

BSC RESEARCH Feb, 2023

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN 2023

NỘI DUNG

01 TỔNG QUAN
NGÀNH ĐIỆN
NĂM 2022

02 TRIỂN VỌNG
NGÀNH ĐIỆN
NĂM 2023

03 DANH MỤC
CỔ PHIẾU



01 DIỄN BIẾN NGÀNH ĐIỆN NĂM 2022

Hình: Thủy văn thuận lợi trong cả năm 2022

	DJF	JFM	FMA	MAM	AM	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2014	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1.0
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.3	-0.1	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.4	-0.5	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0
2022	-1.0	-0.9	-1.0	-1.1	-0.9	-1.0	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8

Nguồn: NOAA

Lanina kéo dài cả năm 2022

Chỉ số ONI > -0.5 trong cả năm 2022, Lanina khiến thời tiết mưa nhiều hơn và thủy văn thuận lợi cho các nhà máy thủy điện

(ONI > 0.5: Elnino;

ONI < -0.5:Lanina;

-0.5 < ONI < 0.5: Trung tính)

Hình: Thủy điện được tăng huy động

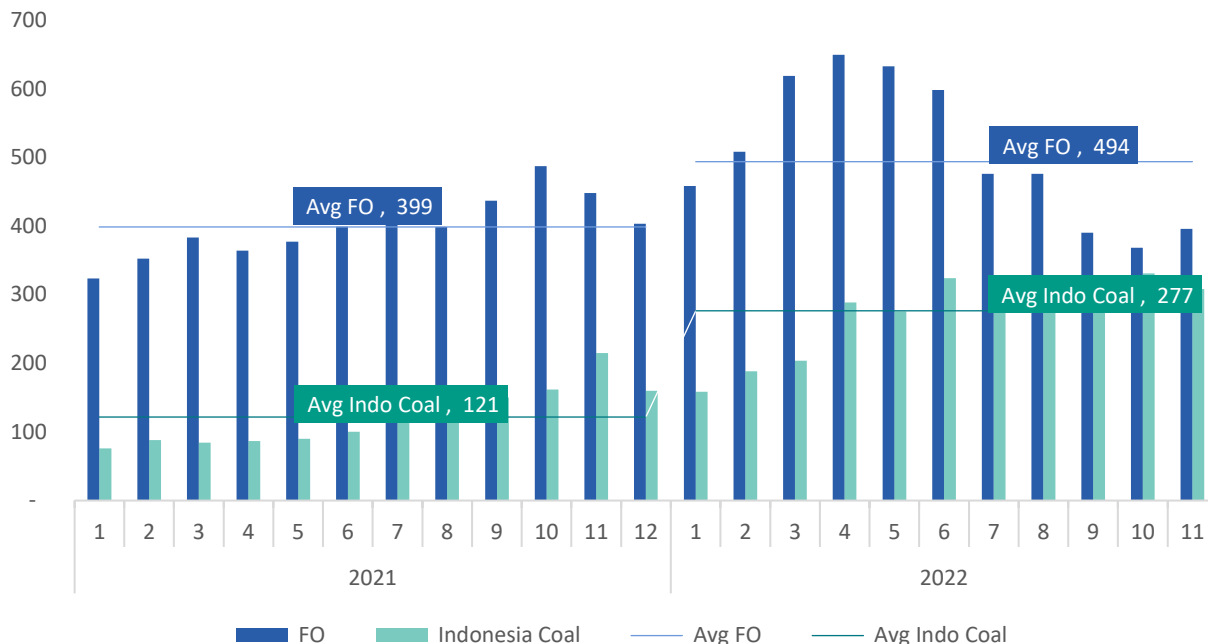
	Sản lượng (GWh)	%YoY	Tỷ trọng (%)	Công suất (MW)	Hiệu suất (%)
Thủy điện	95,054	21%	35%	22,349	49%
Nhiệt điện	134,540	-7%	50%	34,797	44%
Nhiệt điện than	104,921	-11%	39%	25,820	46%
Nhiệt điện khí	29,619	13%	11%	8,977	38%
Điện mặt trời	25,530	-7%	10%	16,428	18%
Điện gió	9,231	152%	3%	4,667	23%
Nhập khẩu + khác	4,091	87%	2%	975	48%
Tổng cộng	268,446	6.2%	100%	79,216	

Nguồn: EVN, BSC Tổng hợp

Sản lượng huy động các loại hình năm 2022:

- Thủy điện: tăng huy động do thủy văn thuận lợi
- Nhiệt điện: giảm svck 2021 do chi phí huy động cao, trong đó nhiệt điện than giảm trong khi nhiệt điện khí được tăng huy động
- Điện gió: tăng mạnh svck 2022 do nền so sánh thấp 2021 (nhiều dự án điện gió vận hành từ Q4/2021)

Hình: Giá than, giá khí ở tăng cao trong 2022

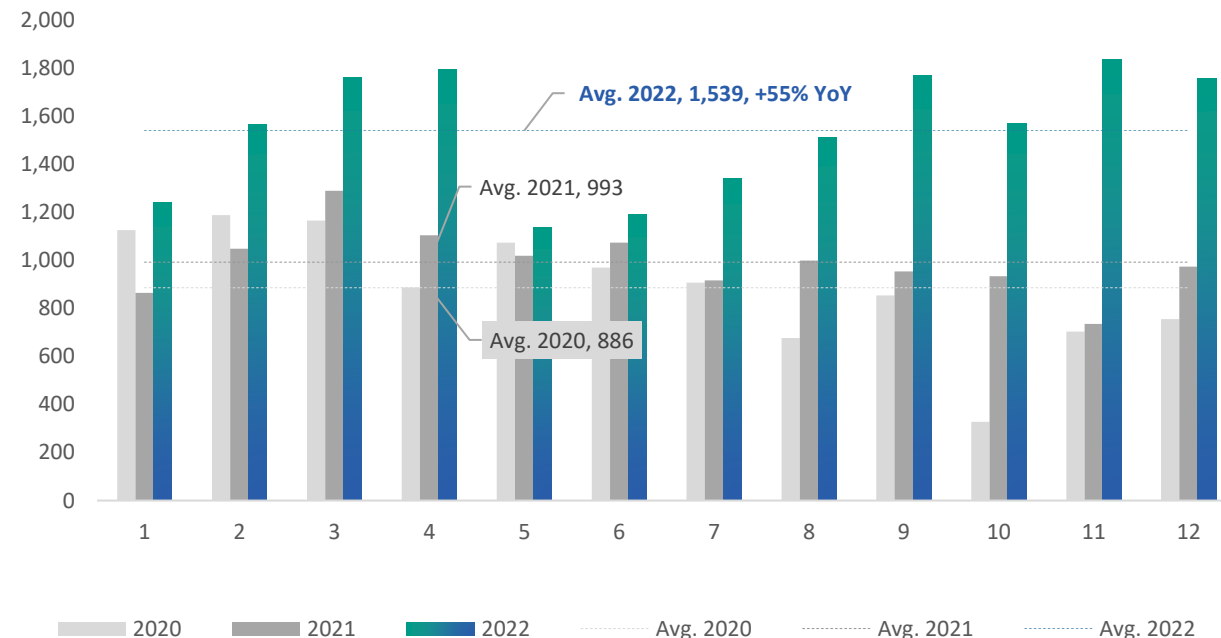


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Giá than trung bình 2022 tăng +127% YoY

Giá dầu FO trung bình 2022 (tham chiếu tính giá khí) tăng +24% YoY

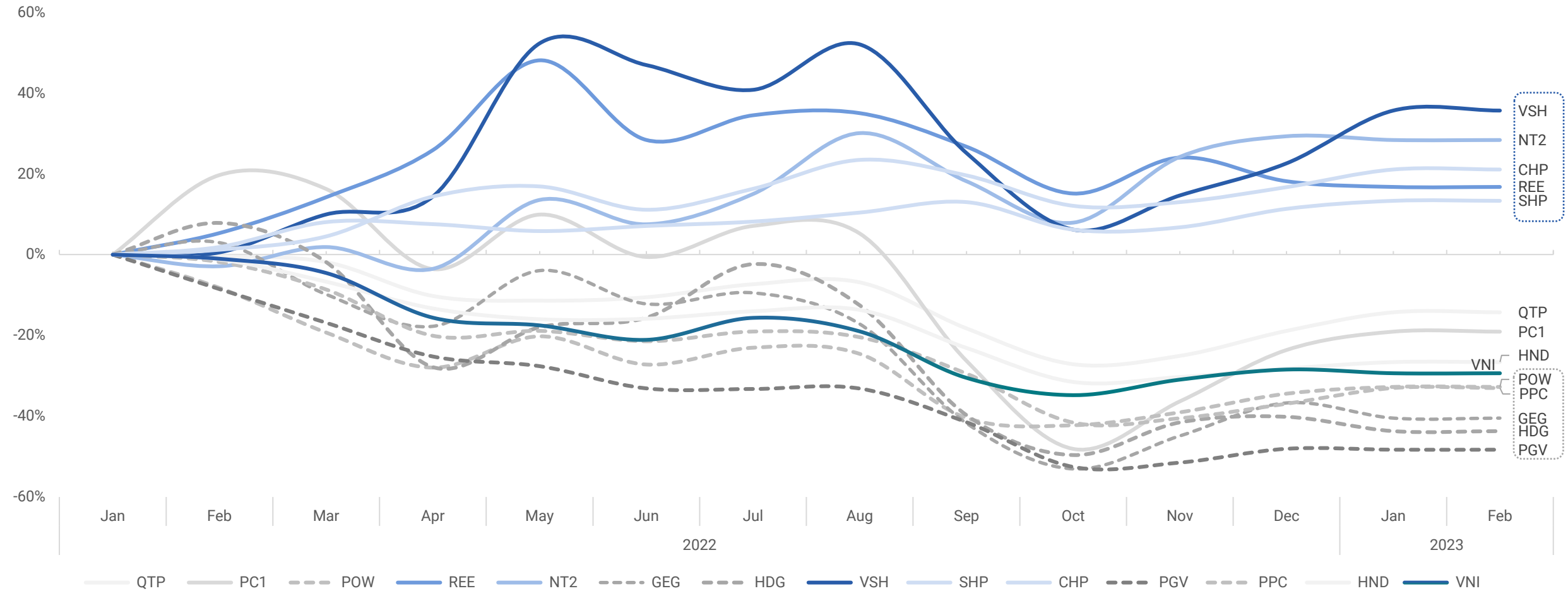
Hình: Giá điện toàn phần (FMP) tăng mạnh trong năm 2022



Nguồn: GENCO3, BSC Research

Giá FMP trung bình trong năm 2022 tăng +55% YoY do:

Giá nhiên liệu khí & than đã tăng và neo ở mức cao khiến giá FMP tăng mạnh 55% so với cùng kỳ 2021



Diễn biến giá cổ phiếu ngành điện 2022: tích cực hơn so với VNIndex

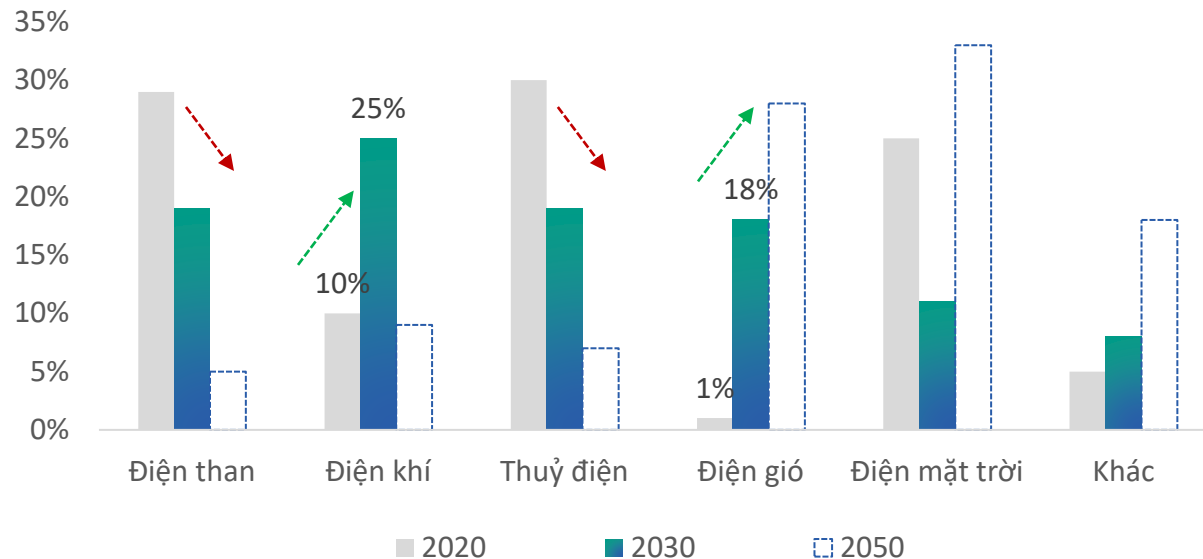
Thủy điện: Các công ty thủy điện ghi nhận kết quả tích cực nhất, do được hỗ trợ bởi thủy văn thuận lợi. Các mã vượt trội gồm có REE (+20%), VSH (+13%), SHP (+18%), CHP (+11%).

Nhiệt điện: Kết quả kém tích cực như PGV (-50%), POW (-39%), PCC (-46%) do rủi ro biến động tỷ giá, lãi suất tăng và tăng trưởng lợi nhuận âm (PC1 -41%). NT2 (+17%) có kết quả vượt trội so với nhóm nhiệt điện do khối lượng hợp đồng và giá CGM tích cực, và bảng cân đối kế toán lành mạnh, hết nợ vay.



02 TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN NĂM 2023

Hình: Dự thảo Quy hoạch điện VIII (T11/2022): giảm huy động điện than và thủy điện, tăng huy động điện gió và điện khí



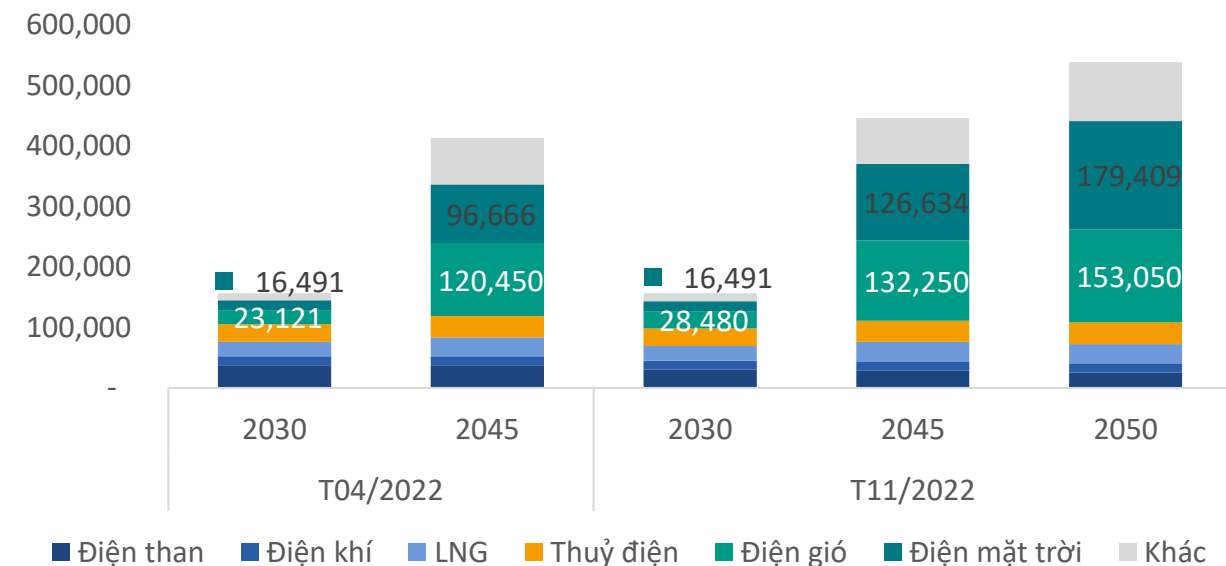
Nguồn: Bộ Công Thương, BSC Research tổng hợp

Dự thảo QHĐ8 T11/2022:

- **Điện khí:** Tăng tỷ trọng huy động đến 2030 sau đó giảm tỷ trọng huy động đến 2050
- **Điện mặt trời:** Giảm tỷ trọng huy động đến 2030 sau đó tăng tỷ trọng huy động đến 2050

→ Theo dự thảo QHĐ8 từ nay đến 2030: Điện mặt trời sẽ ngừng phát triển trong khi điện gió và điện khí sẽ được ưu tiên phát triển

Hình: Dự thảo Quy hoạch điện VIII (T11/2022 so với T04/2022): tăng công suất điện mặt trời, giảm công suất điện than



Nguồn: Bộ Công Thương, BSC Research tổng hợp

Dự thảo QHĐ8 T11/2022 so với T04/2022:

- **Tổng công suất điện quốc gia:** gần như không đổi vào năm 2030 - 156,444 MW (so với 156,385 MW trong dự thảo cũ)
- **Điện gió:** +5,000 MW/+12,000 MW vào năm 2030/2045 so với dự thảo cũ; công suất điện gió dự kiến 2050 là 153,000 MW (gấp 5.4 lần so với 2030).
- **Điện mặt trời:** công suất dự kiến của điện mặt trời vào năm 2030 không khác biệt trong 2 bản dự thảo tuy nhiên tăng +30,000 MW vào năm 2045 và công suất dự kiến 2050 là 179,000 MW (gấp 10.93 lần so với 2030)
- **Điện than:** giảm -7,000 MW từ năm 2030 - 2045 thay vì giữ nguyên trong dự thảo cũ

Hình: Cơ chế giá mới cho các dự án NLTT chuyển tiếp thấp hơn (-17% - 30%)

	Trần giá chuyển tiếp (VND/kWh)	Giá FIT quy đổi (VND/kWh)	Giá FIT (cent/kWh)	%Thay đổi vs FIT	Thời gian vận hành hưởng giá FIT
Điện mặt trời mặt đất	1,185	1,682	7.09	-30%	31/12/2020
Điện mặt trời nổi	1,508	1,825	7.69	-17%	31/12/2020
Điện gió trên bờ	1,587	2,017	8.5	-21%	01/11/2021
Điện gió ngoài khơi	1,816	2,326	9.8	-22%	01/11/2021

Tỷ giá tham chiếu: VCB ngày 31/12/2022

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Cơ chế giá mới cho các dự án NLTT thấp hơn đáng kể và được yết bằng VND

- Giá chuyển tiếp cho các dự án điện gió giảm 21 - 22%
- Giá chuyển tiếp cho các dự án điện mặt trời mặt đất và điện mặt trời nổi giảm 17 - 30%
- Cơ chế giá mới được quy định bằng VND thay vì USD:
 - Không phản ánh yếu tố trượt giá của VND
 - Doanh nghiệp sẽ đối mặt với rủi ro tỷ giá

Cơ chế giá điện chuyển tiếp hỗ trợ các doanh nghiệp tháo gỡ khó khăn

- Các doanh nghiệp đã ký hợp đồng mua bán điện với EVN: dựa theo khung giá điện chuyển tiếp để đàm phán giá mua bán điện từ đó giúp các doanh nghiệp sớm có doanh thu, lợi nhuận từ đó giảm áp lực dòng tiền và xác định rõ lộ trình thu hồi vốn.

Tuy nhiên không phải dự án nào cũng hiệu quả. Việc áp dụng khung giá mới thấp hơn giá FIT trước đó sẽ khiến *lợi nhuận của các dự án giảm đồng thời kéo dài thời gian hoàn vốn so với dự kiến ban đầu.*

Hình: Các DN sở hữu dự án điện gió và điện mặt trời chuyển tiếp

Dự án điện gió chuyển tiếp	Công suất (MW)	Doanh nghiệp	Dự án điện mặt trời chuyển tiếp	Công suất (MW)	Doanh nghiệp
Khai Long GĐ1	100	BCG	Phù Mỹ 2	114	BCG
Trà Vinh GĐ1	80	BCG	Đức Huệ 2	39	GEG
Tân Phú Đông 1	100	GEG	Krong Pa 2	39	BCG
VPL 2 Bến Tre	30	GEG	Các dự án khác	534	
Các dự án khác	3,169		Tổng	726	
Tổng	3,479				

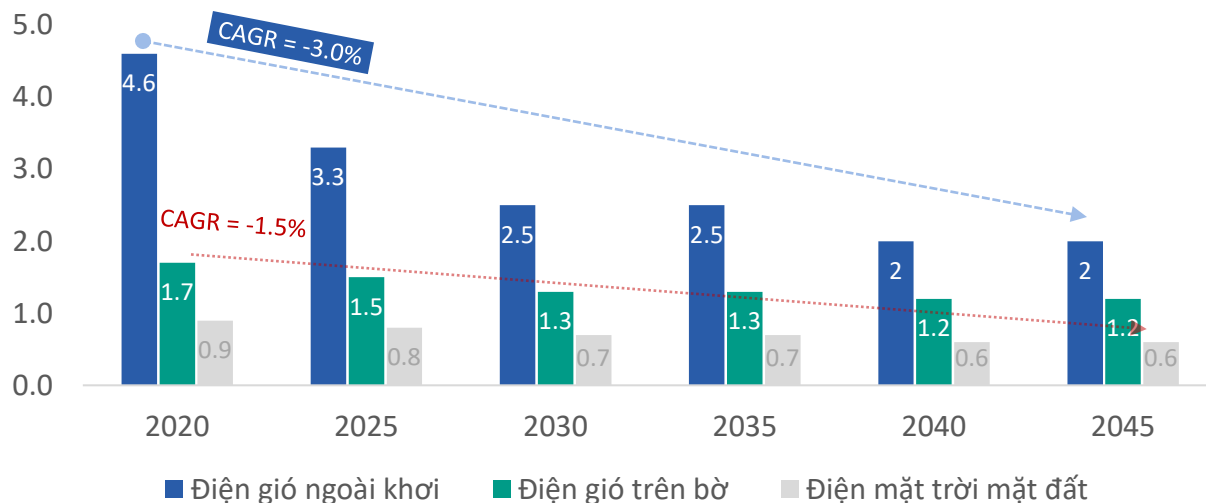
Nguồn: EVN, BSC Research tổng hợp

Nguồn: EVN, BSC Research tổng hợp

Theo EVN, hiện có khoảng 62 dự án điện gió và 16 dự án điện mặt trời chuyển tiếp:

- Điện gió: 62 dự án, tổng công suất 3,479 MW, trong đó có 2 DNNY có dự án chuyển tiếp là BCG (180 MW) và GEG (130 MW)
- Điện mặt trời: 11 dự án, tổng công suất 726 MW trong đó có 2 DNNY có dự án chuyển tiếp là BCG (153 MW) và GEG (39 MW)

Hình: Theo dự thảo QHĐ8 chi phí đầu tư dự án NLTT sẽ giảm từ nay tới 2045 (Triệu USD/MW)



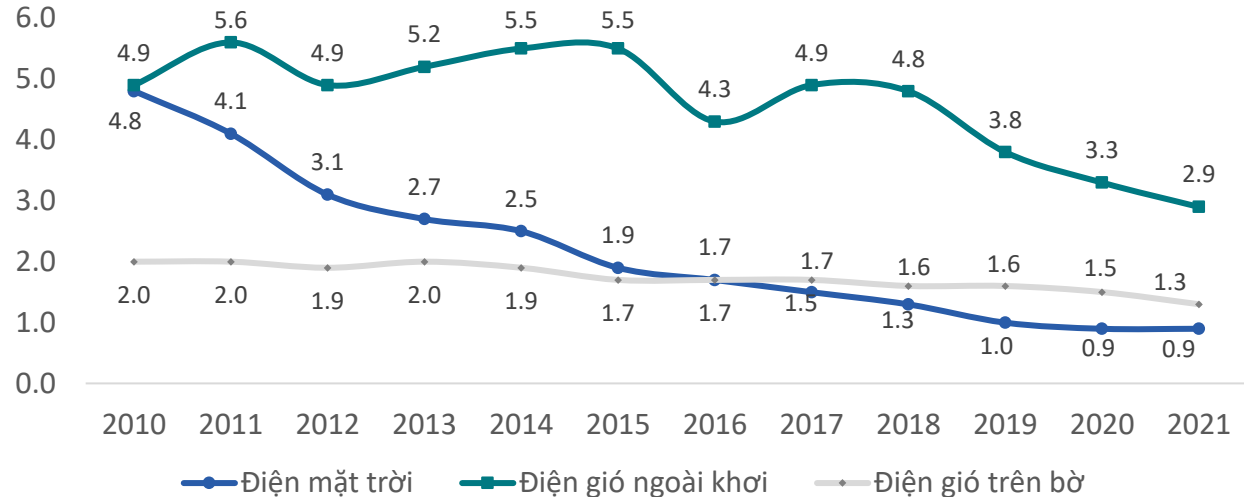
Nguồn: Bộ Công Thương, BSC Research tổng hợp

Chi phí đầu tư các dự án NLTT dự kiến sẽ giảm

- Theo ước tính tại dự thảo QHĐ8, chi phí đầu tư các dự án NLTT sẽ giảm dần, đây sẽ là yếu tố hỗ trợ cho các dự án NLTT phát triển trong tương lai.
- Trong đó, các dự án **điện gió ngoài khơi còn nhiều dư địa để giảm chi phí** với CAGR = -3%
- Các dự án điện gió trên bờ và điện mặt trời mặt đất có tốc độ giảm chi phí ước tính CAGR = -1.5%

Chi phí đầu tư thấp hơn sẽ giúp duy trì khả năng sinh lời của các dự án mới ngay cả với giá điện chuyển tiếp thấp như hiện tại

Hình: Còn nhiều dư địa để giảm chi phí lắp đặt các nhà máy điện gió (Triệu USD/MW)



Nguồn: IRENA, BSC Research tổng hợp

Chi phí lắp đặt trung bình toàn cầu các dự án giảm trong giai đoạn 2010 - 2021 và dự kiến tiếp tục giảm trong tương lai

- Chi phí lắp đặt nhà máy điện mặt trời giảm nhanh (-81%) trong thời gian qua do Trung Quốc tăng cường sản xuất tấm pin năng lượng
- Chi phí lắp đặt nhà máy điện gió cải thiện nhờ những cải tiến về công nghệ, quy trình sản xuất (điện gió ngoài khơi -40%/ điện gió trên bờ -55%)
- Theo dự báo của IRENA, chi phí lắp đặt các dự án điện gió và điện mặt trời sẽ lần lượt giảm khoảng 15% -30% và -40% vào năm 2030.

Hình: Suất đầu tư, lãi suất huy động và hiệu suất hoạt động các dự án NMD của một số DNNY

Doanh nghiệp	Loại hình	Suất đầu tư (Tr. USD/MW)	Lãi suất huy động vốn	Hiệu suất hoạt động
REE	Điện gió trên bờ	1.5	VND: 7 - 8%	33% - 37%
	Điện gió gần bờ	1.7 - 1.8	USD: <5%	37% - 42%
HDG	Điện gió trên bờ	1.4	EUR: 6%	35%
PC1	Điện gió trên bờ	1.4	USD: 5.5%	35% - 38%
GEG	Điện gió trên bờ	1.5	VND: 9 - 10%	33%
	Điện gió gần bờ	1.9		35% - 39%

Nguồn: BCTC Doanh nghiệp, BSC Research tổng hợp

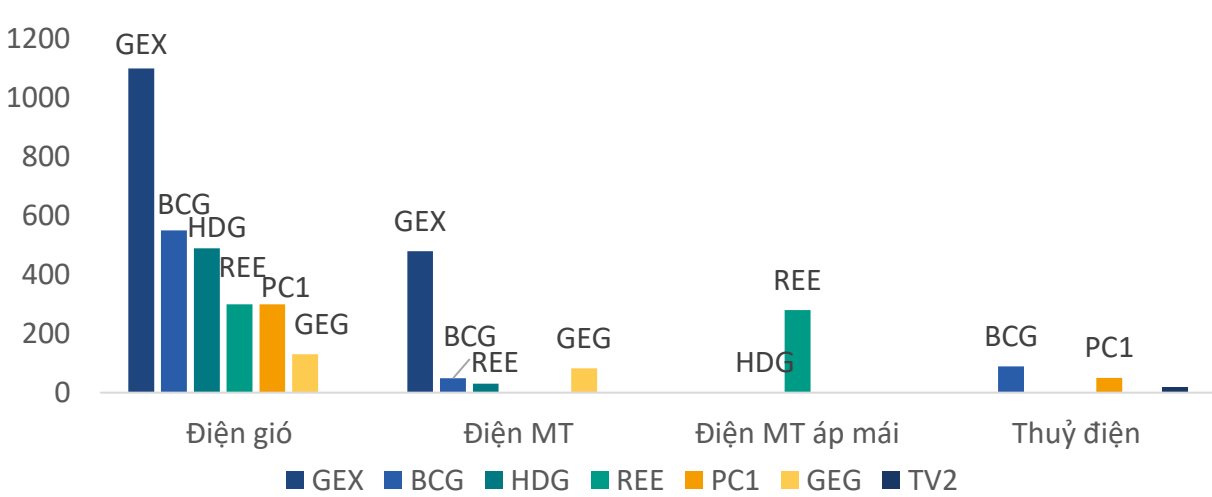
Năng lực của doanh nghiệp sẽ quyết định hiệu quả đầu tư của dự án:

- Suất đầu tư: khả năng triển khai dự án với suất đầu tư hợp lý
- Lãi suất huy động: khả năng tiếp cận nguồn vốn giá rẻ
- Hiệu suất hoạt động: khả năng nâng cao hiệu suất hoạt động
- Chi phí vận hành: khả năng tiết giảm chi phí vận hành

Chúng tôi cho rằng các **doanh nghiệp lớn** sẽ có lợi thế tiếp cận **nguồn vốn giá rẻ** như: **REE, PC1, HDG**

Bên cạnh đó, **PC1** với kinh nghiệm EPC sẽ có **lợi thế tiết giảm chi phí đầu tư và chi phí vận hành**

Hình: Công suất lắp mới dự án NLTT dự kiến của một số DNNY tới 2026F (MW)

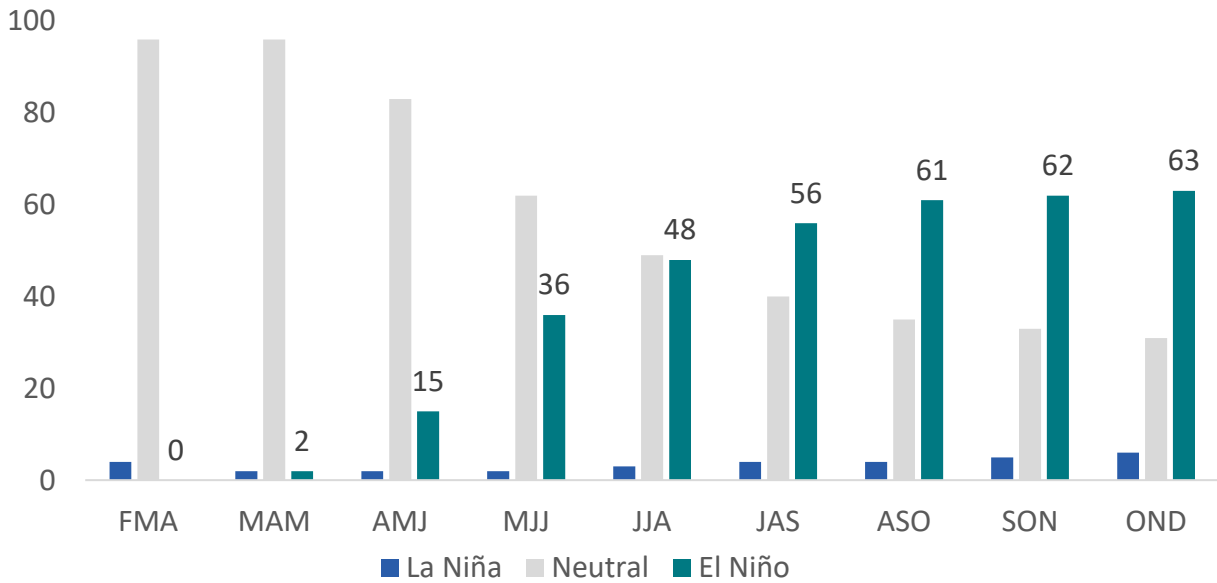


Nguồn: BSC Research tổng hợp

Một số DNNY lên kế hoạch mở rộng công suất NLTT

- **Công suất mở rộng tập trung vào điện gió**, điều này phù hợp với định hướng của QHĐ8. Trong đó, **GEX, BCG, HDG, REE, PC1** và **GEG** là những DNNY nổi bật lên kế hoạch mở rộng công suất điện gió.
- **Thủy điện**: **BCG** và **PC1** có kế hoạch mở rộng các dự án thủy điện nhỏ
- **Điện mặt trời**:
 - REE là DNNY duy nhất lên kế hoạch tăng công suất điện mặt trời áp mái đáng kể (280 MW), do có lợi thế huy động vốn với lãi suất thấp.
 - Bên cạnh đó, **GEX, GEG, BCG** và **REE**

Hình: Dự báo ENSO năm 2023: Xác suất Elnino tăng dần từ Q2/2023

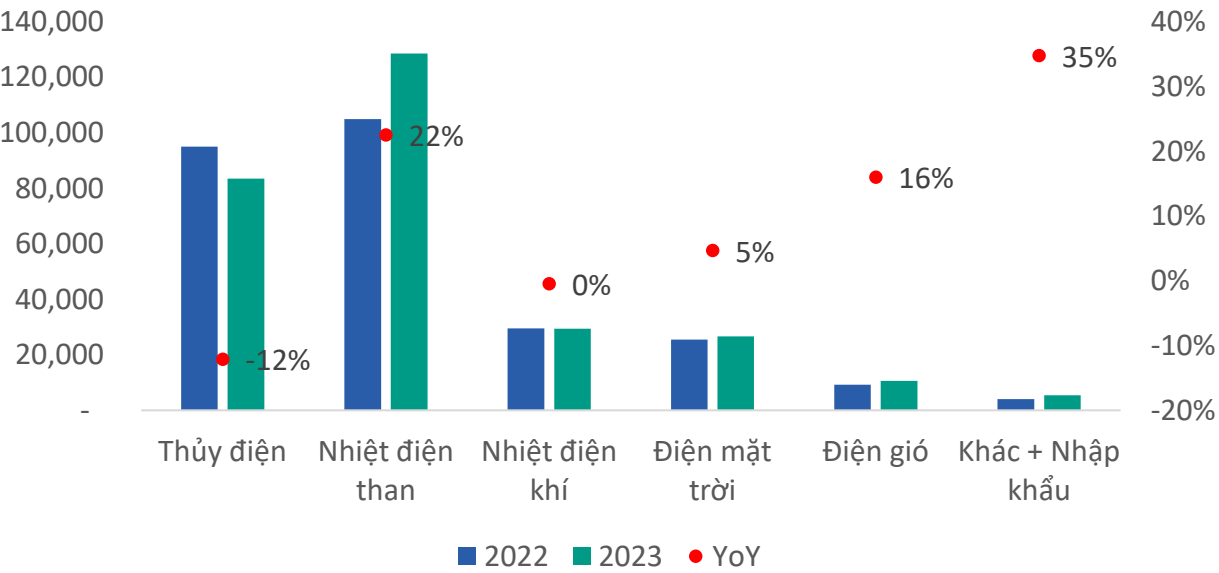


Nguồn: NOAA

Theo NOAA, thủy văn sẽ kém thuận lợi trong 2023 do:

- Xác suất Lanina giảm và xác suất trung tính cao trong 1H/2023 và giảm dần về cuối năm
 - Xác suất Elnino tăng dần từ Q2/2023 và xác suất Elnino >50% trong 2H/2023
- Điều này sẽ tác động tiêu cực đến sản lượng của các nhà máy thủy điện do lượng nước về ít hơn tuy nhiên được kỳ vọng **giúp các doanh nghiệp nhiệt điện tăng sản lượng huy động**.

Hình: Dự báo sản lượng điện 2023: thủy điện giảm, nhiệt điện than tăng mạnh, điện khí và điện mặt trời đi ngang

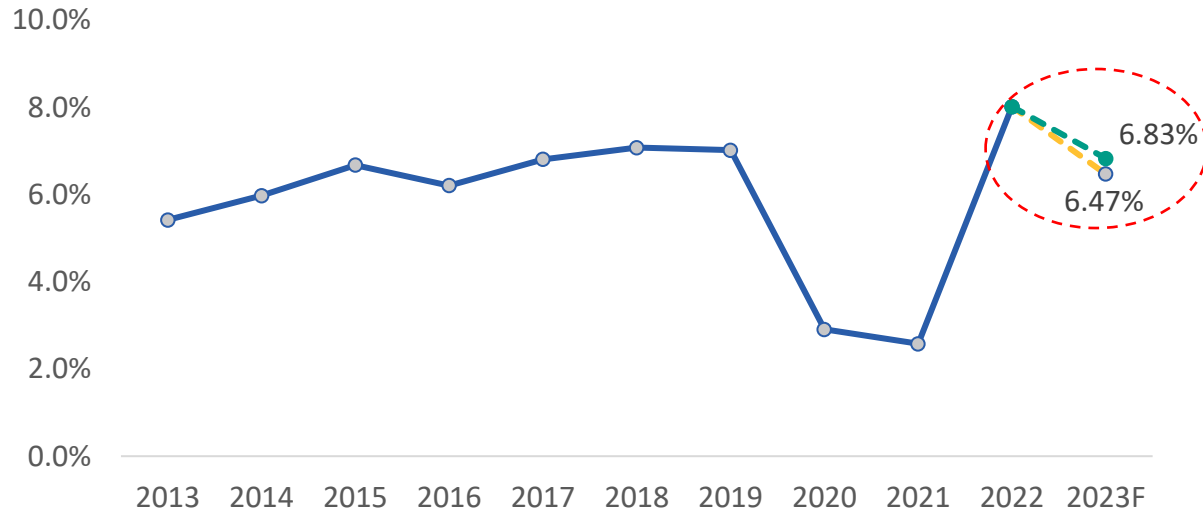


Nguồn: Tổng cục thống kê, EVN

Elnino quay trở lại, nhóm nhiệt điện được kỳ vọng tăng huy động. Trong năm 2023, dự báo sản lượng huy động:

- Thủy điện: -12% (Giảm)
- Nhiệt điện: than: +22% (Tăng) - khí: không thay đổi
- Điện mặt trời: +5% (Tăng)
- Điện gió: +16% (Tăng)

Hình: GDP tăng trưởng chậm lại từ mức nền cao

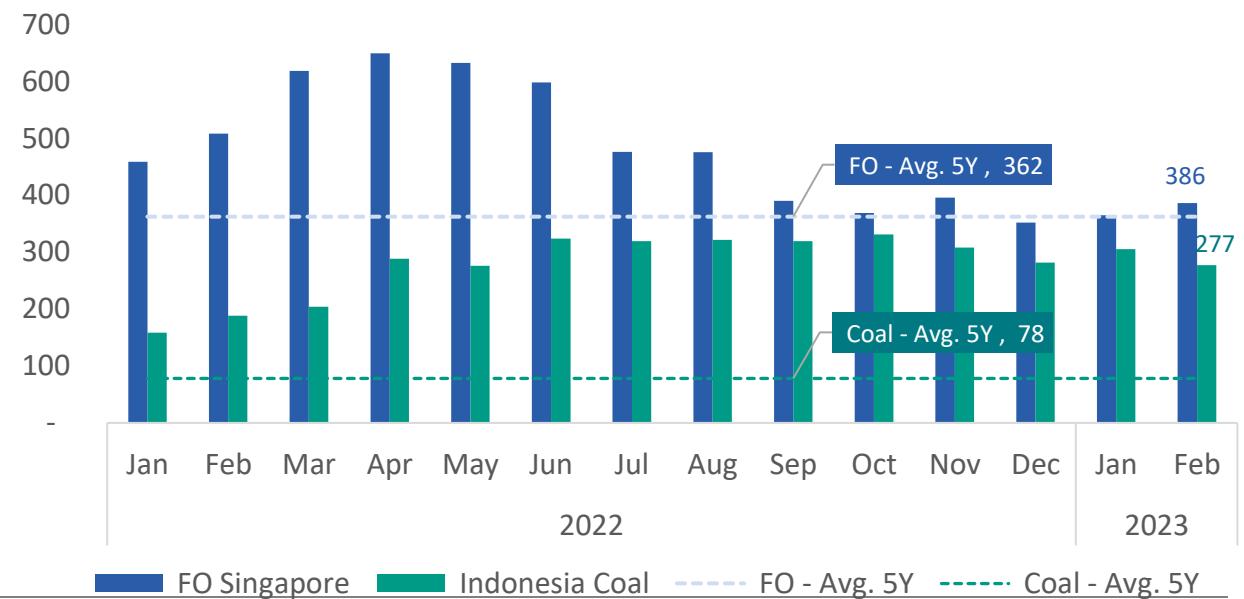


Nguồn: Bộ Công Thương

GDP năm 2023 được dự báo tăng trưởng chậm lại so với mức nền cao 2022

GDP năm 2023 được dự báo dao động ở mức 6.4%-6.8%, với nhu cầu tiêu thụ điện trung bình cao hơn tăng trưởng GDP từ 1% - 1.5%, chúng tôi ước tính **sản lượng điện tiêu thụ trong năm 2023 sẽ đạt 284 tỷ kWh (+8% YoY)**

Hình: Giá khí và giá than vẫn neo ở mức cao (USD/tấn)



*Avg. 5Y: 2014 - 2019

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

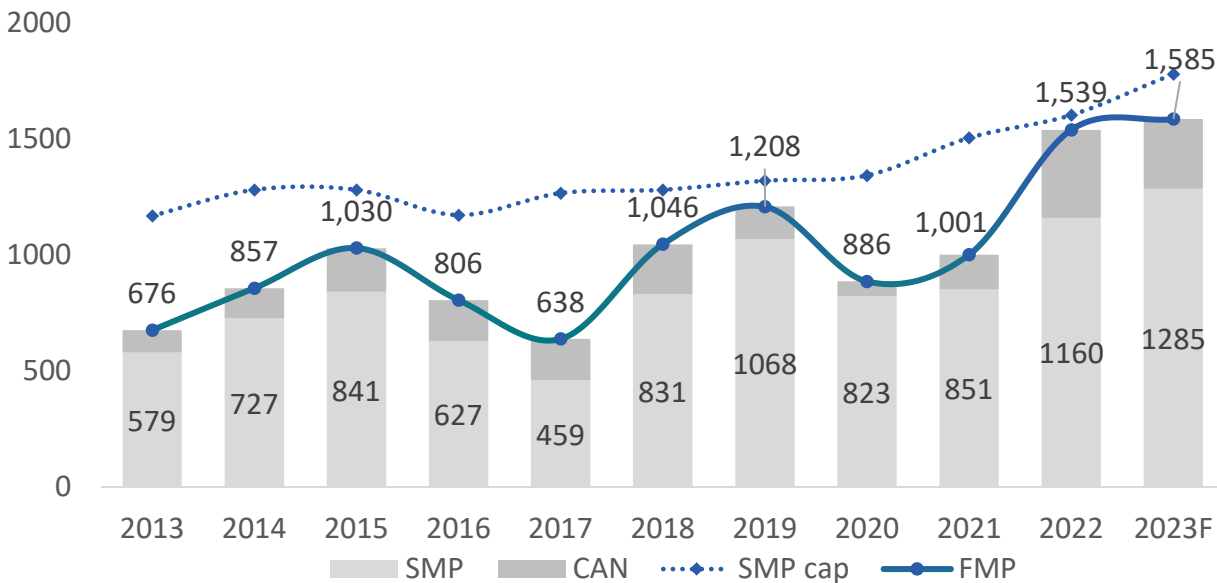
Nguyên liệu sản xuất nhiệt điện vẫn neo ở mức cao

- Giá dầu FO (tham chiếu tính giá khí) hiện đang cao hơn 7% so với trung bình 5Y từ 2014 - 2019. Bên cạnh đó, việc các mỏ khí gần bờ suy giảm sẽ khiến **chi phí vận chuyển khí tăng** từ đó làm giá khí huy động cao hơn.
- Giá than nhiệt hiện vẫn đang ở mức cao gấp 2.5 lần so với trung bình 5Y từ 2014 - 2019

Giá than và giá khí ở mức cao khiến chi phí phát của các nhà máy điện neo cao.

GIÁ ĐIỆN TOÀN PHẦN DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG 4% YOY

Hình: Giá toàn phần (FMP), giá SMP và giá CAN 2013 - 2023F



Nguồn: EVN, BSC Research

Hình: Dự báo giá toàn phần FMP (VND/kWh)

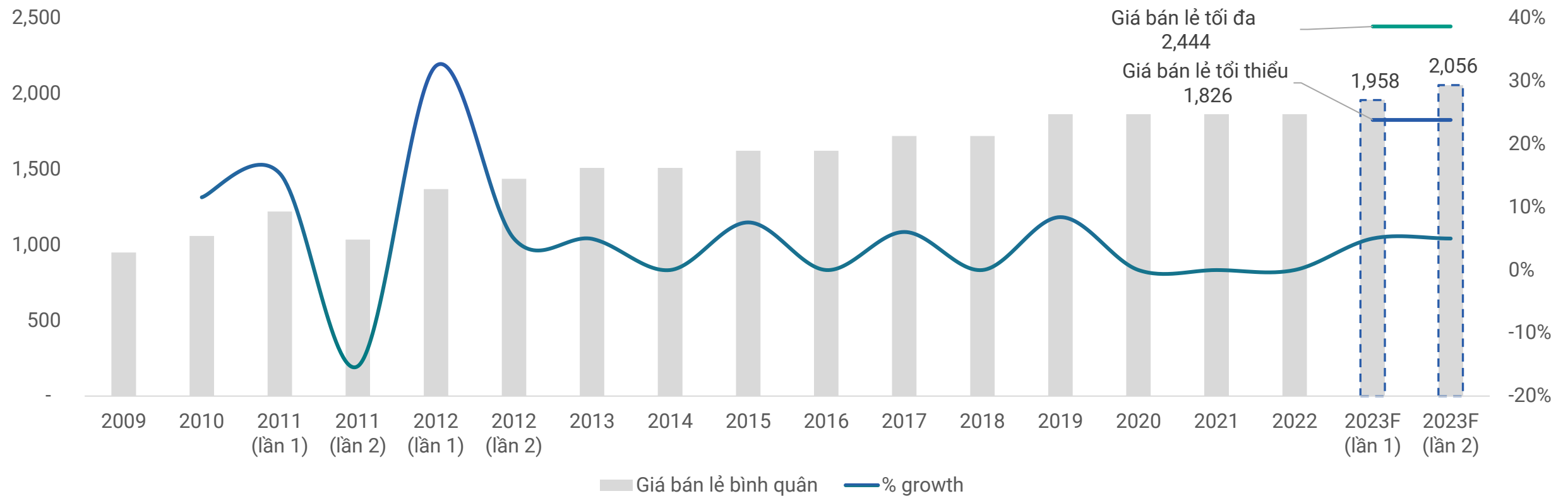
	Giá SMP trần	%YoY	Giá CAN trung bình	%YoY	Giá FMP	%YoY	Giá SMP	* Δ SMP
2019	1,319		144		1,208		1,064	255
2020	1,342	2%	60	-58%	887	-27%	827	515
2021	1,503	12%	152	153%	1,001	13%	849	654
2022	1,602	7%	376	147%	1,523	52%	1,147	455
2023	1,779	11%	300	-20%	1,585	4%	1,285	494

* Δ SMP = SMP trần - SMP thực tế/ước tính

Nguồn: ERAV, BSC Research

Giá điện toàn phần FMP dự báo tăng 4% trong năm 2023 nhờ:

- (1) nhu cầu điện dự báo tăng 5.4%;
- (2) khung giá SMP trần tăng 11% so với 2022 giúp nới biên độ giá trên thị trường điện cạnh tranh;
- (3) sản lượng huy động từ nguồn thủy điện giá rẻ giảm;
- (4) chi phí phát điện của các nhà máy nhiệt điện vẫn ở mức cao.



Ngày 03/02/2023, Thủ tướng Chính phủ phê duyệt khung giá điều chỉnh giá bán lẻ điện mới.

- Theo theo quyết định này, mức giá bán lẻ điện tối thiểu và tối đa được ấn định lần lượt là 1,826 VND/kWh và 2,444 VND/kWh. Cao hơn khoảng 20% so với mức trước đó là 1,606 - 1,906 đồng/kWh
- Hiện tại, EVN đang xin Chính phủ tăng giá bán lẻ điện thêm 10% vào năm 2023 so với mức giá hiện tại là 1,864 đồng/kWh để hỗ trợ Tập đoàn Điện lực Việt Nam phục hồi sau khoản lỗ ước tính 30 nghìn tỷ VND vào năm 2022 và 65 nghìn tỷ VND vào năm 2023.

Chúng tôi cho rằng xác suất cao đề nghị tăng giá bán lẻ điện của EVN sẽ được thông qua, với mức tăng 8 - 10% và được chia theo lộ trình. **Điều này sẽ cải thiện tình hình tài chính của EVN và gián tiếp hỗ trợ dòng tiền các doanh nghiệp điện.**



03 DANH MỤC CỔ PHIẾU

ĐIỂM NHẤN:

- **Thuỷ điện:** *kém khả quan* do thuỷ văn không thuận lợi
- **Nhiệt điện:** *khả quan* nhờ tăng sản lượng huy động
- **NLTT:** *cơ chế giá chuyển tiếp sẽ khiến KQKD các DN triển khai dự án NLTT phân hoá*
 - Doanh nghiệp có khả năng cải thiện chi phí phát triển, vận hành, cũng như có năng lực huy động nguồn vốn rẻ sẽ nắm ưu thế

CATALYST:

- **Quy hoạch điện VIII sớm được phê duyệt**

QHĐ8 được phê duyệt sẽ tác động tích cực tới hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp xây lắp như: **PC1, TV2**

Theo dự thảo Quy hoạch điện VIII, Việt Nam có kế hoạch đầu tư 123 tỷ USD vào ngành điện giai đoạn 2021-2030, tương đương với 12.3 tỷ USD/năm (4% - 5% GDP của Việt Nam), trong đó 107 tỷ USD được dành để xây dựng các nhà máy điện mới và 15 tỷ USD được đầu tư cho mạng lưới truyền tải.

RỦI RO:

- **Tỷ giá USD/VND tăng mạnh**
 - Các dự án còn dư nợ vay USD sẽ chịu rủi ro tỷ giá, rủi ro tỷ giá sẽ tác động lớn hơn tới các doanh nghiệp có dự án chuyển tiếp do giá điện chuyển tiếp được quy định bằng đồng VND
 - Các DNNY có dư nợ ngoại tệ lớn: **PC1** (\$167 mn), **POW** (\$79 mn), **HND** (\$49 mn), **QTP** (\$33 mn)
- **Tăng trưởng kinh tế giảm tốc tác động tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ điện**

Rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu nghiêm trọng hơn dự kiến khiến kinh tế giảm tốc gây rủi ro giảm nhu cầu tiêu thụ điện kéo theo sản lượng huy động và giá bán điện giảm
- **Rủi ro cạnh tranh từ các dự án NLTT chuyển tiếp**
 - Khung giá chuyển tiếp các dự án NLTT thấp hơn đáng kể so với giá FIT, điều này có thể tăng rủi ro cạnh tranh giữa các dự án NLTT
 - Trong kịch bản tiêu cực, nhu cầu tiêu thụ điện toàn quốc suy giảm, rủi ro EVN sẽ giảm huy động từ các dự án NLTT có chi phí cao (dự án hưởng giá FIT cũ)

SO SÁNH MỘT SỐ DOANH NGHIỆP NGÀNH ĐIỆN

Ticker	Market cap (VND bn)	P/E	P/B	EV/EBITDA	Dividend yield (%)	ROA (%)	ROE (%)	Doanh thu thuần 2022 (VND bn)	Net Income 2022 (VND bn)	Nhận xét
POW VN Equity	30,796	16.25	1.01	4.91	#N/A	3.45	6.41	28,235	1,891	DN vốn hoá lớn, P/B và EV/EBITDA hấp dẫn, chỉ số sinh lời thấp hơn trung bình các DN so sánh
REE VN Equity	24,381	9.06	1.57	7.69	1.46	8.40	19.17	9,372	2,762	DN đầu ngành, danh mục nhà máy điện đa dạng, tỷ suất sinh lời cao
NT2 VN Equity	8,435	11.93	1.89	5.20	5.63	10.49	16.27	8,786	729	Trả cổ tức đều đặn, bảng CĐKT lành mạnh, khả năng sinh lời tốt, định giá hợp lý
PC1 VN Equity	7,423	16.49	1.45	8.12	#N/A	2.22	9.13	8,333	448	DN đầu ngành mảng xây lắp, hưởng lợi khi QHĐ8 được phê duyệt
HDG VN Equity	7,240	6.44	1.31	5.56	2.82	7.17	22.68	3,642	1,120	DN có mức định giá hấp dẫn với tỷ suất sinh lời cao, có dự án điện gió mới đưa vào vận hành 2024 - 2025
HND VN Equity	7,000	15.37	1.12	5.77	5.71	4.57	6.91	9,027	455	DN có mức định giá phù hợp, hưởng lợi từ Elnino
QTP VN Equity	6,705	11.60	1.09	5.60	6.71	5.95	9.43	8,571	578	DN có mức định giá phù hợp, hưởng lợi từ Elnino
GEG VN Equity	4,684	12.19	1.29	10.81	#N/A	1.31	4.59	2,093	211	DN có mức định giá phù hợp, có dự án chuyển tiếp đưa vào vận hành 2023 - 2024
BCG VN Equity	3,382	8.32	0.50	20.46	7.89	0.79	6.20	4,532	322	DN có mức định giá cao, tỷ suất sinh lời kém hấp dẫn
Trung bình		12.59	1.26	7.71	3.39					
Trung vị		12.06	1.29	6.73	5.67					

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

MÃ CK	KN	TP	Upside	Giá hiện tại	Vốn hoá	P/E fw	Luận điểm
<u>PC1</u>	MUA	31,500	11%	28,300	7,559	11.34	- Mạng xây lắp kỳ vọng hồi phục từ nền thấp 2022 nhờ: giá NVL giảm; QHĐ8 được kỳ vọng phê duyệt trong 2023 - Lợi nhuận thêm từ mảng KCN và bán Niken dự kiến đóng góp 10% LNST 2023 - Lỗ tỷ giá giảm trong 2023 - Tỷ lệ nợ/ VCSH ở mức 1.2 (so với mức 0.5 trung bình ngành) có thể gây thách thức với tăng trưởng lợi nhuận trong bối cảnh lãi suất tăng
<u>POW</u>	MUA	14,500	9%	13,300	30,327	14.2	- Nhà máy Vũng Áng hoạt động trở lại thúc đẩy tăng trưởng sản lượng - Lanina kết thúc, danh mục các nhà máy nhiệt điện của POW được kỳ vọng tăng sản lượng huy động - Catalyst: Thu nhập từ khoản bồi thường bảo hiểm
<u>REE</u>	THEO DÕI	74,000	9%	68,000	24,309	9.74	- Thuỷ điện kém tích cực do mức nền cao 2022 và Lanina kết thúc (thuỷ điện đóng góp 51% LN thuần 2022) - Mạng cho thuê VP (21% LN thuần) khả quan nhờ vận hành toà nhà E-town 6 bắt đầu từ Q4/2023 - Định giá hấp dẫn
<u>NT2</u>	THEO DÕI	29,500	4%	28,500	8,521	10.82	- Bảng CĐKT lành mạnh, hết nợ vay - Trả cổ tức đều đặn, tỷ suất cổ tức cải thiện lên mức 8.5% - 9%
<u>GEG</u>	N/A	N/A	N/A	14,300	4,699	N/A	- Gánh nặng chi phí tài chính trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao - DN sở hữu các dự án chuyển tiếp với tổng công suất 178 MW: VPL 2 Bến Tre (30MW) ; Tân Phú Đông 1 (100MW) và Đức Huệ 2 (48MW)
<u>HDG</u>	N/A	N/A	N/A	30,400	7,448	N/A	- Mạng BĐS: tiến độ bàn giao dự án Charm Villas kéo dài hơn dự kiến do khó khăn của thị trường BĐS - Mạng năng lượng: thuỷ điện suy yếu, điện gió đi ngang so với cùng kỳ; chưa có dự án khả thi vận hành mới trong 2023 - Định giá hấp dẫn

INVESTMENT THESIS

Kết quả kinh doanh 2022: Doanh thu thuần giảm -15% YoY do Doanh thu thuần từ mảng điện tăng +93% YoY, không đủ để bù đắp sự sụt giảm từ xây lắp (-28% YoY) và doanh thu hàng hóa (-30%) là cơ sở cao trong năm 2021. Lợi nhuận biên lợi nhuận cải thiện 7,4% do đóng góp từ mảng điện có biên lợi nhuận cao cả năm 2022 (2021 hoạt động từ quý 4) nhưng biên lợi nhuận ròng giảm 1,5% do chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá tăng. Điều này dẫn đến lợi nhuận sau thuế giảm -35% YoY.

Triển vọng 2023: (1) Doanh thu thuần từ hoạt động xây lắp phục hồi nhờ tồn đọng lớn từ năm 2022, bên cạnh đó, biên lợi nhuận của hoạt động xây lắp được cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu giảm; (2) Mảng khai thác niken hoạt động từ Q2/2023 và (3) Kỳ vọng giảm lỗ tỷ giá nhờ USD/VND tăng nhẹ trong năm 2023 so với năm 2022.

Luận điểm đầu tư: (1) Định giá hấp dẫn với P/B TTM = 0.9x và P/E fw = 13.8x và (2) mức nền thấp 2022

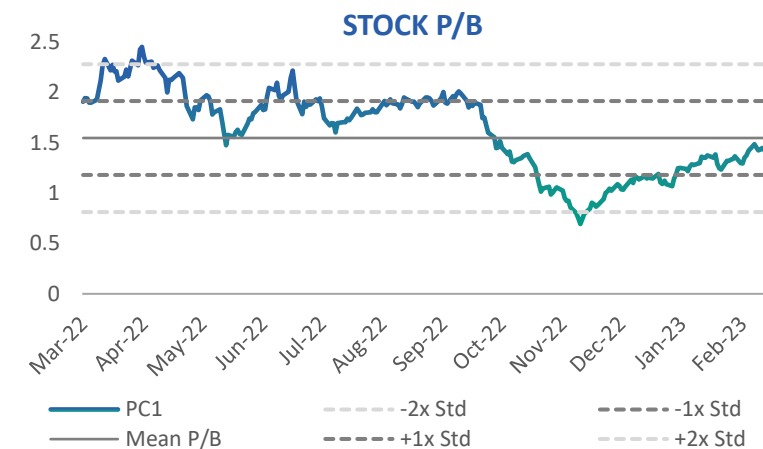
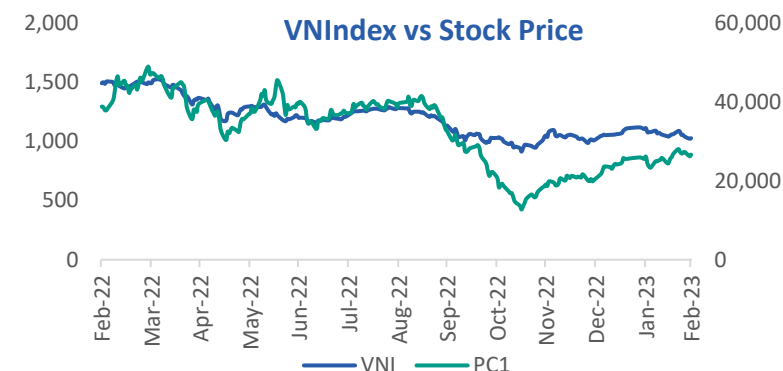
Rủi ro: (1) Rủi ro lãi suất do tỷ lệ đòn bẩy của Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu = 1,2x và (2) việc chậm phê duyệt Quy hoạch điện VIII

	2021	2022	2023F	VNIndex
PE	11.1	15.6	13.8	10.98
PB	1.5	1.4	1.1	1.68
PS	0.94	0.66	0.78	1.37
ROE (%)	12.6%	6.8%	9%	15%
ROA (%)	4.7%	2.2%	2.9%	2.5%

	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	6,679	9,828	8,333	9,614
Lợi nhuận gộp	1,162	1,156	1,599	1,922
NPATMI	513	695	450	639
EPS	1,943	2,485	1,513	2,149
Tăng trưởng EPS	43%	28%	-39%	42%

Thông tin cổ phiếu

Giá đóng cửa (VND)	28,300
Vốn hoá (Tỷ VND)	7,464
KLGD 30n (Triệu CP)	1.98
Room khối ngoại	44.0%



POW – NHIỆT ĐIỆN TRỞ LẠI

TP: VND 14,500- Upside +9%

INVESTMENT THESIS

Kết quả kinh doanh 2022: Doanh thu thuần và LNST POW năm 2022 lần lượt đạt 28,235 tỷ VND (+15.0% YoY) và 1,914 tỷ VND (+84.4% YoY) nhờ sản lượng huy động tốt và giá bán trên thị trường cạnh tranh ở mức cao.

Triển vọng 2023:

- **Sản lượng huy động dự kiến tăng 23% nhờ:** (1) Lanina kết thúc, danh mục các nhà máy nhiệt điện của POW được kỳ vọng tăng sản lượng huy động và (2) Nhà máy Vũng Áng hoạt động trở lại từ Q2/2023 thúc đẩy tăng trưởng sản lượng
- Giá bán điện cạnh tranh dự báo tăng 3% so với mức nền cao 2023.

Luận điểm đầu tư: (1) Định giá hấp dẫn với P/B TTM = 1.0x and EV/EBITDA TTM = 4.9x, chiết khấu 36% so với trung bình ngành; (2) Low base in 2022

Catalyst: Khoản bồi thường bảo hiểm sự cố nhà máy Vũng Áng (ước tính khoảng 300 tỷ VND)

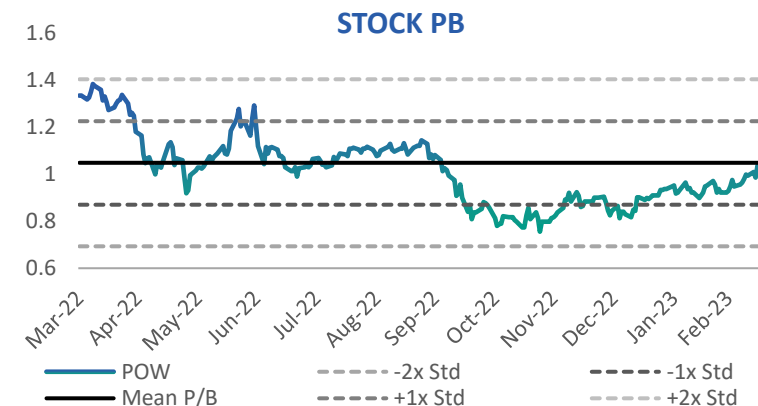
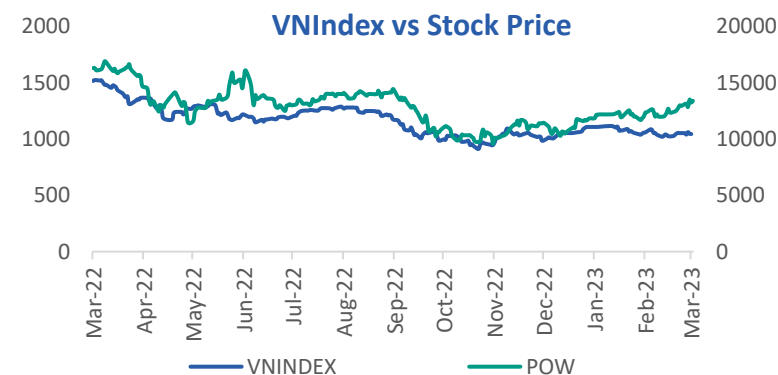
Rủi ro: (1) Sản lượng hợp đồng thấp hơn dự kiến và (2) chậm trễ trong tiến độ sửa chữa nhà máy Vũng Áng.

	2021	2022	2023F	VNIndex
PE	23.12	12.23	14.2	10.98
PB	1.43	0.82	1.15	1.68
PS	1.67	0.88	1.18	1.37
ROE (%)	6.6%	8.0%	8.0%	15%
ROA (%)	3.4%	3.8%	4.7%	2.5%

	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	29,732	24,561	28,224	31,274
Lợi nhuận gộp	4,580	2,540	3,726	3,573
NPATMI	2,365	1,799	2,061	2,615
EPS	999	757	871	910
Tăng trưởng EPS	-3%	-24%	15%	4%

Thông tin cổ phiếu

Giá đóng cửa (VND)	13,300
Vốn hoá (Tỷ VND)	30,679
KLGD 30n (Triệu CP)	9.01
Room khối ngoại	43.1%



REE – THÁCH THỨC NGẮN HẠN

TP: VND 74,000- Upside +9%

INVESTMENT THESIS

Kết quả kinh doanh 2022: Doanh thu thuần và LNST 2022 của REE lần lượt đạt 9,375 tỷ (+61% YoY) và 2,690 tỷ (+45% YoY), cao nhất lịch sử nhờ: **(1)** LN ròng mǎng điện tăng 91% svck do sản lượng huy động cao từ thủy điện (*thủy văn tích cực*) và điện gió (*vận hành cả năm 2022, so với chỉ vận hành Q4/2021*); **(2)** LN ròng mǎng M&E phục hồi 34% so với mức nền thấp 2021 và **(3)** LN ròng mǎng cho thuê văn phòng +12% nhờ phí dịch vụ tăng

Triển vọng 2023:

Năng lượng: Thủy điện (chiếm 51% NPATMI 2022) kém khả quan do thủy văn bất lợi (-30% YoY)
Cho thuê văn phòng: tăng trưởng +5% YoY nhờ toà nhà E-town 6 dự kiến vận hành từ cuối Q4/2023
Mǎng nước và M&E: đi ngang so với cùng kỳ

Luận điểm đầu tư: **(1)** Kỳ vọng lợi nhuận phục hồi từ 2024; **(2)** DN đầu ngành sở hữu danh mục nhà máy điện đa dạng với tỷ suất sinh lời cao và **(3)** Có kế hoạch nâng gấp đôi công suất NLTT trong 5 năm tới.

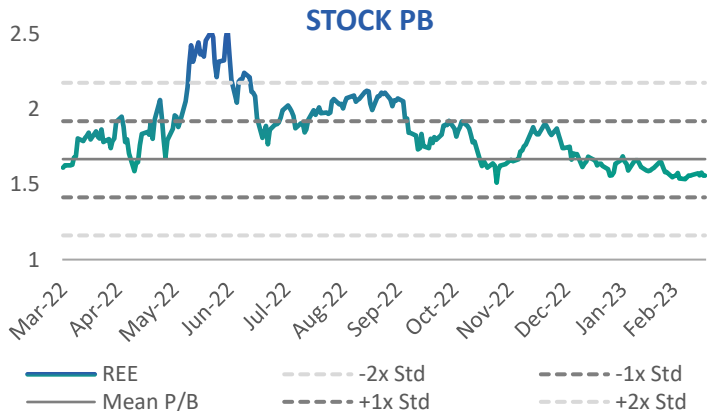
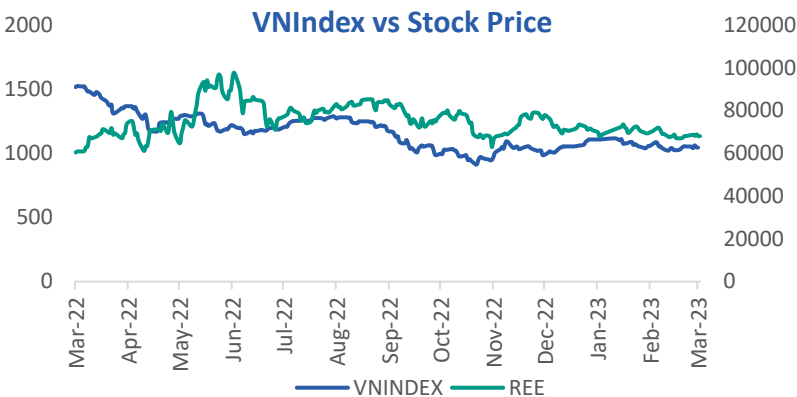
Rủi ro: **(1)** Mức nền cao 2022 và **(2)** Sản lượng điện huy động thấp hơn dự kiến

	2021	2022	2023F	VNIndex
PE	11.21	9.30	12.18	10.98
PB	1.56	1.61	1.55	1.68
PS	3.58	2.67	3.15	1.37
ROE (%)	12.5%	16.8%	13.3	15%
ROA (%)	8.2%	10.5%	6.2%	2.5%

	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	5,640	5,810	9,372	8,424
Lợi nhuận gộp	1,606	2,310	4,330	3,556
NPATMI	1,628	1,855	2,693	2,181
EPS	4,566	5,220	7,576	6,076
Tăng trưởng EPS	-1%	14%	45%	-19.8%

Thông tin cổ phiếu

Giá đóng cửa (VND)	68,000
Vốn hoá (Tỷ VND)	23,812
KLGD 30n (Triệu CP)	0.24
Room khối ngoại	0.0%



NT2 – DÒNG TIỀN MẠNH, CỔ TỨC HẤP DẪN

TP: VND 29,500- Upside +4% - Dividend yield 9%

INVESTMENT THESIS

Kết quả kinh doanh 2022: Doanh thu thuần tăng +43% YoY nhờ sản lượng điện tăng +27.2% YoY và giá bán bình quân 12.3%. Chi phí SG&A tăng +297% YoY do trích lập doanh thu thuần từ hạch toán chi phí vận chuyển vào giá bán điện chưa được EVN phê duyệt. Điều này dẫn đến lợi nhuận sau thuế tăng +36,7% YoY.

Triển vọng 2023: Doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 7,516 tỷ (-15% YoY) và 712 tỷ (-19% YoY), do: **(1)** Giá bán điện bình quân dự kiến giảm -12.3% YoY; **(2)** Sản lượng điện thương phẩm -5.2% YoY do đại tu nhà máy và **(3)** NT2 đã ghi nhận 292 tỷ VND doanh thu chênh lệch tỷ giá trong năm 2022.

L luận điểm đầu tư: **(1)** Do công ty mẹ NT2 đang cần lượng tiền mặt lớn và NT2 có dòng tiền mạnh nên chúng tôi dự báo NT2 sẽ duy trì tỷ suất cổ tức hấp dẫn 7-9% trong năm 2023F – 2024F; **(2)** Cổ phiếu phòng thủ cao, tăng trưởng lợi nhuận ổn định và **(3)** NT2 đã tắt toán các khoản vay dài hạn giúp NT2 tránh được tác động của rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá.

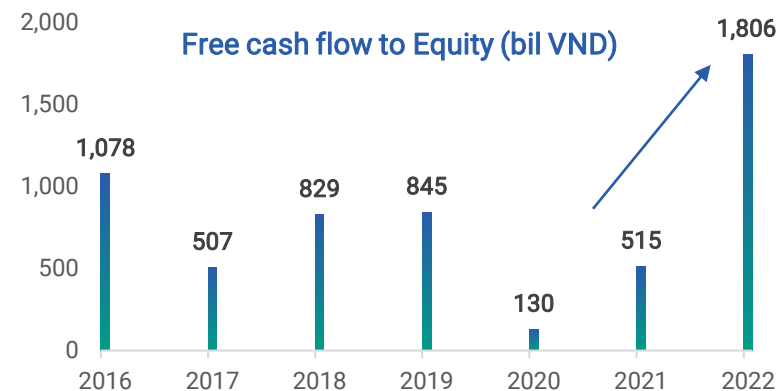
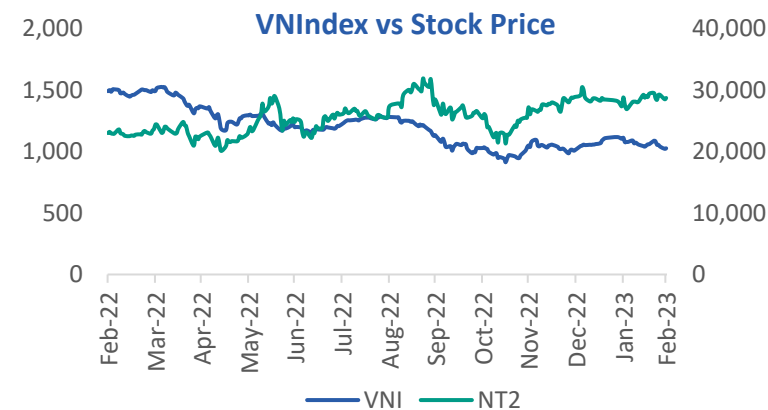
Rủi ro: **(1)** Thủy văn thuận lợi làm giảm giá bán bình quân; **(2)** Nhu cầu điện thấp hơn và **(3)** Mức nền cao 2022

	2021	2022	2023F	VNIndex
PE	13.84	9.64	13.84	10.98
PB	1.67	1.80	1.67	1.68
PS	1.15	0.95	1.15	1.37
ROE (%)	12.5%	16.8%	16.5	15%
ROA (%)	8.2%	10.5%	10.3%	2.5%

	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	6,082	6,150	8,786	7,516
Lợi nhuận gộp	895	676	1,082	1,922
NPATMI	625	534	883	712
EPS	2,095	1,778	2,992	2,412
Tăng trưởng EPS	-18%	-15%	68%	-19%

Thông tin cổ phiếu

Giá đóng cửa (VND)	28,500
Vốn hoá (Tỷ VND)	8,348
KLGD 30n (Triệu CP)	0.67
Room khối ngoại	41.0%



GEG – TỶ LỆ ĐÒN BẨY LỚN ĐỂ ĐẦU TƯ DỰ ÁN NLTT

INVESTMENT THESIS

Kết quả kinh doanh 2022: Doanh thu thuần và LNST GEG năm 2022 lần lượt đạt: 2,093 tỷ VND (+52% YoY) và 316 tỷ VND (+12% YoY) nhờ: **(1)** đóng góp từ 3 trang trại điện gió đi vào hoạt động vào cuối năm 2021 và **(2)** lãi thoái vốn cao hơn trong năm 2022 so với năm 2021 tuy nhiên **(3)** LNST bị ảnh hưởng do chi phí lãi vay tăng +54% YoY.

Triển vọng 2023: **(1)** Doanh thu thuần tăng trưởng so với 2022 nhờ đóng góp của nhà máy điện gió Tân Phú Đông; **(2)** biên lợi nhuận ròng suy giảm do gánh nặng chi phí lãi vay; **(3)** nhu cầu huy động vốn lớn để phát triển các dự án chuyển tiếp.

Quan điểm đầu tư: **(1)** Sở hữu danh mục NLTT chuyển tiếp sẵn sàng vận hành trong 2023 - 2024: điện gió VPL Bến Tre GD 2 (30 MW) và ĐMT Đức Huệ 2 (49 MWp) và **(2)** Đòn bẩy tài chính lớn (Nợ/VCSH = 2.x) trong bối cảnh lãi suất ở mức cao gây áp lực tới tăng trưởng lợi nhuận.

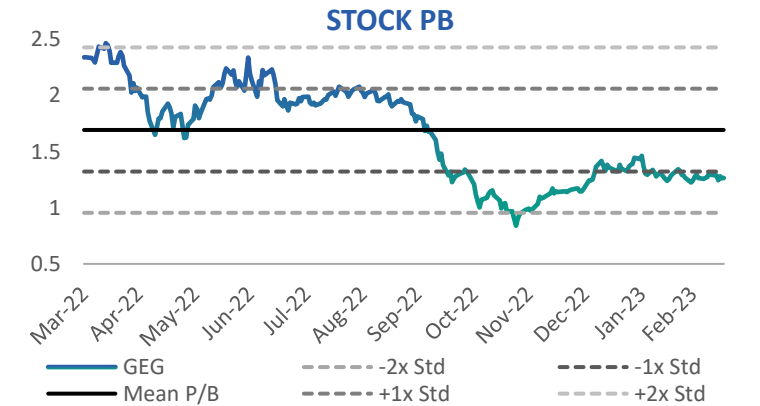
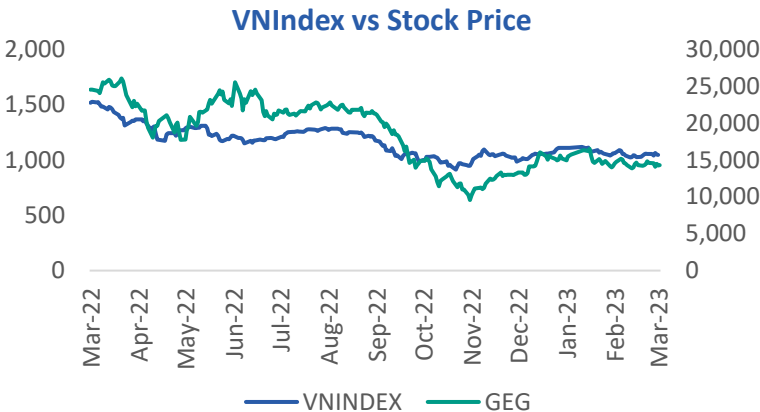
Rủi ro: **(1)** Đòn bẩy tài chính cao và **(2)** Sản lượng huy động các dự án giá FIT cao có thể giảm do cạnh tranh từ các dự án chuyển tiếp có giá thấp hơn

	2021	2022	2023F	VNIndex
PE	25.87	17.22	N/A	10.98
PB	2.11	1.42	N/A	1.68
PS	4.91	2.46	N/A	1.37
ROE (%)	9.0%	7.9%	N/A	15%
ROA (%)	2.8%	2.1%	N/A	2.5%

	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	1,493	1,381	2,093	N/A
Lợi nhuận gộp	761	767	1,011	N/A
NPATMI	257	283	316	N/A
EPS	910	855	929	N/A
Tăng trưởng EPS	14%	-6%	9%	N/A

Thông tin cổ phiếu

Giá đóng cửa (VND)	14,300
Vốn hoá (Tỷ VND)	4,523
KLGD 30n (Triệu CP)	0.67
Room khối ngoại	3.6%



HDG – ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN, HĐKD GẤP TRỞ NGẠI

INVESTMENT THESIS

Kết quả kinh doanh 2022: Doanh thu thuần và LNST năm 2022 của HDG lần lượt đạt ghi nhận 3,642 tỷ VND (-3.6% YoY) và 1,377 tỷ VND (+3.4% YoY) nhờ tăng trưởng mảng năng lượng bù đắp lại sự sụt giảm ở mảng BĐS. Năm 2022, doanh thu năng lượng tăng +69% YoY do vận hành các nhà máy mới cả năm 2022 (so với chỉ vận hành Q4/2021).

Triển vọng 2023:

- HDG đặt kế hoạch 2023 với Doanh thu thuần và LNST lần lượt là: 3,040 tỷ VND (-16% YoY) và 1,053 tỷ VND (-24% YoY).
- **Mảng điện** dự kiến chững lại do: (1) Mức nền so sánh cao 2022 và (2) Lanina kết thúc khiến sản lượng huy động từ các nhà máy điện của HDG giảm. HDG sở hữu 462 MW năng lượng tái tạo, bao gồm 314MW thủy điện, 50 MW điện gió và 98 MWp điện mặt trời (quy đổi khoảng 82MW)
- **Mảng BĐS:** bàn giao phần còn lại của dự án Charm Villas giai đoạn 1,2

Quan điểm đầu tư: (1) Định giá hấp dẫn với EV/EBITDA TTM = 5.5x, chiết khấu ~30% so với trung bình các DN trong danh sách theo dõi của BSC (Trang 17) và **(2)** kỳ vọng mảng BĐS hồi phục trong năm 2024.

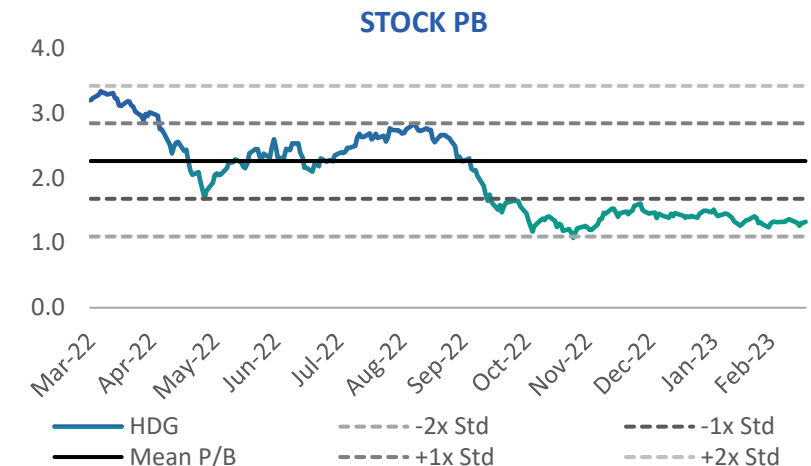
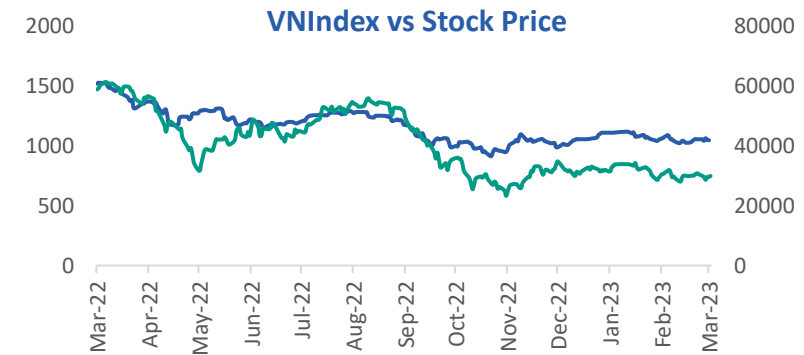
Rủi ro: Tiến độ bàn giao các dự án BĐS chậm

	2021	2022	2023F	VNIndex
PE	11.43	6.85	N/A	10.98
PB	2.97	1.39	N/A	1.68
PS	3.32	2.11	N/A	1.37
ROE (%)	23.4%	18.5%	N/A	15%
ROA (%)	7.4%	7.2%	N/A	2.5%

	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	4,999	3,777	3,642	N/A
Lợi nhuận gộp	2,076	2,320	2,244	N/A
NPATMI	979	1,096	1,121	N/A
EPS	4,276	4,779	4,583	N/A
Tăng trưởng EPS	5%	12%	-4%	N/A

Thông tin cổ phiếu

Giá đóng cửa (VND)	30,400
Vốn hoá (Tỷ VND)	7,204
KLGD 30n (Triệu CP)	0.77
Room khối ngoại	29.8%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

