp làm giảm biên LN của các doanh nghiệp trong ngành.

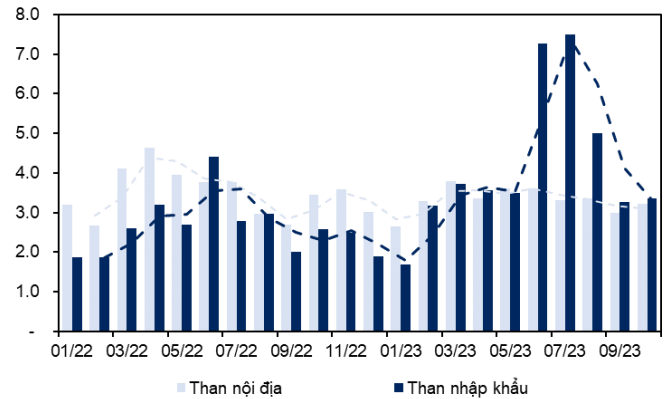
Nhìn sang 2024, chúng tôi duy trì triển vọng huy động sản lượng tích cực nhóm điện than (+9% svck) đặc biệt tại miền Bắc và trong 6T24, hỗ trợ bởi 1) Miền Bắc có tỉ trọng thủy điện cao, bị ảnh hưởng bởi thủy văn kém tích cực đến ít nhất Q2/24, phải bù đắp bằng điện than trong cao điểm những tháng mùa nóng; 2) Giá than nhập khẩu đang có xu hướng giảm mạnh, hỗ trợ giá than trộn giảm theo cải thiện khả năng cạnh tranh của điện than so với điện khí; 3) Công suất bổ sung từ nhóm nhà máy điện than gặp sự cố về cơ bản đã khắc phục xong như Thái Bình 2, Vũng Áng 1. Chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp điện than tại miền Bắc như QTP, HND sẽ hưởng lợi từ 2024.

Hình 21: Các nhà máy điện than phải sử dụng than trộn từ 2023, đẩy giá đầu vào tăng. Tuy đã giảm nhẹ từ Q3/23, giá than trộn vẫn có độ trễ so với giá than nhập (Đơn vị: triệu đồng)



Nguồn: GENCO3, Bộ Công Thương, MBS Research

Hình 22: Nguồn than 2024 sẽ được đảm bảo khi TKV tăng cường nhập khẩu than đảm bảo cho điện từ Q3/23 (Đơn vị: tỉ tấn)



Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS Research

Thủy điện: Khó khăn kéo đến hết nửa đầu 2024

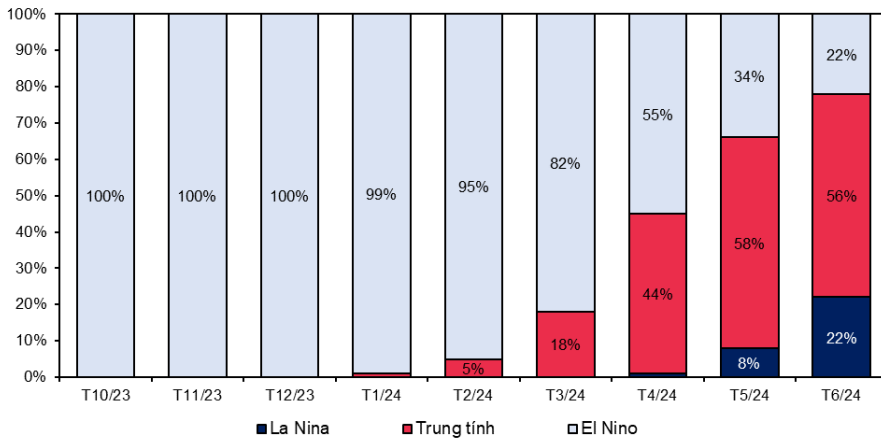
Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu (IRI), dự kiến pha El Nino sẽ đạt đỉnh trong T12/23 và T1/24, sau đó tiếp tục duy trì đến ít nhất Q2/24, kéo theo thời tiết cực đoan, nắng nóng và các đợt khô hạn. Theo đó, dự kiến nửa đầu năm sản lượng thủy điện tiếp tục duy trì ở mức thấp, tạo dư địa huy động cho các nguồn điện khác. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng một sự cải thiện trong nửa cuối 2024 khi pha thời tiết trung tính hơn, hỗ trợ sản lượng thủy điện phục hồi 8% svck từ mức nền thấp 2023 (-16% svck). Hiện tại, thủy điện vẫn đang là nguồn điện được huy động tối ưu nhất do giá rẻ và EVN vẫn gặp nhiều khó khăn về tài chính, chúng tôi cho rằng triển vọng của thủy điện đi rất sát với tình hình thủy văn, thời tiết và không bị ảnh hưởng bởi tình trạng thừa nguồn. Theo đó, dự kiến nhóm doanh nghiệp thủy điện có thể ghi nhận sản lượng tích cực hơn từ nửa sau 2024, bao gồm REE, HDG.

Hình 23: Số tháng các hồ thủy điện duy trì mực nước dưới mức nước chết trong năm 2023 cao hơn hẳn so với năm 2022 nền cao, ảnh hưởng từ pha El Nino, tuy nhiên, mực nước đã cải thiện từ Q3/23, hỗ trợ huy động sản lượng so với mức thấp 6T23

| | | T1/22 | T2/22 | T3/22 | T4/22 | T5/22 | T6/22 | T7/22 | T8/22 | T9/22 | T10/22 | T11/22 | T12/22 | T1/23 | T2/23 | T3/23 | T4/23 | T5/23 | T6/23 | T7/23 | T8/23 | T9/23 | T10/23 | T11/23 |
|--------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| Tây Bắc Bộ | Sơn La | 22.5% | 21.6% | 20.7% | 20.6% | 18.4% | 15.7% | 13.7% | 12.6% | 17.7% | 22.1% | 21.3% | 21.7% | 19.7% | 18.7% | 17.3% | 13.9% | 3.2% | 1.9% | 10.1% | 16.5% | 18.5% | 22.2% | 22.8% |
| | Hòa Bình | 37.3% | 33.0% | 34.4% | 33.5% | 31.9% | 33.6% | 30.4% | 24.7% | 35.4% | 44.1% | 43.3% | 42.9% | 43.7% | 38.3% | 36.3% | 39.2% | 38.4% | 28.7% | 21.4% | 33.0% | 40.6% | 44.9% | 45.9% |
| | Thác Bà | 17.6% | 15.1% | 13.2% | 10.4% | 9.2% | 13.7% | 15.5% | 18.8% | 23.7% | 26.0% | 25.7% | 24.8% | 21.3% | 15.2% | 11.7% | 7.1% | 1.0% | 0.5% | 5.1% | 11.5% | 16.5% | 21.4% | 21.6% |
| | Bản Chát | 10.1% | 9.8% | 9.2% | 8.3% | 7.1% | 9.1% | 10.0% | 8.8% | 8.9% | 9.4% | 9.6% | 9.6% | 9.1% | 8.3% | 6.4% | 3.2% | 1.3% | 1.3% | 4.3% | 8.3% | 9.7% | 10.0% | 10.2% |
| Bắc Trung Bộ | Bản Vẽ | 25.9% | 23.8% | 22.4% | 19.0% | 14.9% | 13.0% | 10.7% | 14.2% | 22.4% | 28.0% | 28.5% | 27.6% | 25.1% | 21.3% | 18.0% | 13.7% | 7.2% | 1.3% | 1.1% | 21.3% | 25.8% | 28.1% | 28.5% |
| | Quảng Trị | 6.2% | 5.8% | 5.2% | 4.8% | 4.1% | 3.4% | 2.3% | 1.2% | 1.2% | 4.3% | 5.9% | 6.5% | 6.4% | 5.9% | 5.3% | 4.4% | 3.4% | 2.5% | 0.8% | 0.3% | 0.6% | 3.3% | 5.9% |
| | Trung Sơn | 5.3% | 5.3% | 2.8% | 1.7% | 2.3% | 5.6% | 1.9% | -0.5% | -0.3% | 1.6% | 1.0% | 4.8% | 3.5% | -0.3% | -1.6% | -1.7% | -2.2% | 1.9% | 0.6% | 0.0% | -0.1% | 4.3% | 6.1% |
| Nam Trung Bộ | Vĩnh Sơn A | 1.3% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.1% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | 1.3% | 1.2% | 1.2% | 1.1% | 1.0% | 0.9% | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 1.3% |
| | Vĩnh Sơn B | 1.5% | 1.5% | 1.4% | 1.2% | 1.0% | 0.8% | 1.1% | 1.3% | 1.4% | 1.7% | 1.7% | 1.6% | 1.6% | 1.5% | 1.3% | 1.1% | 1.0% | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.7% | 1.1% |
| | Sông Ba Hạ | 2.9% | 3.0% | 2.7% | 2.3% | 2.6% | 2.4% | 1.5% | 2.2% | 1.8% | 1.9% | 2.3% | 3.7% | 3.4% | 3.0% | 2.7% | 1.8% | 1.2% | 2.0% | 1.9% | 1.8% | 1.2% | 1.7% | 1.9% |
| | A Vương | 11.3% | 10.8% | 9.9% | 10.3% | 9.5% | 9.0% | 8.3% | 7.1% | 6.0% | 10.4% | 10.0% | 11.1% | 11.6% | 11.0% | 10.1% | 7.4% | 6.3% | 6.7% | 5.2% | 4.0% | 2.8% | 6.3% | 10.8% |
| Tây Nguyên | Sông Hinh | 6.2% | 6.6% | 6.4% | 6.6% | 6.6% | 6.5% | 5.8% | 5.3% | 5.2% | 5.4% | 6.1% | 6.6% | 6.6% | 6.6% | 6.5% | 5.8% | 5.0% | 4.3% | 3.2% | 1.9% | 1.1% | 1.8% | 5.4% |
| | Sông Bung 2 | 6.7% | 6.5% | 5.8% | 5.7% | 6.0% | 6.4% | 5.9% | 4.4% | 3.0% | 5.9% | 5.7% | 6.6% | 6.6% | 6.1% | 5.8% | 5.3% | 5.5% | 4.8% | 3.5% | 2.8% | 1.3% | 4.8% | 6.1% |
| | Buôn Kuốp | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.4% | 0.5% | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.5% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.6% |
| | Srêpôk 3 | 1.3% | 1.1% | 1.1% | 0.7% | 0.9% | 1.3% | 1.3% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 1.0% | 1.2% | 1.0% | 0.7% | 0.7% | 0.0% | 0.3% | 0.5% | 0.7% | 0.8% | 0.9% | 1.0% | 1.4% |
| | An Khê | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.5% |
| | Pleikrông | 6.1% | 6.0% | 6.1% | 6.0% | 4.6% | 1.9% | 1.4% | 2.6% | 4.0% | 6.0% | 5.9% | 6.1% | 6.0% | 5.7% | 5.4% | 4.4% | 3.1% | 1.7% | 1.8% | 4.7% | 5.8% | 6.1% | 6.1% |
| | Ialy | 4.7% | 4.0% | 2.7% | 1.4% | 2.2% | 2.9% | 2.4% | 2.3% | 3.9% | 4.9% | 4.4% | 4.4% | 4.3% | 3.6% | 2.2% | 1.3% | 0.7% | 2.6% | 2.2% | 3.8% | 4.4% | 4.9% | 5.0% |
| | Đồng Nai 3 | 3.4% | 3.0% | 2.5% | 2.0% | 1.8% | 1.4% | 1.3% | 1.4% | 1.8% | 2.6% | 3.1% | 3.3% | 3.2% | 2.7% | 2.3% | 1.4% | 0.4% | 0.3% | 0.8% | 1.9% | 2.4% | 3.1% | 3.5% |
| Đông Nam Bộ | Sê San 4 | 2.1% | 1.1% | 1.1% | 1.4% | 0.7% | 0.6% | 1.1% | 2.0% | 2.1% | 2.1% | 2.0% | 1.8% | 1.8% | 1.4% | 0.6% | 0.1% | 0.1% | 0.5% | -59.5% | 2.0% | 2.1% | 2.1% | 2.4% |
| | Hàm Thuận | 4.9% | 4.2% | 3.4% | 2.6% | 2.0% | 2.4% | 2.5% | 2.6% | 2.8% | 3.8% | 4.3% | 4.5% | 4.3% | 3.7% | 2.9% | 1.8% | 1.1% | 1.4% | 1.9% | 4.4% | 4.8% | 5.1% | 5.2% |
| | Đa Mi | 0.4% | 0.4% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.3% | 0.4% | 0.2% | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.5% | 0.3% | 0.5% | 0.5% | 0.6% |
| | Trị An | 22.9% | 22.6% | 21.7% | 20.1% | 13.2% | 6.7% | 6.7% | 12.4% | 17.1% | 20.1% | 18.0% | 17.6% | 17.3% | 15.7% | 12.9% | 5.9% | 2.8% | 6.6% | 10.5% | 21.5% | 22.4% | 23.1% | 23.0% |
| | Thác Mơ | 9.3% | 8.2% | 7.3% | 5.8% | 4.5% | 3.9% | 5.2% | 7.9% | 9.1% | 9.8% | 9.9% | 9.4% | 8.7% | 7.7% | 6.6% | 4.9% | 1.8% | 0.8% | 2.7% | 7.7% | 9.2% | -12.1% | 10.1% |

Nguồn: EVN, MBS Research

Hình 24: Theo IRI, dự kiến pha El Nino sẽ đạt đỉnh trong cuối 2023 và duy trì đến Q2/23 với xác suất xảy ra cao nhất



Nguồn: IRI, MBS Research

Chúng tôi lựa chọn PC1 cho chiến lược đầu tư ngành điện

| Cổ phiếu | Rating | Giá mục tiêu (đồng/cp) | Luận điểm đầu tư |
|----------|--------|------------------------|---|
| PC1* | MUA | 32,200 | <ul style="list-style-type: none"> Doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp điện, hưởng lợi từ dự án trọng điểm đường dây 500kV từ 2024. Ngoài ra, đã có những tín hiệu rõ ràng hơn về chính sách giá cho NLTT, đây là tiềm năng tăng giá của doanh nghiệp trong năm tới với vị trí là nhà thầu EPC điện gió. Giai đoạn 2024, PC1 dự kiến ghi nhận tăng trưởng LN ròng đột biến 206% svck, hỗ trợ bởi các mảng kinh doanh mũi nhọn bắt đầu ghi nhận lợi nhuận bao gồm khai khoáng vận hành cả năm, ghi nhận LN từ BDS KCN và thủy điện, xây lắp phục hồi từ nền thấp. Doanh nghiệp tiếp tục mở rộng công suất mảng điện với hai trọng tâm chính là thủy điện và điện gió. Dự kiến doanh nghiệp sẽ đưa vào vận hành 2 nhà máy thủy điện nhỏ bao gồm Bảo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW) trong 2025-26. Ngoài ra, PC1 cũng đang theo sát cơ hội đầu tư một dự án điện gió tại Quảng Trị, doanh nghiệp đã chứng minh được năng lực triển khai dự án, các dự án ghi nhận sản lượng tốt, hiệu suất >80%, có tiêu chuẩn cao và huy động vốn rẻ. |
| POW | MUA | 13,700 | <ul style="list-style-type: none"> Doanh nghiệp điện khí hàng đầu hưởng lợi từ định hướng dài hạn của chính phủ, tập trung phát triển điện khí từ nay đến 2035. POW có cơ hội để nâng tầm vị thế khi tham gia đầu tư nhiều dự án điện khí trọng điểm có trong quy hoạch, bao gồm LNG Nhơn Trạch 3&4 (1,600MW – vận hành trong 2024-25) và LNG Quảng Ninh (1,500MW – vận hành trong 2028-29). LN ròng 2024 tăng trưởng 24% svck từ nền thấp 2023, hỗ trợ bởi: 1) Sản lượng điện khí phục hồi khi các nhà máy không còn lịch sửa chữa lớn; 2) Vũng Áng 1 hoạt động tối đa công suất từ T8/23; 3) Tăng trưởng LN ròng sẽ đáng kể hơn nhiều nếu ghi nhận thêm các khoản LN bất thường như bồi thường VA1 và thái vốn EVN Việt Lào (300 tỉ) vào mô hình định giá. Rủi ro thiếu khí lớn, tuy nhiên triển vọng dài hạn duy trì với định hướng điện khí LNG rõ ràng. |
| QTP | KKN | NA | <ul style="list-style-type: none"> Trong 2024, dự kiến sản lượng các nhà máy điện than, đặc biệt tại phía Bắc sẽ tiếp tục ghi nhận ở mức cao trong ít nhất 6 tháng đầu năm, hỗ trợ bởi nhu cầu phụ tải tăng cao vào mùa hè cũng như rủi ro thiếu điện luôn hiện hữu tại khu vực. Biên LN gộp cải thiện do giá than trộn giảm, neo theo giá than nhập giảm mạnh từ mức cao. Rủi ro thiếu than thấp do nhà máy gần mỏ than, phí vận chuyển rẻ và TKV tăng cường nhập khẩu than từ Q3/23. Giai đoạn 2025-26, ghi nhận LN đột biến do hết khấu hao thiết bị Quảng Ninh 2. |
| REE | MUA | 72,000 | <ul style="list-style-type: none"> Sở hữu dòng tiền dồi dào (CFO >15% từ 2018-23) nhờ tập trung vào các mảng kinh doanh tiện ích như điện, nước, cho thuê văn phòng. Nguồn tiền dồi dào, tài chính lành mạnh giúp REE chủ động trong việc quyết định các thương vụ tiếp theo, đặc biệt khi doanh nghiệp có tham vọng đầu tư các dự án điện gió ngoài khơi quy mô lớn trong dài hạn. Trong bối cảnh danh mục thủy điện – danh mục với giá đầu tư lớn nhất ghi nhận kết quả kém tích cực trong 2023, kéo LN ròng giảm 11% svck. Dự kiến mảng thủy điện sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2024 + với E.Town 6 đi vào hoạt động sẽ hỗ trợ LN ròng tăng 24% svck. Tuy nhiên, doanh nghiệp không có nhiều kế hoạch tăng trưởng đáng chú ý trong các năm tới. |
| HDG | MUA | 29,800 | <ul style="list-style-type: none"> Doanh nghiệp có lợi thế huy động vốn rẻ hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành, hỗ trợ bởi năng lực triển khai dự án, sản lượng tối ưu và suất đầu tư rẻ. Có sự chủ động đàm phán với ngân hàng để hưởng những mức lãi suất hấp dẫn. Dự kiến mảng thủy điện sẽ phục hồi từ nền thấp 2023 do pha El Nino dự báo sẽ kết thúc. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng LN 2024 đến từ mảng BDS do ghi nhận doanh thu từ Charm Villa. Định giá rẻ so với các doanh nghiệp đa ngành, tài sản chất lượng và sinh lời cao. Rủi ro đến từ hai dự án điện mặt trời sai phạm bao gồm Hồng Phong 4 và SP Infra 1. |

| | | | |
|-----|-----|--------|--|
| NT2 | MUA | 31,300 | <ul style="list-style-type: none"> Triển vọng phục hồi từ nền thấp 2023, hỗ trợ bởi nhờ máy hoạt động cả năm và không bị gián đoạn bởi lịch bảo dưỡng. Dòng tiền cải thiện, phải thu giảm, hỗ trợ bởi tình hình tài chính EVN cải thiện sau khi tăng giá bán lẻ. Tuy nhiên, rủi ro thiếu khí hiện hữu do tình hình suy giảm sản lượng các mỏ nội địa. Lựa chọn hợp lý đầu tư cổ tức, tỉ suất cổ tức trung bình 7-8%. |
| GEG | KKN | NA | <ul style="list-style-type: none"> Triển vọng phục hồi từ nền thấp trong 2024, hỗ trợ bởi sản lượng bổ sung từ Tân Phú Đông 1 (100MW), chính thức đi vào hoạt động từ T6/23 theo giá tạm 908đ/kWh (50% giá trần khung giá chuyển tiếp). Kết quả doanh thu sẽ cải thiện hơn nếu nhà máy chốt được giá chính thức ngang giá trần khung chuyển tiếp ~1,815đ/kWh. GEG dự kiến đưa vào vận hành 1 dự án điện gió - VPL2 Bến Tre (30MW) và 1 dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49MW), củng cố vị thế doanh nghiệp tái tạo hàng đầu trên thị trường. Rủi về gánh nặng chi phí tài chính vẫn lớn do tỉ lệ đòn bẩy duy trì ở mức cao, có áp lực đáo hạn trái phiếu trong 2024, tuy nhiên, đang được cải thiện dần do xu hướng lãi suất giảm mạnh. |

(* Các cổ phiếu lựa chọn theo MBS Research

Hình 25: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

| Tên công ty | Mã CP Bloomberg | Giá thị trường | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hóa tr USD | P/E (lần) | | P/BV (lần) | | EV/EBITDA (lần) | | ROE (%) | |
|--------------------------------|--------------------|----------------|--------------|-------------|-------------------|-----------|------|------------|------|-----------------|------|---------|------|
| | | Nội tệ | Nội tệ | | | TTM | 2024 | Hiện tại | 2024 | TTM | 2024 | TTM | 2024 |
| Điện khí | | | | | | | | | | | | | |
| PVPower | POW VN | 11,550 | 13,700 | MUA | 1,114.0 | 17.1 | 16.7 | 0.9 | 0.9 | 6.4 | 5.8 | 5.2 | 5.0 |
| GENCO 3 | PGV VN | 23,300 | NA | KKN | 1,069.2 | 12.7 | 9.6 | 1.6 | 1.4 | 6.5 | 6.6 | 12.2 | 15.4 |
| CTCP Điện Lực Nhơn Trạch 2 | NT2 VN | 26,200 | 31,300 | MUA | 305.0 | 19.2 | 17.4 | 1.8 | 1.8 | 6.3 | 5.8 | 9.0 | 11.2 |
| <i>Trung bình</i> | | | | | | 16.3 | 14.6 | 1.4 | 1.3 | 6.4 | 6.1 | 8.8 | 10.5 |
| <i>Trung vị</i> | | | | | | 17.1 | 16.7 | 1.6 | 1.4 | 6.4 | 5.8 | 9.0 | 11.2 |
| Điện than | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Nhiệt điện Hải Phòng | HND VN | 13,800 | NA | KKN | 279.8 | 12.5 | 12.9 | 1.1 | 1.1 | 4.5 | 3.9 | 8.7 | 13.1 |
| CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh | QTP VN | 14,600 | NA | KKN | 270.2 | 8.7 | 6.9 | 1.1 | 1.0 | 3.6 | 3.6 | 12.3 | 15.0 |
| CTCP Nhiệt điện Phả Lại | PPC VN | 15,600 | NA | KKN | 206.0 | 10.5 | 6.8 | 1.0 | NA | 19.4 | 8.4 | 9.5 | 14.3 |
| <i>Trung bình</i> | | | | | | 10.6 | 8.9 | 1.0 | 1.0 | 9.2 | 5.3 | 10.2 | 14.1 |
| <i>Trung vị</i> | | | | | | 10.5 | 6.9 | 1.1 | 1.0 | 4.5 | 3.9 | 9.5 | 14.3 |
| Thủy điện | | | | | | | | | | | | | |
| Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh | VSH VN | 45,600 | NA | KKN | 452.5 | 9.4 | NA | 2.2 | NA | 6.1 | NA | 23.6 | NA |
| CTCP Thủy điện Hòa Na | HNA VN | 19,000 | NA | KKN | 179.4 | 7.5 | NA | 1.3 | NA | 4.6 | NA | 19.0 | NA |
| CTCP Thủy điện Miền Trung | CHP VN | 26,000 | NA | KKN | 149.0 | 10.4 | NA | 1.9 | NA | 6.4 | NA | 18.0 | NA |
| <i>Trung bình</i> | | | | | | 9.1 | NA | 1.8 | NA | 5.7 | NA | 20.2 | NA |
| <i>Trung vị</i> | | | | | | 9.4 | NA | 1.9 | NA | 6.1 | NA | 19.0 | NA |
| Năng lượng tái tạo | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Điện Gia Lai | GEG VN | 12,950 | NA | KKN | 181.9 | 21.8 | 17.5 | 1.2 | 1.0 | 10.1 | 8.3 | 2.3 | 5.8 |
| Doanh nghiệp đa ngành | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Cơ Điện Lạnh | REE VN | 55,200 | 73,000 | MUA | 931.5 | 10.0 | 8.0 | 1.4 | 1.0 | 7.5 | 7.6 | 15.2 | 12.5 |
| CTCP Tập đoàn Hà Đô | HDG VN | 25,200 | 29,800 | MUA | 319.7 | 13.3 | 8.0 | 1.5 | 1.3 | 7.1 | 5.4 | 11.7 | 20.0 |
| CTCP Tập Đoàn PC1 | PC1 VN | 27,150 | 32,200 | MUA | 351.9 | 33.0 | 10.1 | 1.7 | 1.1 | 9.2 | 7.5 | 5.1 | 14.0 |
| CTCP Tập đoàn Bamboo Capital | BCG VN | 8,230 | NA | KKN | 182.0 | NA | NA | 0.7 | NA | 26.1 | NA | -0.8 | NA |
| <i>Trung bình</i> | | | | | | 18.8 | 8.7 | 1.3 | 1.1 | 12.5 | 6.8 | 7.8 | 15.5 |
| <i>Trung vị</i> | | | | | | 13.3 | 8.0 | 1.5 | 1.1 | 8.4 | 7.5 | 8.4 | 14.0 |

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 26: Dự phóng kết quả kinh doanh các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

| Tỷ đồng | PC1 | | | POW | | | REE | | |
|-------------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Doanh thu | 8,358 | 8,477 | 10,379 | 28,224 | 28,779 | 34,935 | 9,378 | 8,352 | 9,203 |
| % svck | -15.0% | 1.4% | 22.4% | 14.9% | 2.0% | 21.4% | 61.3% | -10.9% | 10.2% |
| LN gộp | 1,595 | 1,706 | 2,106 | 3,726 | 2,653 | 3,824 | 4,330 | 3,756 | 4,158 |
| Biên LN gộp (%) | 19.1% | 20.1% | 20.3% | 13.2% | 9.2% | 10.9% | 46.2% | 45.0% | 45.2% |
| EBITDA | 1,944 | 2,067 | 2,439 | 5,668 | 4,719 | 5,873 | 4,556 | 4,066 | 4,463 |
| Biên EBITDA (%) | 23.3% | 24.4% | 23.5% | 20.1% | 16.4% | 16.8% | 48.6% | 48.7% | 48.5% |
| LN ròng | 460 | 265 | 812 | 2,061 | 1,340 | 1,664 | 2,693 | 2,354 | 2,826 |
| % svck | -33.8% | -42.3% | 205.7% | 14.6% | -35.0% | 24.2% | 45.1% | -12.6% | 20.0% |
| EPS (đ/cp) | 1,479 | 854 | 2,610 | 880 | 572 | 710 | 6,599 | 5,770 | 6,926 |
| BVPS (đ/cp) | 19,632 | 21,039 | 24,258 | 24,273 | 27,198 | 33,774 | 44,035 | 50,694 | 58,478 |
| Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp) | -26,926 | -26,351 | -23,154 | 378 | -1,700 | -4,175 | -20,834 | -15,445 | -8,903 |
| Nợ/VCSH | 2.0 | 2.0 | 1.7 | 0.3 | 0.4 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 3.2% | 3.2% | 3.2% |
| ROAE (%) | 8.1% | 4.1% | 10.8% | 7.0% | 4.3% | 5.0% | 8.2% | 6.7% | 7.4% |
| ROAA (%) | 2.3% | 1.2% | 3.5% | 3.8% | 2.2% | 2.3% | 15.0% | 11.4% | 11.8% |

Nguồn: MBS Research

Hình 27: Dự phóng kết quả kinh doanh các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

| Tỷ đồng | HDG | | | NT2 | | |
|-------------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Doanh thu | 3,581 | 2,262 | 3,450 | 8,788 | 6,430 | 8,459 |
| % svck | -5.2% | -36.8% | 52.5% | 42.9% | -26.8% | 31.5% |
| LN gộp | 2,212 | 1,505 | 2,330 | 1,082 | 493 | 781 |
| Biên LN gộp (%) | 61.8% | 66.5% | 67.5% | 12.3% | 7.7% | 9.2% |
| EBITDA | 2,518 | 1,903 | 2,647 | 1,639 | 1,111 | 1,367 |
| Biên EBITDA (%) | 70.3% | 84.1% | 76.7% | 18.7% | 17.3% | 16.2% |
| LN ròng | 1,096 | 631 | 1,283 | 883 | 404 | 663 |
| % svck | -0.1% | -42.4% | 103.3% | 65.5% | -54.3% | 64.1% |
| EPS (đ/cp) | 4,239 | 1,970 | 3,995 | 3,069 | 1,403 | 2,303 |
| BVPS (đ/cp) | 21,681 | 17,286 | 20,542 | 16,027 | 15,851 | 16,715 |
| Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp) | -22,172 | -16,392 | -13,964 | 2,441 | 5,584 | 8,680 |
| Nợ/VCSH | 1.2 | 1.1 | 0.8 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 12.3% | 7.8% | 7.8% |
| ROAE (%) | 20.7% | 11.9% | 20.4% | 19.1% | 8.9% | 13.8% |
| ROAA (%) | 7.3% | 4.6% | 8.4% | 12.6% | 5.6% | 9.1% |

Nguồn: MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

NẮM GIỮ Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%

BÁN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG LẬP Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KÉM KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Lê Minh Anh

Lê Ngọc Hưng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Lan Phương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền