

NGÀNH ĐIỆN

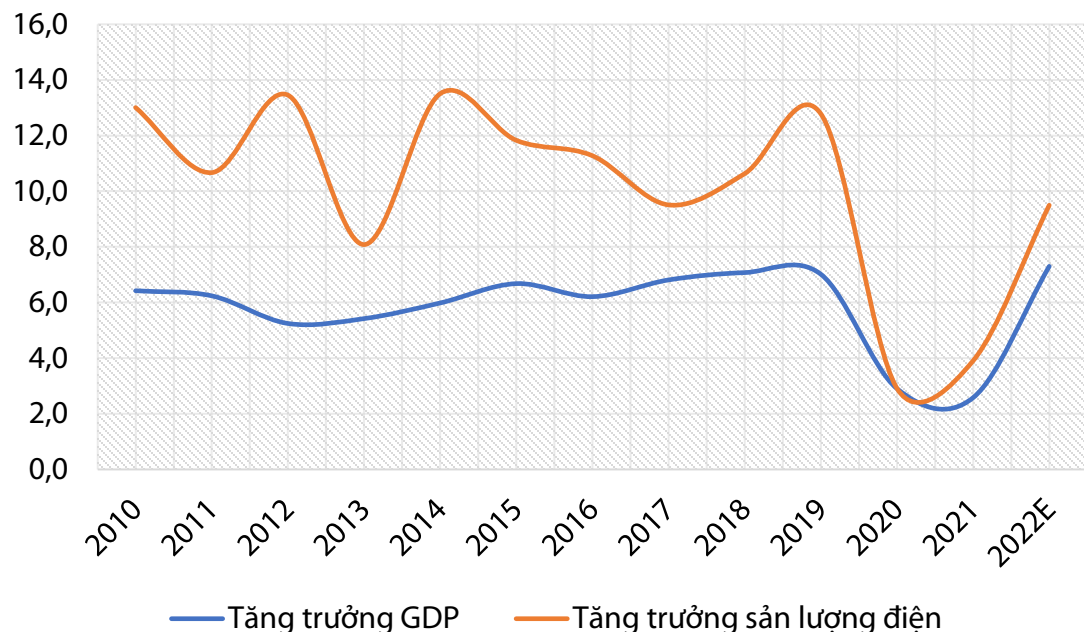
CHỜ ĐỢI CƠ CHẾ MỚI



Nguyễn Ngọc Thảo – thao.nn@vdsc.com.vn

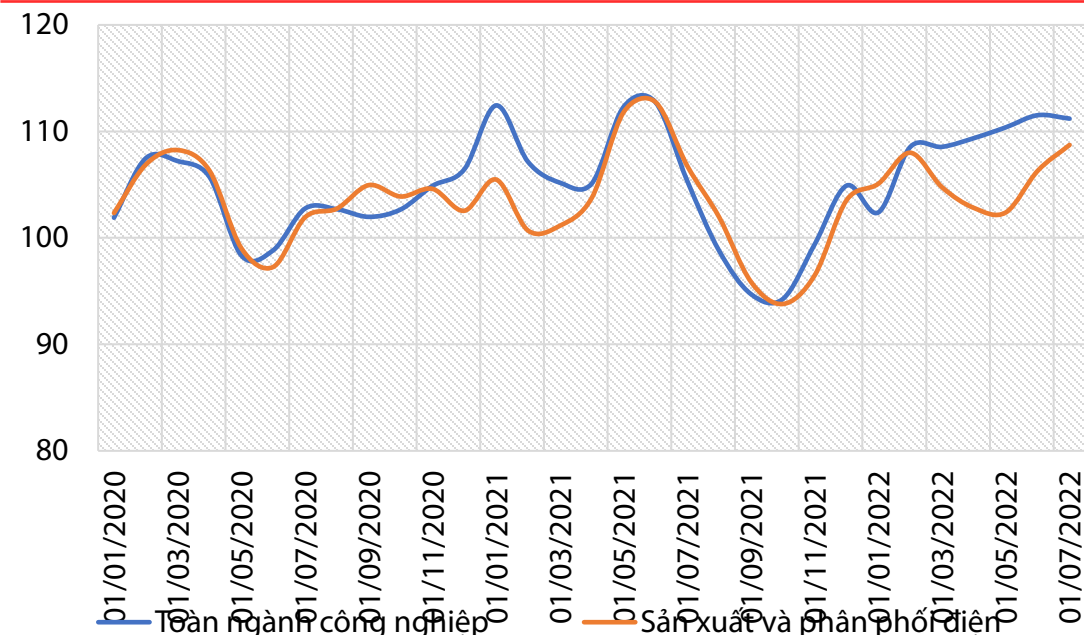


Hình 1: Tăng trưởng GDP và tiêu thụ điện (%)



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản xuất công nghiệp (IIP), chỉ số sản xuất điện



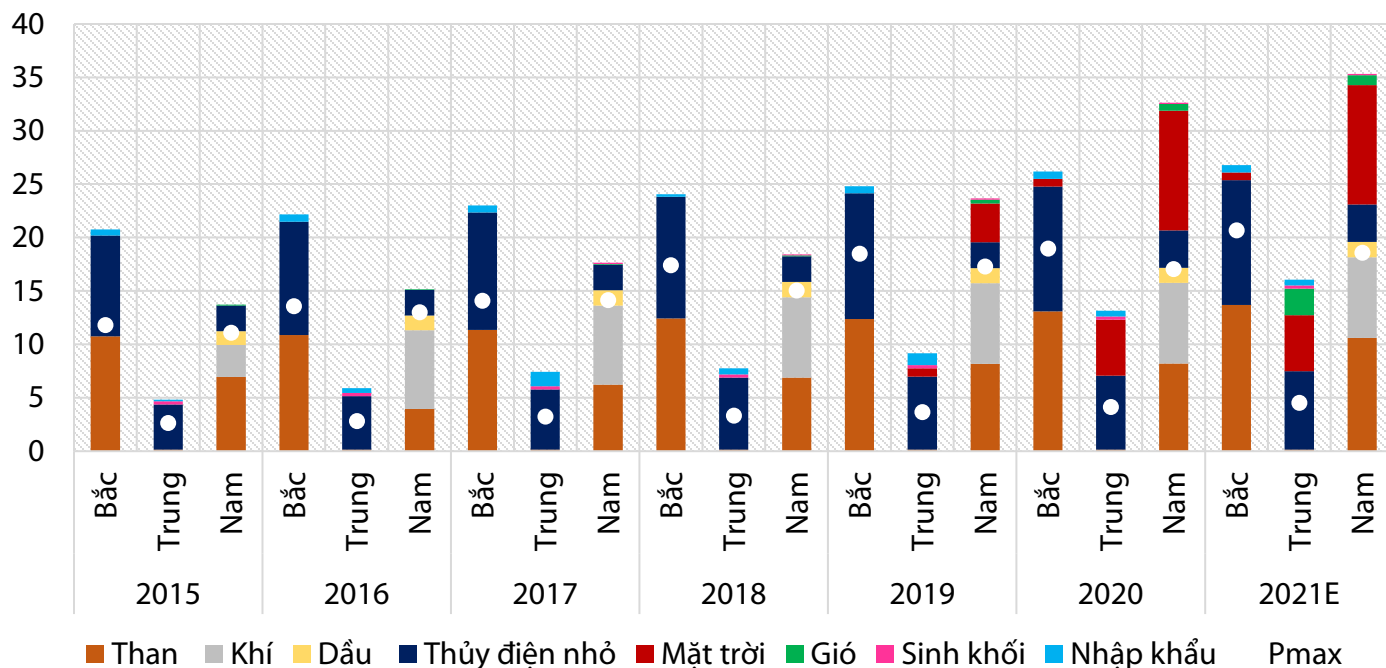
Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Phục hồi tiêu thụ điện đóng vai trò là động lực chính cho các nhà máy điện vào năm 2022

Theo Bộ Công thương, việc mở rộng công suất không đáp ứng được nhu cầu tăng trưởng. Hiện tại, công suất dự trữ tại miền Bắc tương đối thấp hơn những năm trước trong khi nhu cầu đang dần tăng lên. Ngược lại, các trang trại năng lượng tái tạo gia tăng ở miền Nam sẽ hưởng lợi từ nhu cầu phục hồi vào năm 2022. Điều này sẽ giảm bớt rủi ro cắt giảm cho các trang trại xanh và tạo điều kiện cho các nhà máy nhiệt điện ở miền Nam hoạt động.

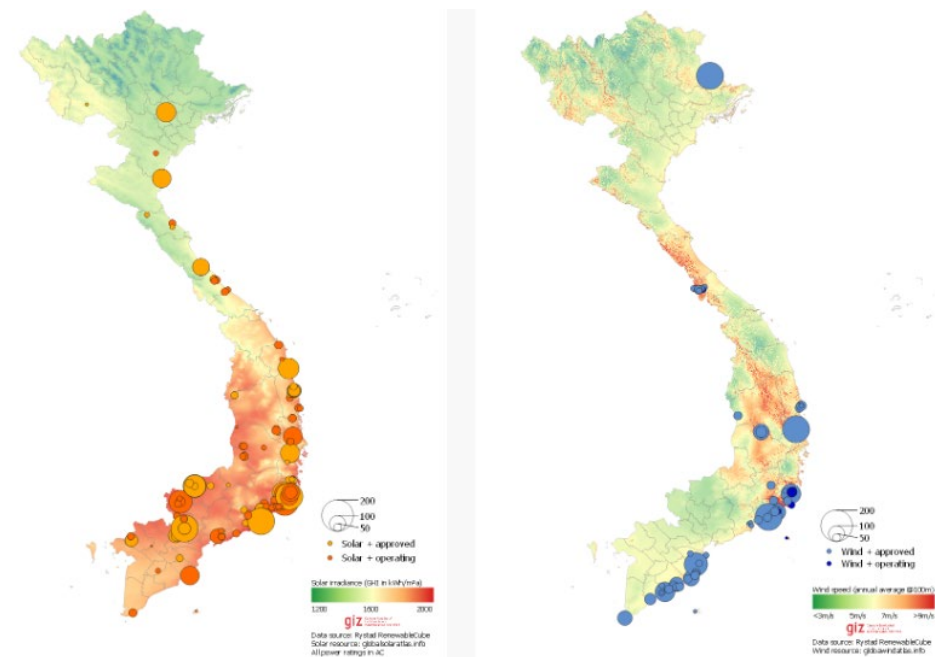
Trong 6T 2022, tiêu thụ điện tăng 4% YoY do mức phục hồi tương đối thấp trong những tháng đầu năm và cơ cấu tiêu thụ đã thay đổi. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng tiêu thụ sẽ cao hơn trong nửa cuối năm 2022 do mức nền cơ sở thấp của năm 2021.

Hình 3: Công suất và Pmax (GW)



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Công suất và Pmax (GW)

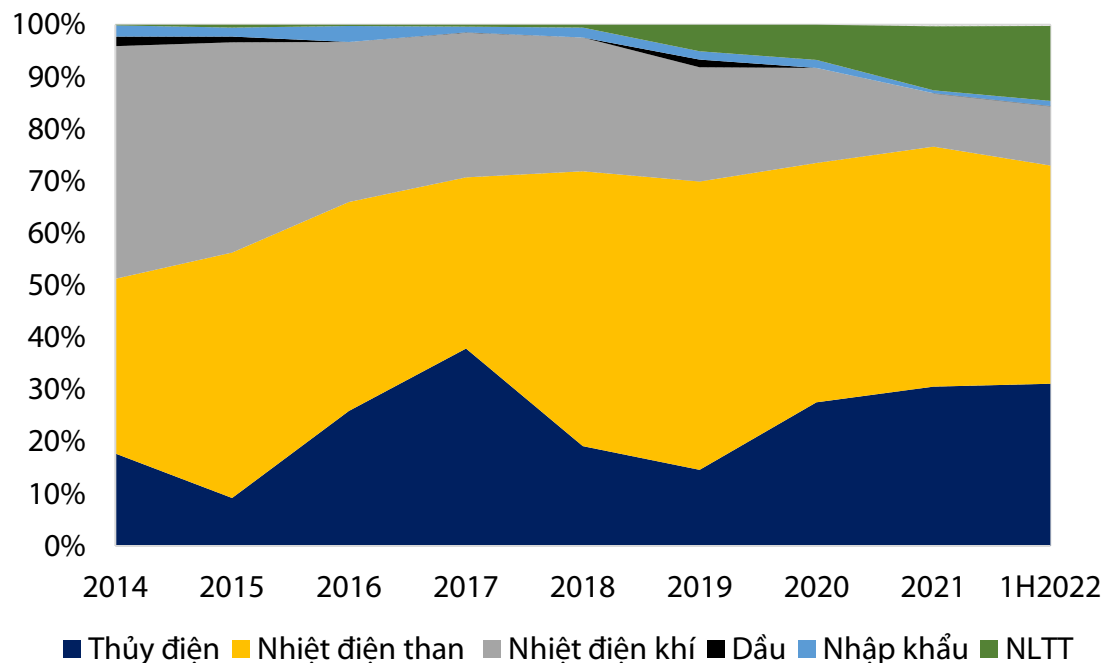


Nguồn: Bộ Công thương, CTCK Rồng Việt; Các nhà máy điện mặt trời (cam) và điện gió (xanh dương) ở VN

Năng lượng tái tạo chủ yếu được lắp đặt ở miền Trung và miền Nam trong khi miền Bắc được huy động từ các nguồn truyền thống

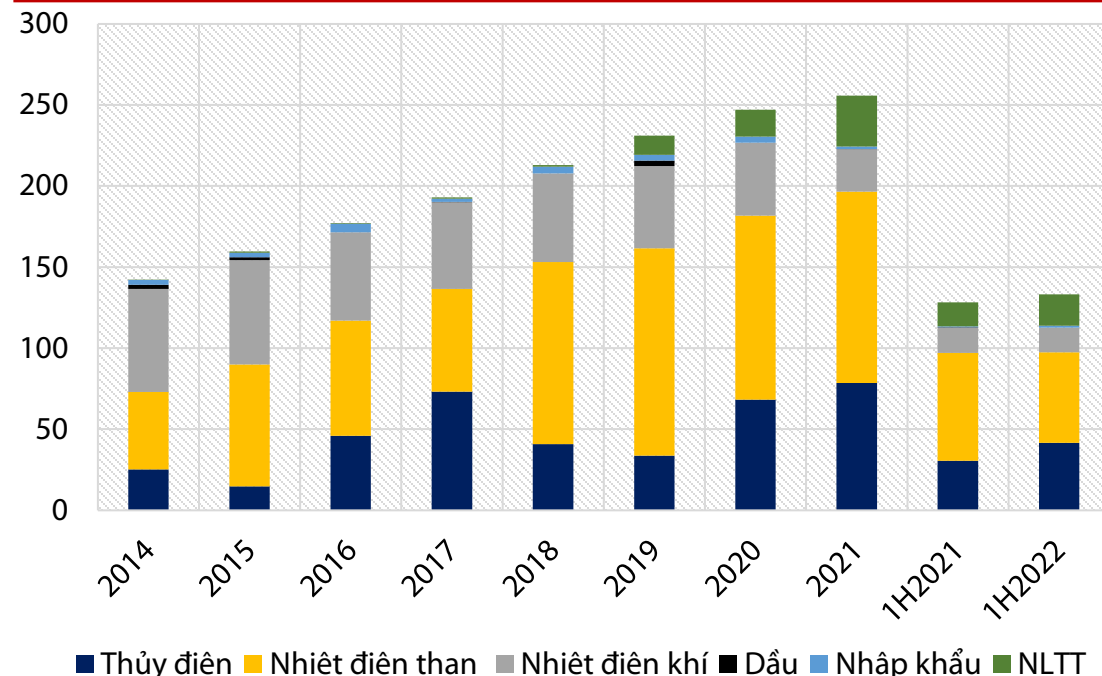
- Năng lượng tái tạo đã bùng nổ kể từ năm 2019 thông qua điện mặt trời, tăng trưởng 14% và 26% YoY vào cuối năm 2019 và 2020. Trong năm 2021, các nhà máy điện gió đóng góp khoảng 3299 MW trong khi các nguồn truyền thống đã đóng góp hơn 3.000 MW cho hệ thống điện quốc gia, +9% YoY. Các nhà máy năng lượng tái tạo chủ yếu tập trung ở miền Trung và miền Nam trong khi ở miền Bắc, các nhà máy nhiệt điện than và thủy điện là những nguồn cung cấp chính.
- Nguồn cung hạn chế ở miền Bắc có thể dẫn đến nguy cơ thiếu điện trong đợt El Nino tiếp theo, chúng tôi ước tính chỉ có 2400 MW/840 MW các nhà máy nhiệt điện và thủy điện sẽ được lắp đặt trong giai đoạn 2022-2024 ở miền Bắc trong khi nhu cầu bền vững tăng khoảng 10%.

Hình 5: Cơ cấu điện quốc gia (%)



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Sản lượng điện theo nhóm (tỷ kWh)

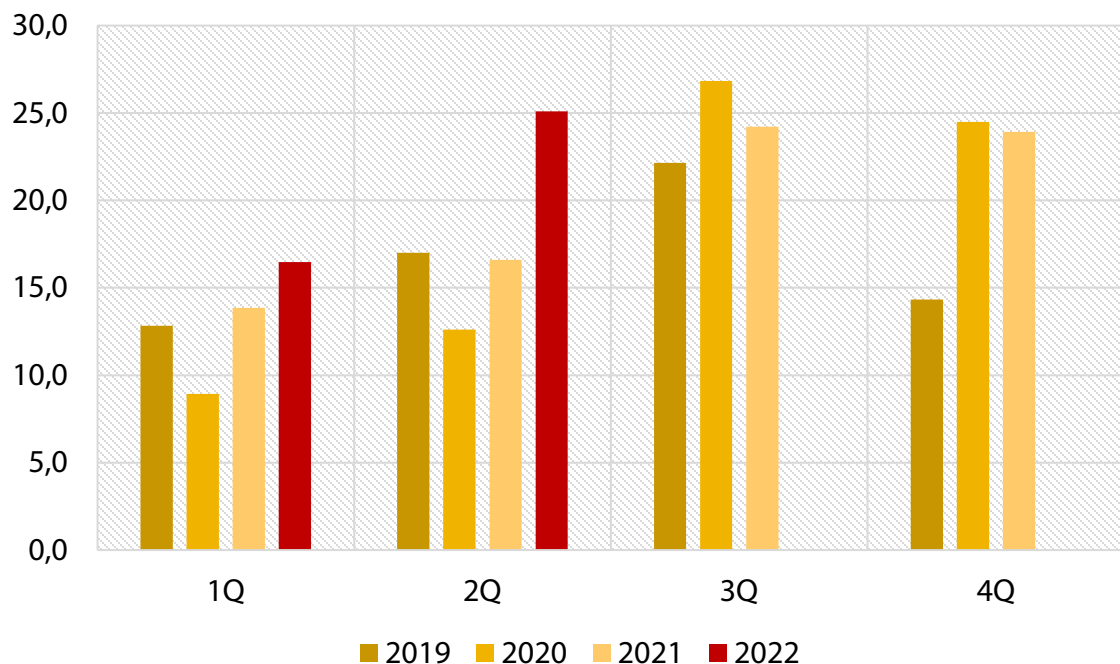


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Năng lượng tái tạo hòa lưới hệ thống điện quốc gia. Công suất điện mặt trời và điện gió ồ ạt đưa vào hệ thống điện quốc gia từ năm 2019 và đã dần mở rộng thị phần cho đến nay. Tuy nhiên, nhóm này chiếm tỷ trọng nhỏ trong hệ thống điện quốc gia.

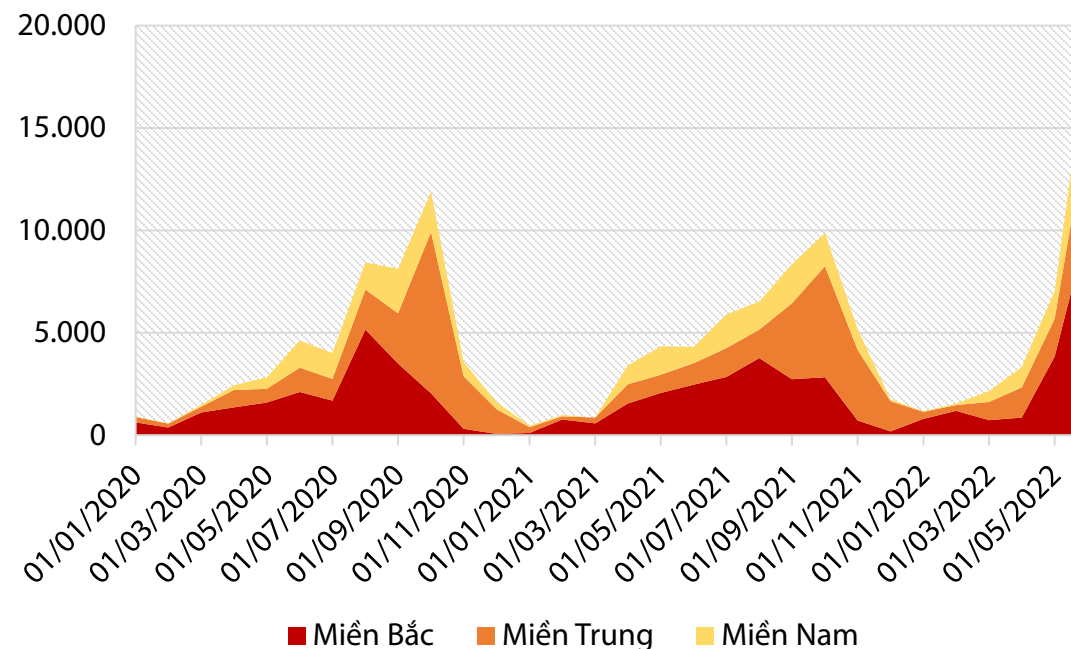
Tuy nhiên, các nhà máy nhiệt điện than và thủy điện vẫn đóng góp chính vào hệ thống điện quốc gia và cạnh tranh trực tiếp với nhau như hình 5. Trong năm 2021 và 2022, thủy điện hoạt động tốt trong giai đoạn La Nina, các nhà máy nhiệt điện được dự báo là có tỷ lệ huy động cao hơn trong giai đoạn El Nino tới.

Hình 7: Sản lượng thủy điện theo quý (tỷ kWh)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 8: Lượng mưa (mm)

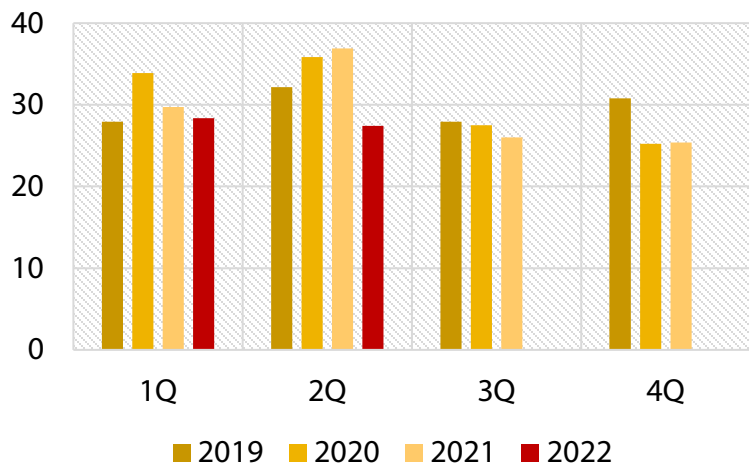


Nguồn: CTCK Rồng Việt, chúng tôi cộng gộp lượng mưa ở một số trạm đặc trưng

Mùa mưa đến sớm hơn dự kiến dẫn đến lượng mưa cao đáng kể

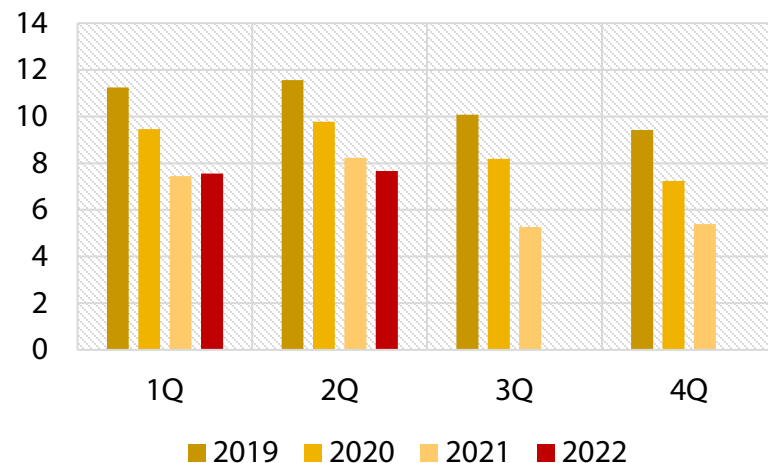
- Lượng mưa đạt mức cao đáng kể trong Q2 2022 mang đến lượng nước dồi dào cho các nhà máy thủy điện. Theo đó, nhóm thủy điện hoạt động vượt trội trong 6T 2022. Sản lượng tăng 19% YoY và 51% YoY trong Q1 và Q2 đạt lần lượt 16,5 và 25,1 kWh.
- Theo NOAA, La Nina tiếp tục chiếm ưu thế trong nửa cuối năm 2022, do đó chúng tôi dự phóng các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục phát điện tốt cho đến cuối năm nay. Về KQKD, các nhà máy thủy điện quy mô nhỏ được dự báo sẽ tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022 trong khi các nhà máy lớn sẽ tích nước đáng kể để sản xuất trong nửa đầu năm 2023.

Hình 9: Sản lượng nhiệt than (tỷ kWh)



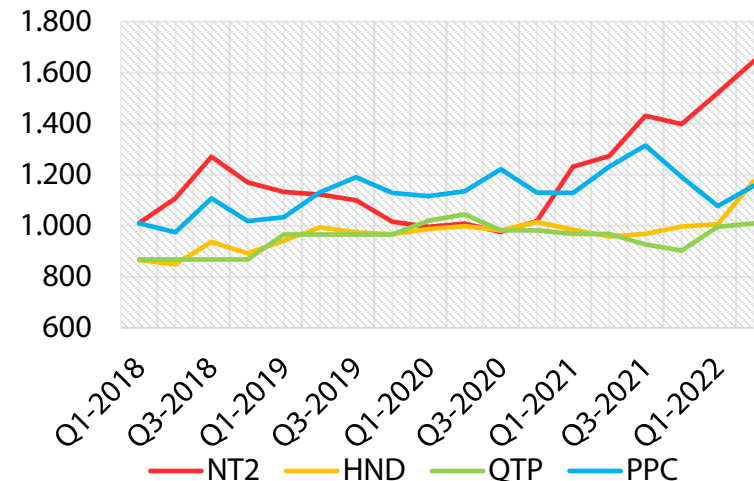
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 10: Sản lượng nhiệt khí (tỷ kWh)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 11: Giá nguyên liệu theo kWh (VND)

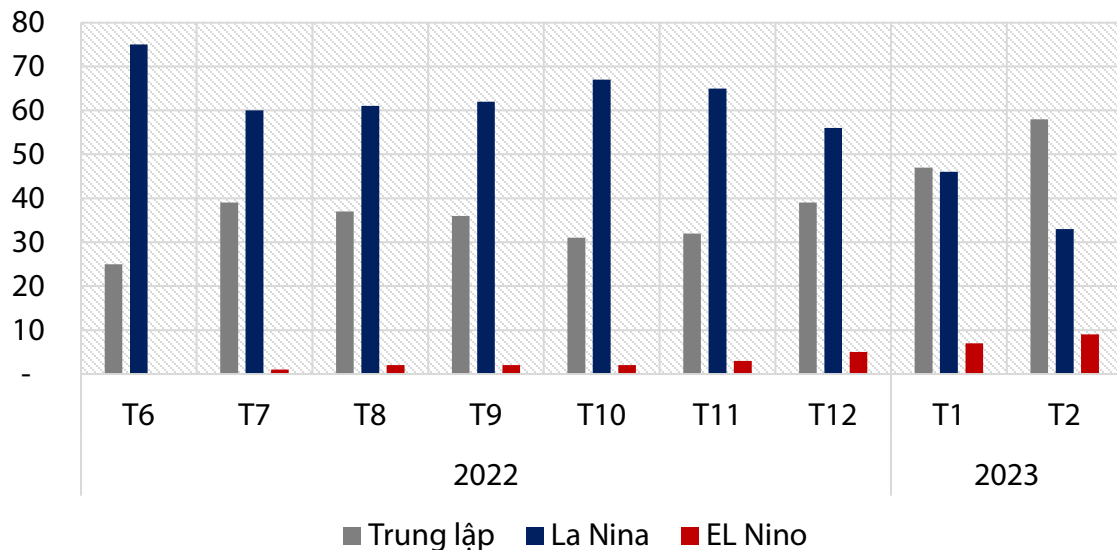


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Nhóm than được huy động ổn định trong khi nhóm khí mất lợi thế cạnh tranh trên CGM do giá khí tăng mạnh

- Từ hình 9 và 10, sản lượng trong lĩnh vực nhiệt điện từ năm 2019 - đợt El Nino cao điểm gần đây đến năm 2022, các nhà máy nhiệt điện than đã được huy động khoảng 118 tỷ kWh mỗi năm (Hình 9). Trong khi đó, nhóm nhiệt điện khí không chỉ mất tỷ trọng trong hệ thống điện quốc gia (Hình 5) mà còn về số tuyệt đối (Hình 10). Sản lượng điện khí giảm 18%/24% YoY trong giai đoạn 2020/2021 do giá khí tăng cao.
- Tuy nhiên, giá đầu vào của nhóm nhiệt điện than bắt đầu tăng từ tháng 5/2022, do cơ chế nhập khẩu than mới, dẫn đến tăng giá nguyên liệu của HND, PPC và QTP (hình 11). Do đó, chênh lệch nguyên liệu giữa các nhóm này đã được thu hẹp, điều này có thể sẽ giảm áp lực cho nhóm khí đốt trong thời gian tới.

Hình 12: Dự báo thủy văn (%)

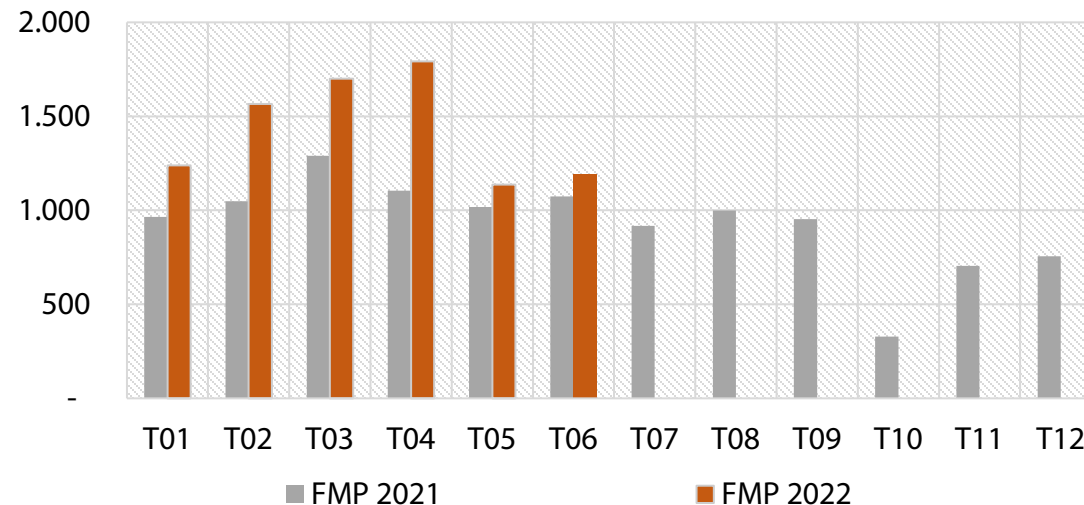


Nguồn: NOAA, CTCK Rồng Việt

Giá trên thị trường cạnh tranh có khả năng neo ở mức cao, thậm chí cao hơn so với mức mùa khô năm 2019

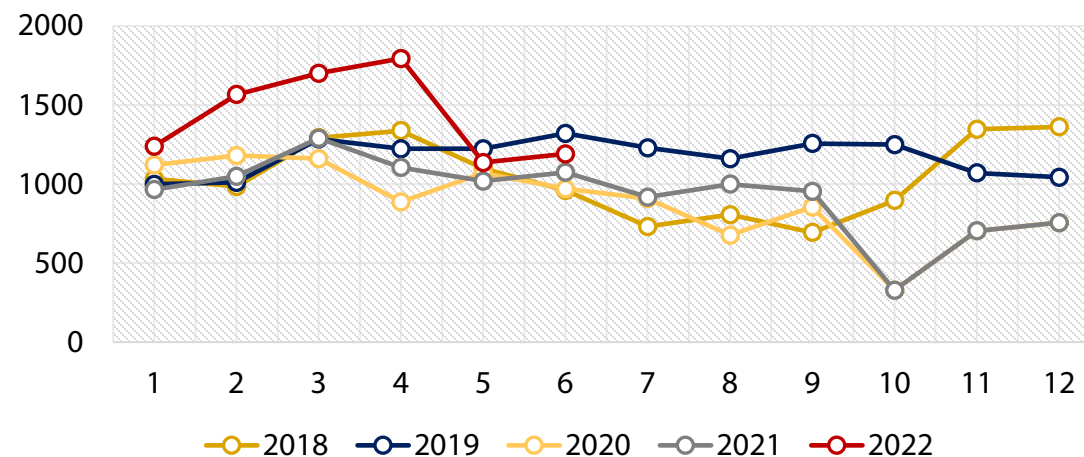
- Trong ngắn hạn, giá bán CGM có thể ở mức cao do giá đầu vào tăng mạnh. Chúng tôi cho rằng trong đợt El Nino tiếp theo, trong trường hợp giá than và khí không hạ nhiệt, giá CGM có thể đạt mức cao mới.

Hình 13: Giá toàn thị trường trong năm 2021 và 2022 (VND)



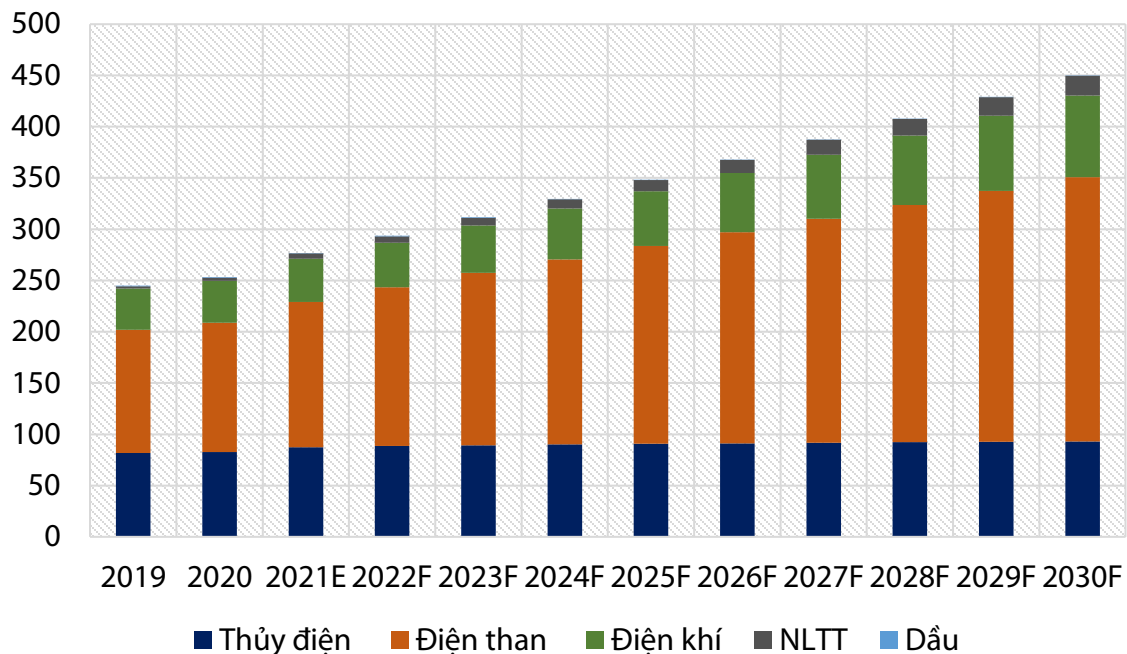
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Giá toàn thị trường (VND)



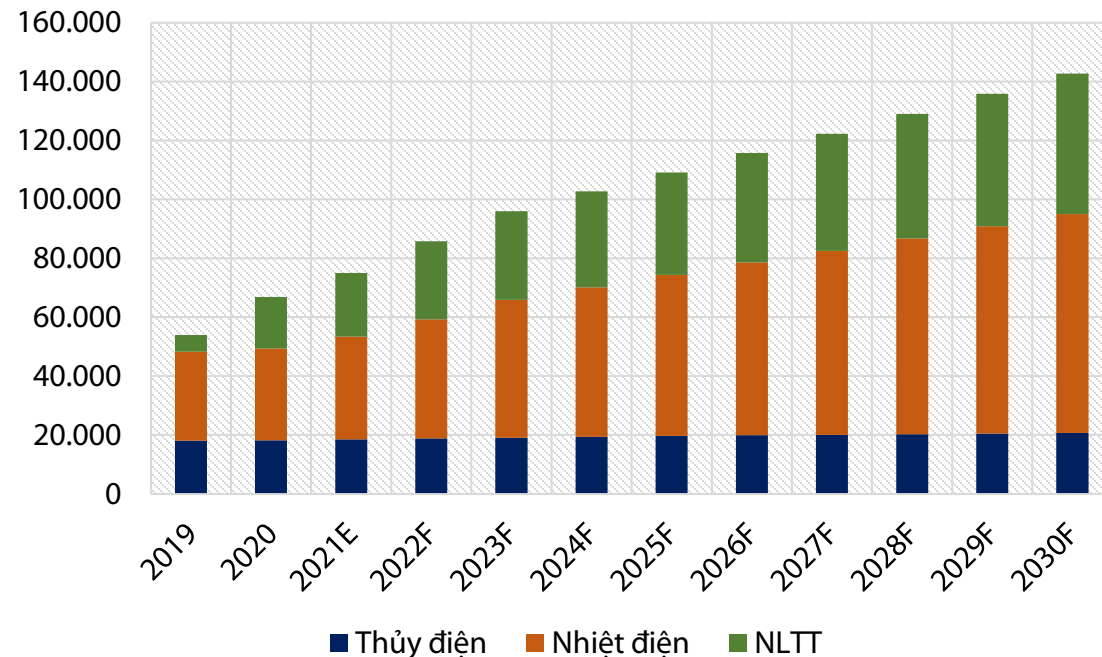
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Sản lượng mục tiêu theo nhóm (TWh)



Nguồn: EVN, BMI, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Công suất mục tiêu theo nhóm của Dự thảo PDP VIII (MW)

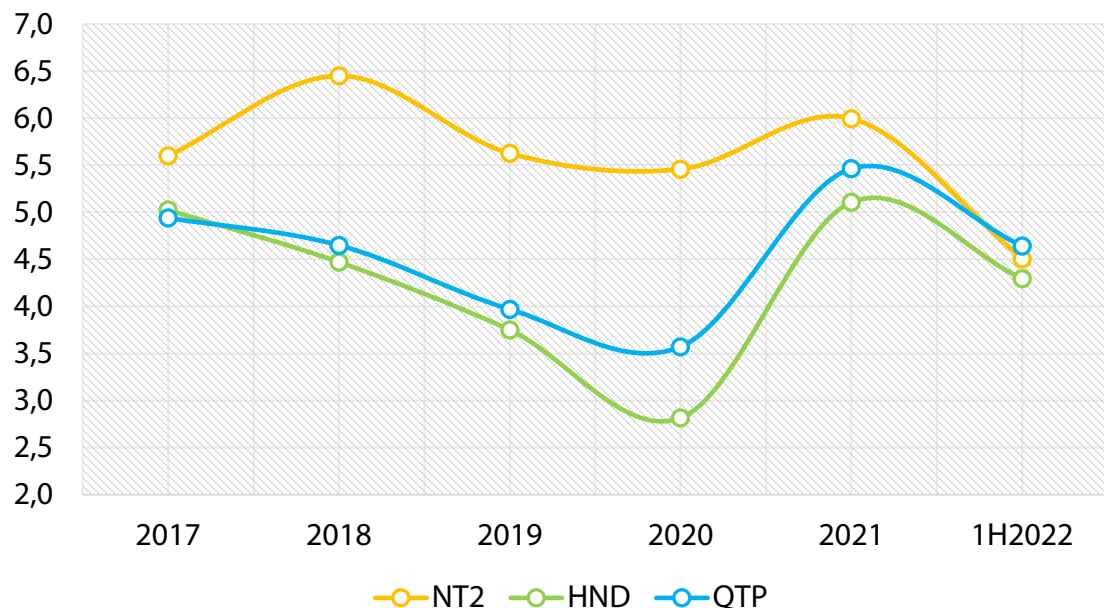


Nguồn: EVN, BMI, CTCK Rồng Việt

Năng lượng xanh và LNG tăng trưởng đáng kể trong dài hạn

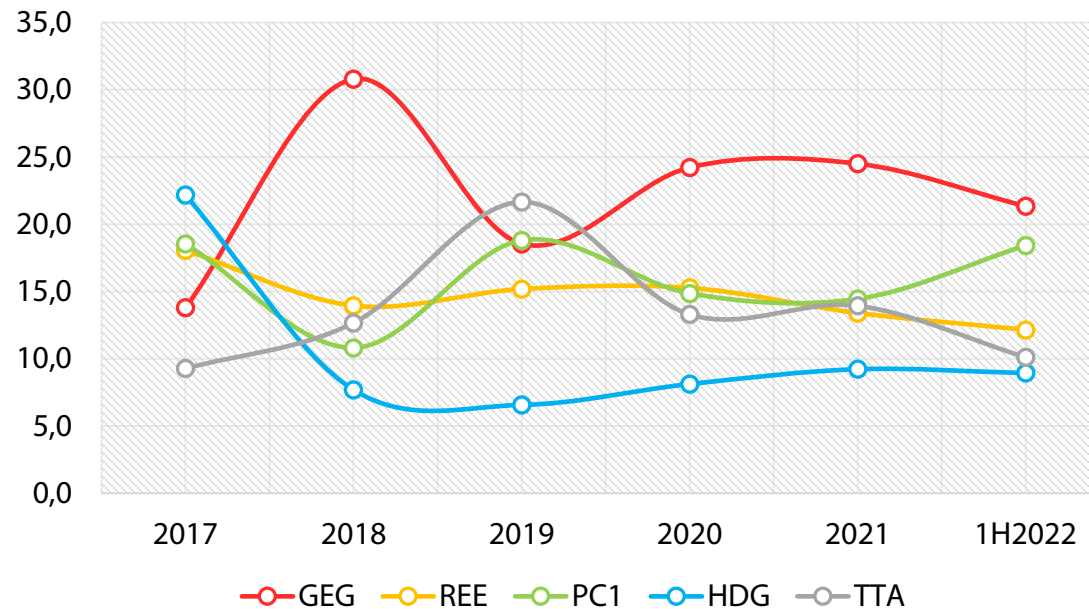
- Về dài hạn, Chính phủ sẽ mở đường để khai thác tiềm năng to lớn của thị trường điện gió, đặc biệt là các trang trại điện gió ngoài khơi. Các công ty có dòng tiền mạnh, quỹ đất hoặc các dự án trong lộ trình có thể sẽ được hưởng chính sách ưu đãi để thêm nhiều dự án và kích hoạt thu nhập bao gồm REE, GEG, PC1.
- Hơn nữa, LNG cũng là một định hướng khác của chính phủ về lâu dài, các công ty đang nằm trong các dự án phát triển LNG, cũng rất hấp dẫn, bao gồm cả POW.

Hình 9: EV/EBITDA nhóm phòng thủ



Nguồn: Finn, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Tỷ lệ PE của nhóm tăng trưởng

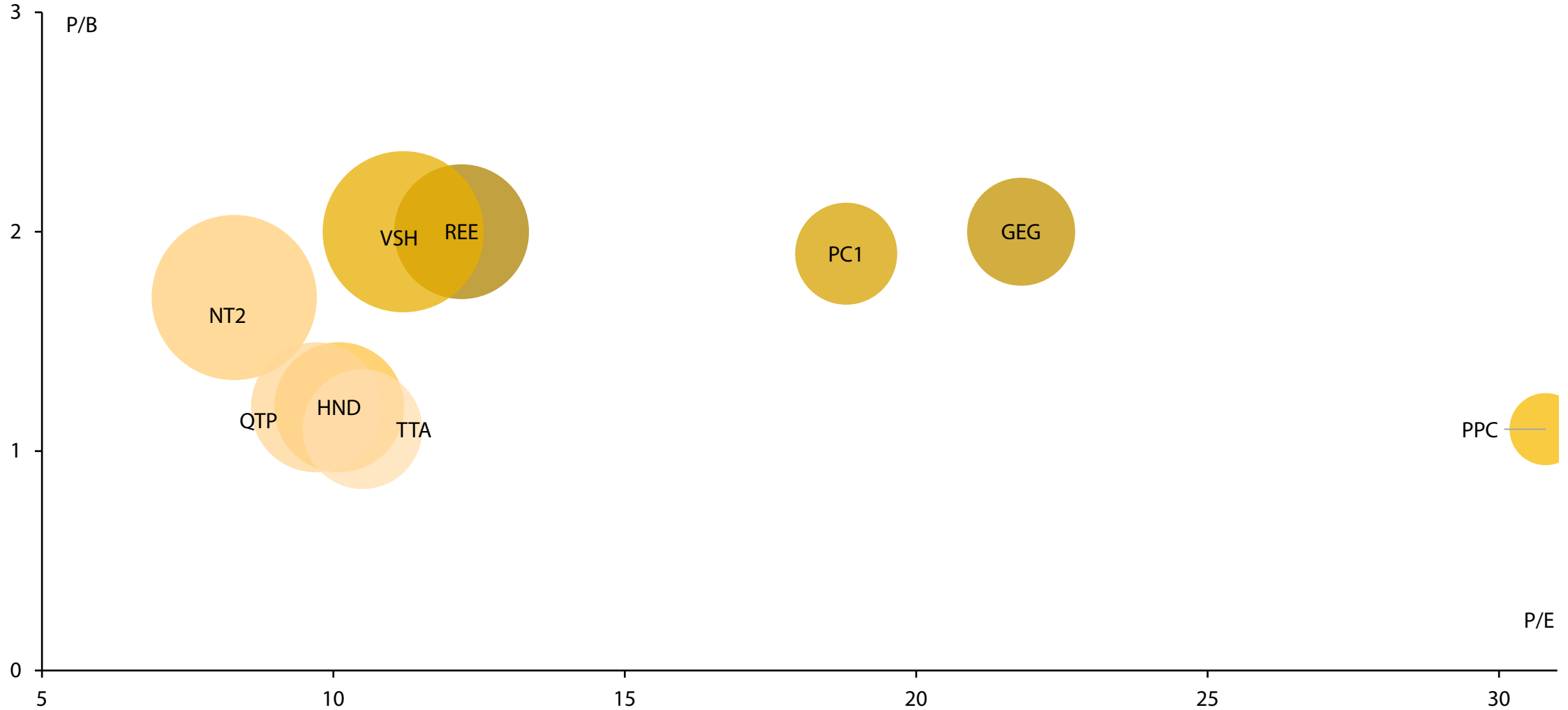


Nguồn: Finn, CTCK Rồng Việt

- **Nhóm phòng thủ:** EV/EBITDA của nhóm phòng thủ (phần lớn thu nhập được trả cho cổ đông) đã đến mức định giá hợp lý. Các nhà đầu tư có thể tích lũy nhóm cổ phiếu này để nhận cổ tức và chờ đến một đợt El Nino. HND và QTP là những công ty sẽ có mức huy động cao ở miền Bắc trong khi NT2 được dự báo sẽ trả cổ tức tiền mặt bền vững.
- **Nhóm tăng trưởng:** Ngược lại, hầu hết các cổ phiếu tăng trưởng trong phân khúc điện sẽ tăng thu nhập để đầu tư và mở rộng công suất trong những năm tới. Chúng tôi cho rằng GEG, REE, PC1 là những cổ phiếu hưởng lợi trong trung hạn. Tuy nhiên, chúng ta cần chờ xem các công ty này sẽ phát triển các dự án NLTT theo xu hướng xanh tại Việt Nam như thế nào.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
REE	28.645	90.700	18%	88%	55%	39%	30%	33%	7%	18%	1%	12,2	2,0
PC1	9.124	43.800	-4%	62%	20%	14%	-31%	6%	3%	11%	0%	18,7	1,9
VSH	9.036	N/A	155%	171%	81%	56%	90%	34%	8%	20%	0%	11,1	2,0
HND	8.150	23.000	13%	-28%	0%	0%	-3%	0%	0%	0%	5%	17,9	1,3
NT2	7.658	29.200	32%	42%	22%	13%	173%	12%	12%	21%	11%	8,5	1,7
QTP	7.380	N/A	1%	1%	9%	0%	4%	-13%	-6%	N/A	5%	12,8	1,2
GEG	7.179	24.700	21%	38%	77%	46%	25%	18%	3%	9%	2%	22,9	2,0
PPC	5.659	22.500	-31%	N/A	-1%	-3%	-88%	3%	2%	2%	3%	50,2	1,1
TTA	1.968	N/A	15%	15%	85%	57%	16%	25%	4%	9%	0%	15,6	1,1

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

TÍCH LŨY: 18%

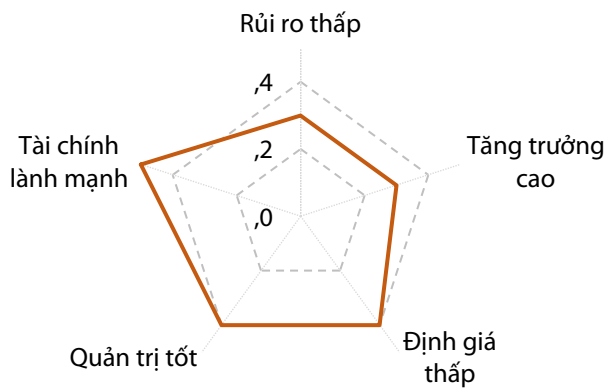
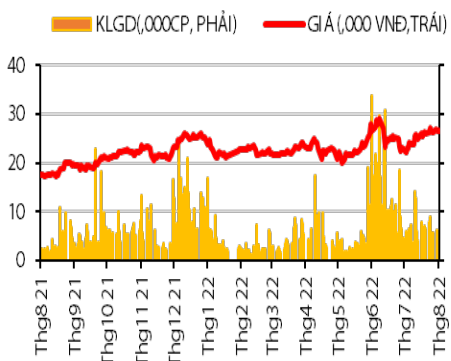
GHT: 26.000

GMT: 29.200

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Thông tin	Năng lượng	Tài chính	2021A	2022F	2023F
Ngành		Doanh thu	6.150	7.941	8.939
Vốn hóa (triệu USD)	7658	LNST	534	827	923
SLCPĐLH (triệu cp)	288	ROA (%)	8,1	12,2	12,5
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	1789	ROE (%)	12,6	17,9	18,2
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)	46	EPS (đồng)	1.778	2.800	3.125
SH NĐTNN còn lại (%)	34.4	GTSS (đồng)	14.706	16.007	17.632
ĐĐ giá 52 tuần	29.6 - 18.8	Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	1.500	1.500
		P/E (x)	13,5	9,3	8,3
		P/B (x)	1,8	1,6	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chờ đợi cổ tức tiền mặt tiềm năng trong giai đoạn tới. Sở hữu dòng tiền dồi dào sau khi tất toán nợ, công ty sẽ tận dụng dòng tiền đó để trả cổ tức bằng tiền mặt cho các cổ đông. Chúng tôi dự báo FCFE sẽ cao hơn EPS và EPS dao động quanh mức 3.000 đồng trong những năm tiếp theo.

Lợi nhuận cốt lõi tăng trưởng, bất chấp giai đoạn La Nina, nhờ một số điều kiện thuận lợi trong năm 2022

- Công ty bắt đầu tăng trưởng lại từ mức đáy vào năm 2021. NT2 đạt mức lợi nhuận thấp nhất mọi thời đại vào năm 2021 do công ty phải đối mặt với nhiều trở ngại từ yếu tố bên trong và bên ngoài. Sự tăng trưởng 8% về sản lượng theo hợp đồng sẽ mở rộng biên lợi nhuận của công ty từ năm 2022 trở đi. Cùng với xu hướng tăng trưởng nhu cầu điện, NT2 được kỳ vọng sẽ có công suất sử dụng cao hơn trong những năm tới.
- Ngoài ra, giá đầu vào của các nhà máy nhiệt điện than bắt đầu tăng đáng kể từ Quý 2/2022, giảm áp lực cho các nhà máy nhiệt điện khí cạnh tranh trên thị trường phát điện.

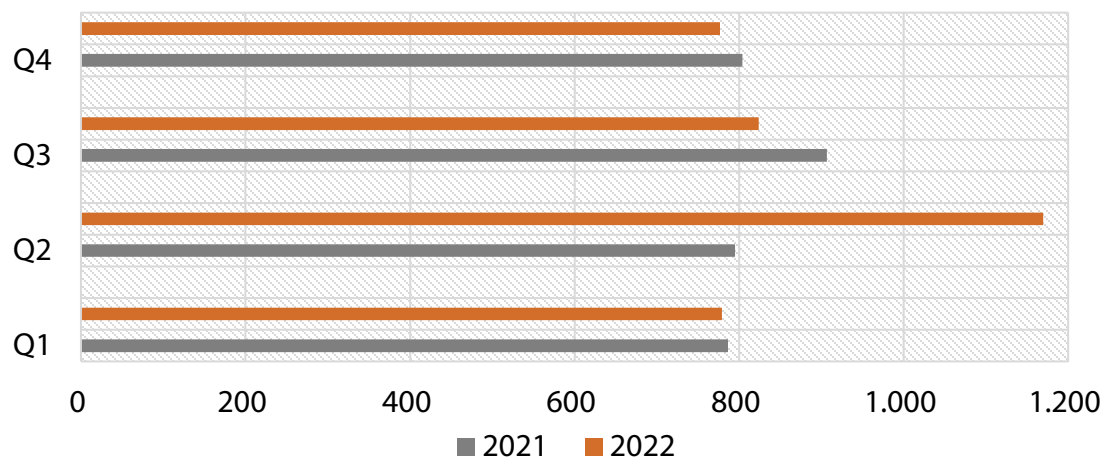
Doanh thu tài chính từ việc đền bù tỷ giá sẽ hỗ trợ KQKD trong năm 2022F-23F. NT2 có doanh thu tài chính tiềm năng từ tỷ giá khoảng 400 tỷ đồng, đây là khoản bù đắp tỷ giá cho giai đoạn 2016 đến 2020 dựa trên Thông tư 56. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận một nửa trong số đó trong năm nay và phần còn lại vào năm 2023.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm: Giá khí có thể tăng lên mức cao mới có thể cản trở công ty kiếm được lợi nhuận trên CGM.
- Rủi ro tăng giá: Khối lượng hợp đồng hoặc giá bán trong CGM cao đáng kể trong những năm tới sẽ thúc đẩy lợi nhuận của công ty.

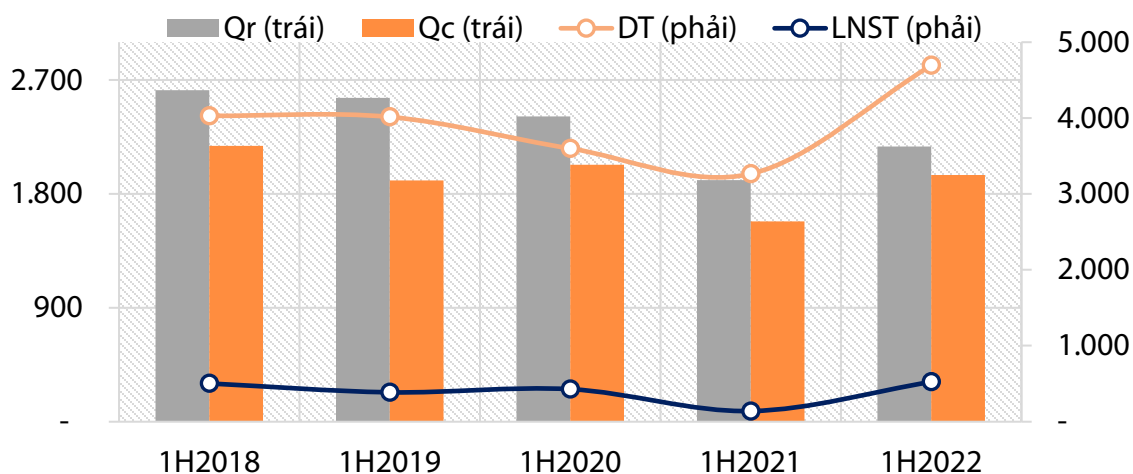
(*) Tỷ suất sinh lời bao gồm 1.500 cổ tức trong 12 tháng tiếp theo

Hình 1: Sản lượng hợp đồng theo quý (triệu kWh)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

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



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Sản lượng phục hồi từ mức thấp trong năm 2021

- Sản lượng hợp đồng (Qc) /cung cấp (Qr) đã tăng 23%/14% YoY trong 6T2022, điều này đã củng cố lợi nhuận của công ty.
- Đáng chú ý, sản lượng hợp đồng trong Quý 2/2022 cao đáng kể so với các năm khác, 1.170 triệu kWh, bằng mức của năm 2019 - năm thời tiết cực kỳ khô hạn.

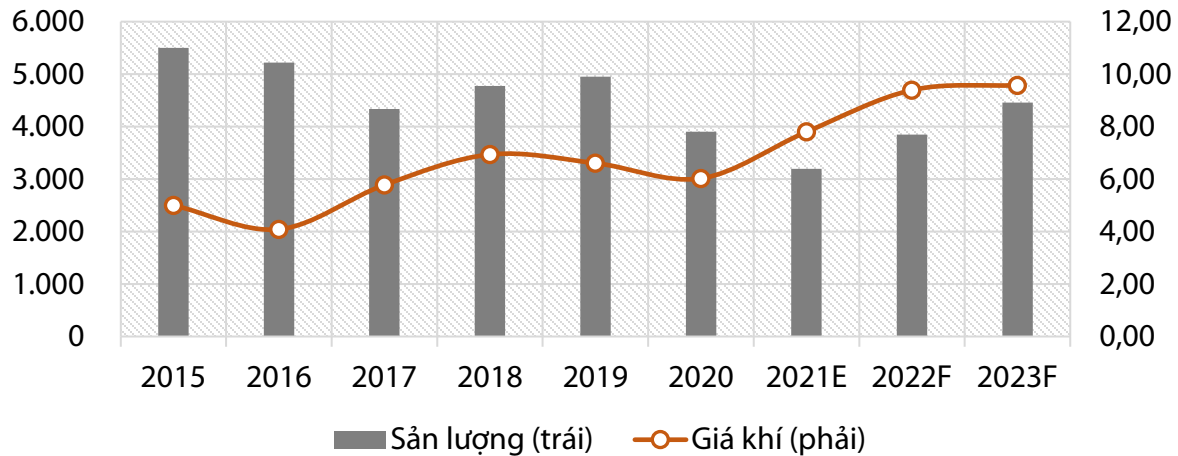
Mức giá bán cao mới trong CGM thúc đẩy lợi nhuận của NT2

- FMP - Giá toàn thị trường trên CGM tăng mạnh trong những tháng đầu năm 2022 do thời tiết khô hạn và cao điểm vào tháng 4 do thiếu than khiến giá bán tăng đột biến.
- Tận dụng giá bán CGM cao trong 4T2022 nhằm thu lợi nhuận, NT2 đã cung cấp 307 triệu kWh trên thị trường phát điện cạnh tranh với giá bán bình quân ước tính xấp xỉ khoảng 1.800 đồng.

Lợi nhuận cốt lõi đã tăng trưởng bất kể giai đoạn La Nina nhờ một số điều kiện thuận lợi trong 6T2022

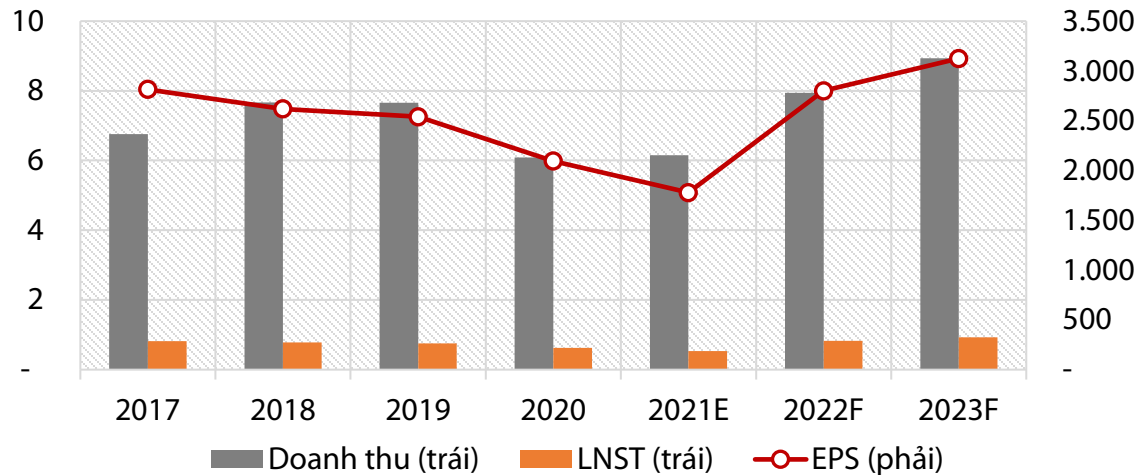
- Do đó, NT2 đã tăng tỷ suất lợi nhuận gộp lên 600 điểm phần trăm trong 6T2022 và LNST đạt 525 tỷ đồng, +276% YoY.

Hình 3: Sản lượng (triệu kWh) và giá đầu vào (USD / triệu BTU)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Thu nhập cốt lõi trong nửa cuối 2022 sẽ thấp hơn so với nửa đầu năm. Sản lượng hợp đồng trong 2H2022 thấp hơn 1H2022 và 2H2021 lần lượt là 18% và 6% do việc bảo trì ngắn hạn có thể mất vài ngày và mùa mưa nên ưu tiên huy động từ thủy điện. Bên cạnh đó, NT2 khó có lãi trong mùa mưa. Do đó, lợi nhuận cốt lõi trong nửa cuối năm sẽ ở mức thấp.

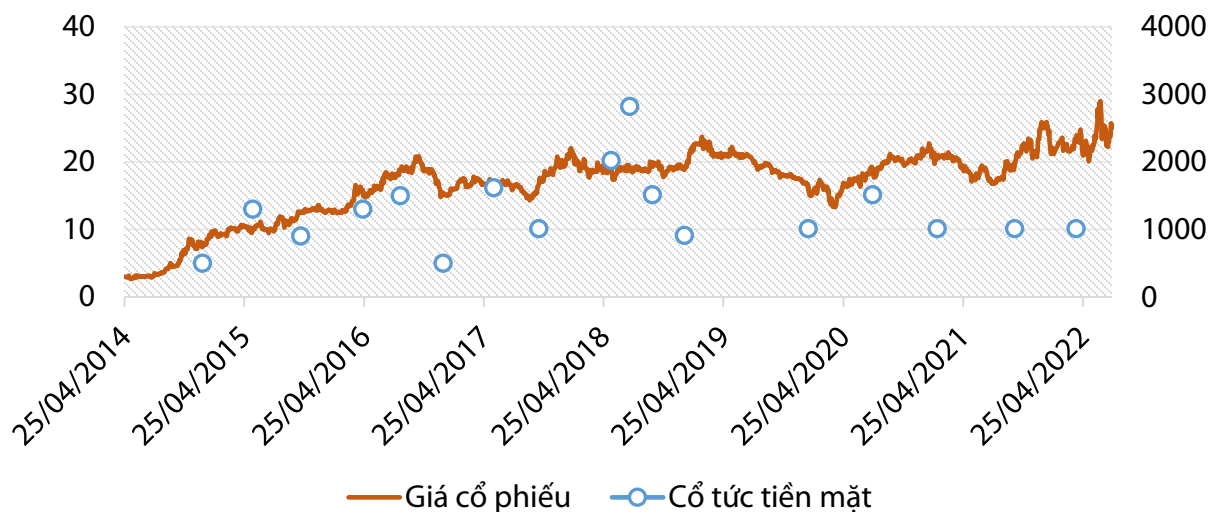
Tuy nhiên, doanh thu FX “đánh bóng” lợi nhuận nửa cuối năm

- NT2 có doanh thu tài chính tiềm năng từ đền bù chênh lệch tỷ giá khoảng 400 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận một nửa trong nửa cuối 2022.

Thu nhập sẽ phục hồi từ năm 2022 và đạt tỷ lệ huy động cao hơn

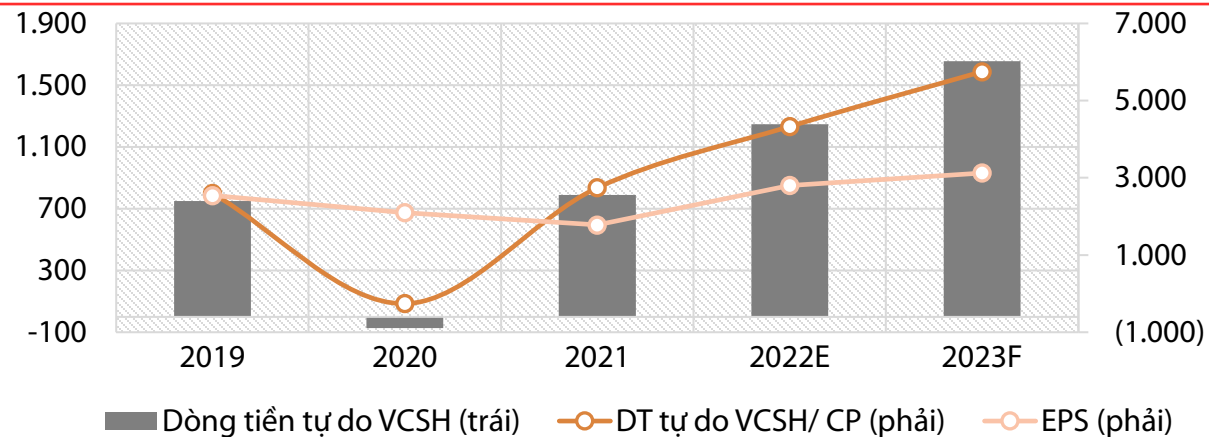
- Nhìn chung, thu nhập của công ty dự kiến sẽ tăng vọt vào năm 2022 nhờ thu nhập cốt lõi tăng đáng kể trong 1H và lợi nhuận FX trong nửa cuối năm. Doanh thu/LNST được dự báo thận trọng là 7.941 / 827 tỷ đồng, +29% YoY/+55% YoY.
- Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ có sản lượng hợp đồng cao hơn và tiếp tục đạt được mức giá bán cao trong CGM và ghi nhận phần còn lại là doanh thu tỷ giá. Do đó, LNST/EPS dự báo tăng nhẹ 12% YoY lên 923 tỷ đồng/3.125 đồng.

Hình 5: Cổ tức tiền mặt đã điều chỉnh trên mỗi cổ phiếu và thị giá (đồng)



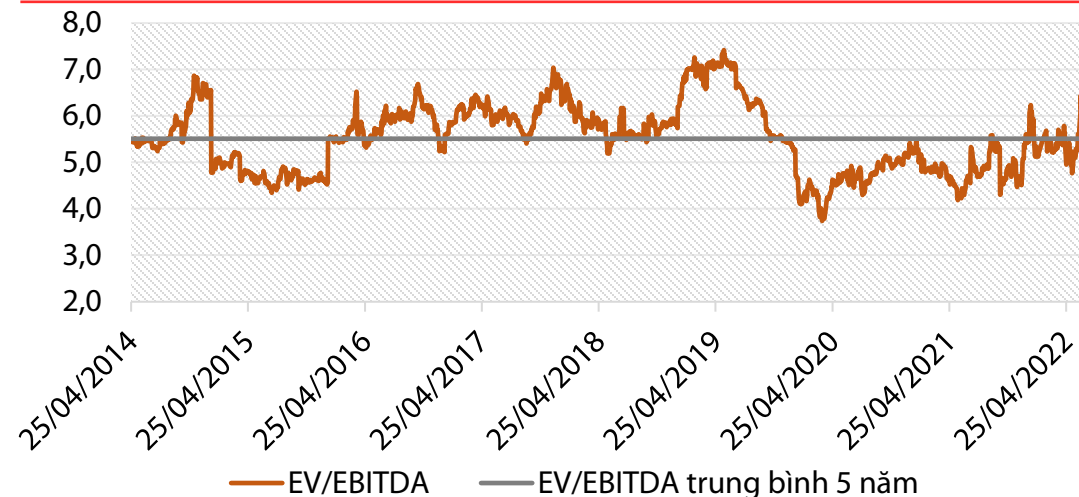
Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Dòng tiền VCSH (tỷ đồng) và EPS (đồng)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Hình 6: EV/EBITDA



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Chờ đợi cổ tức tiền mặt tiềm năng

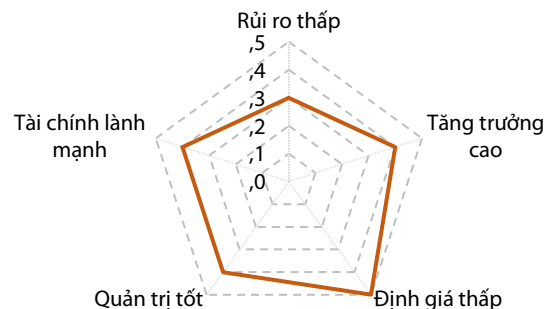
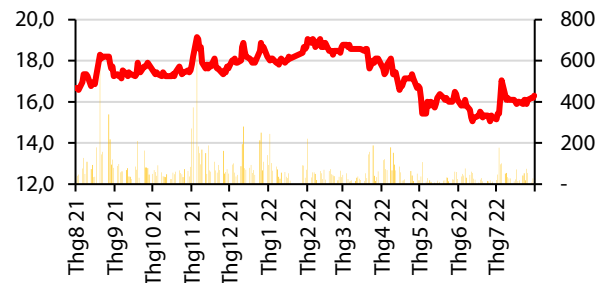
- Chúng tôi thấy rằng NT2 đã bắt đầu bước vào giai đoạn có nhiều tiền mặt sau khi công ty hoàn thành nghĩa vụ trả nợ vào tháng 6 năm 2021. Từ đó, công ty sẽ tận dụng dòng tiền dồi dào để trả cổ tức cho cổ đông.
- Hơn nữa, NT2 là một trong số những con gà đẻ trứng vàng của POW. Do đó, POW sẽ có thêm động lực để kiếm tiền từ các công ty con cho các hoạt động đầu tư của mình trong khi NT2 không có khoản đầu tư đáng kể nào trong những năm tới.

MUA: +44%(*)

GHT: 16.200

GMT: 23.000

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ,TRÁI)



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (triệu USD)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)
SH NĐTNN còn lại (%)
ĐĐ giá 52 tuần

		TÀI CHÍNH	2021A	2022F	2023F
Tiền ích	Doanh thu		1.381	2.116	2.170
	LNST		277	311	378
	ROA (%)	8150	2,06	3,1	4,0
	ROE (%)	500	8,4	9,4	11,4
	EPS (đồng)	32	834	979	1.190
	GTSS (đồng)	1	10.066	10.110	10.221
	Cổ tức tiền mặt (đồng)	49.0	400	400	400
	P/E (x)	20.6 - 15	17.8	10.7	8.4
	P/B (x)		1.9	2.0	1.8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận tăng từ mức thấp năm 2021 do khối lượng hợp đồng tăng lên và chi phí khấu hao giảm. Tăng trưởng rõ ràng và chắc chắn kể từ năm tài chính 2022 trở đi

- Sản lượng hợp đồng tăng 16% YoY sẽ đảm bảo lợi nhuận của công ty ngay cả khi điều kiện thủy văn dường như không hỗ trợ các nhà máy nhiệt điện trong năm nay.
- Ngoài ra, HND quyết định dời thời gian khấu hao kể từ quý 2/2022 kéo chi phí hàng năm giảm 350 tỷ đồng (tương đương xxx USD). Do đó, chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng 77% lên 806 tỷ đồng (tương đương 35 triệu USD) vào năm 2022. Tính đến thời điểm hiện tại, công ty đã hoàn thành 67% LNST dự báo của năm 2022.

Nguồn vốn huy động ổn định nhờ vào lợi thế cạnh tranh về vị thế.

- Tọa lạc tại Hải Phòng, một trong những vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc giúp HND có sản lượng bền vững trong những năm tới. Đáng chú ý, nguồn cung điện ở miền Bắc tương đối hạn chế trong hai năm tới, trong khi nhu cầu tiếp tục tăng. Do đó, các nhà máy nhiệt điện trong bối cảnh như vậy được dự báo sẽ được huy động mạnh trong đợt El Nino tiếp theo.

Lợi tức cổ tức hấp dẫn, đặc biệt là từ giai đoạn không nợ. Chúng tôi kỳ vọng HND sẽ trả phần lớn lợi nhuận dưới dạng cổ tức bằng tiền mặt sau khi hoàn thành nghĩa vụ nợ trong năm tài chính 2024. Dự báo tỷ suất cổ tức dự kiến trong giai đoạn 22-25 là 5% - 10%, tương đương 1.000 đồng - 1.700 đồng / cổ phiếu.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Việc VND mất giá có thể mang lại rủi ro lỗ về tỷ giá, chúng ta cần theo dõi diễn biến tỷ giá USD để lường trước những tổn thất này.
- Do những dự án cải thiện môi trường bắt buộc của chính phủ, dòng tiền của công ty có thể bị ảnh hưởng.

(*) Tỷ suất sinh lời bao gồm 400 cổ tức trong 12 tháng tiếp theo

Chuyển lỗ thành lãi trong Q1/2022 do mùa khô

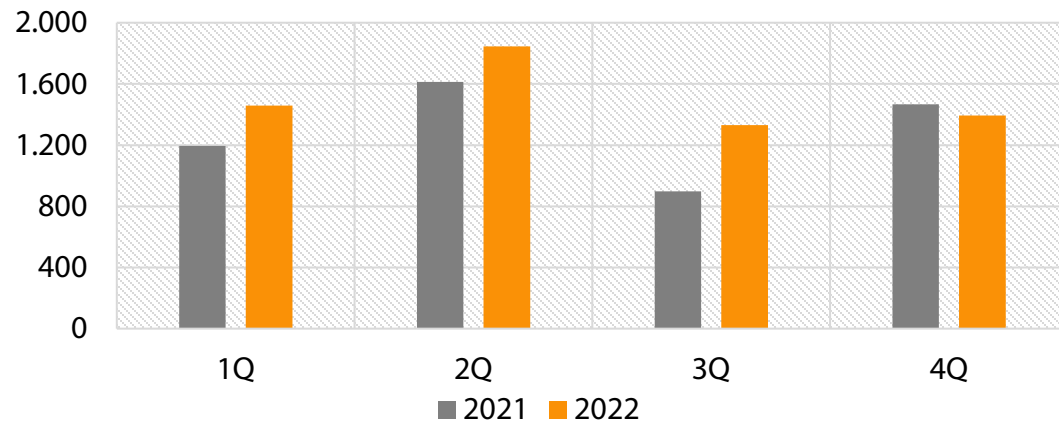
- HND hoạt động tốt nhờ điều kiện thuận lợi trong Quý 1 bao gồm (1) Sản lượng cung cấp/hợp đồng tăng 19% YoY/22% YoY và (2) Giá bán trung bình trên CGM tăng khoảng 36% YoY.

LNST tăng vọt trong 1H2022 bất kể khó khăn trong Quý 2/2022

- Mùa mưa đến sớm hơn dự kiến mang đến nhiều khó khăn cạnh tranh trong CGM cho HND. Tuy nhiên, công ty đã kéo dài thời gian khấu hao kể từ Quý 2/2022, dẫn đến giảm chi phí khấu hao xuống 150 tỷ đồng trong quý 2/2022, nhờ đó, thúc đẩy LNST.

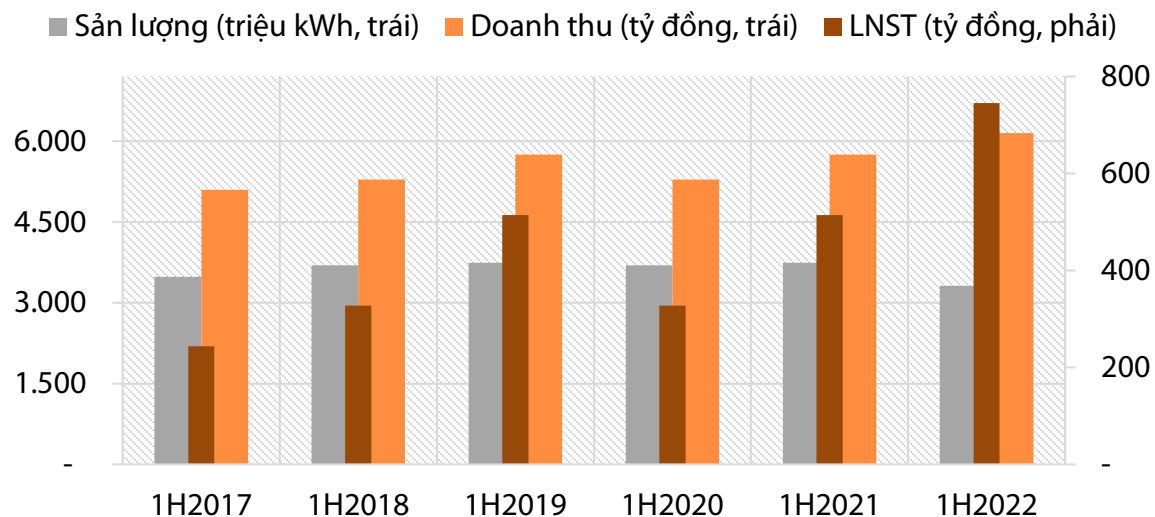
Tóm lại, doanh thu và LNST của HND trong 1H2022 lần lượt đạt 5.203 tỷ +13% YoY và 538 tỷ đồng (+203% YoY), hoàn thành 48% và 67% kế hoạch dự phóng cả năm 2022.

Hình 1: Sản lượng hợp đồng theo quý (triệu kWh)



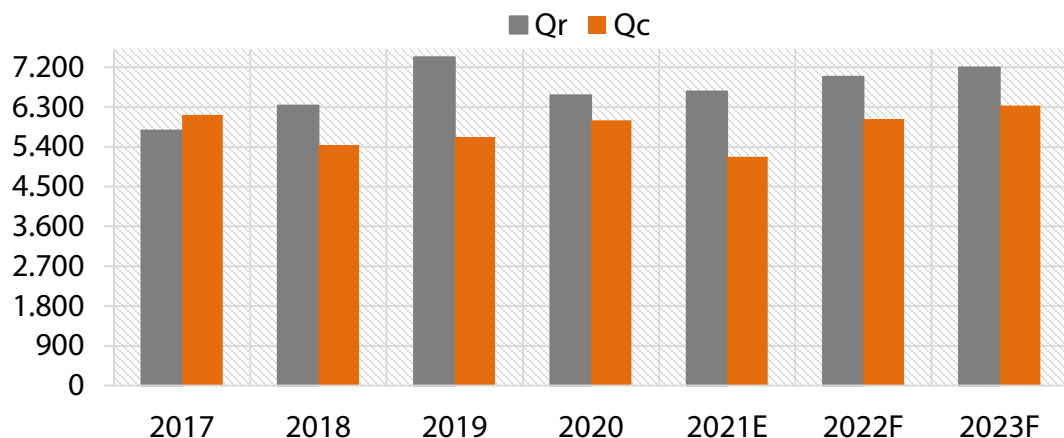
Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tóm tắt KQKD 6T2022 của HND

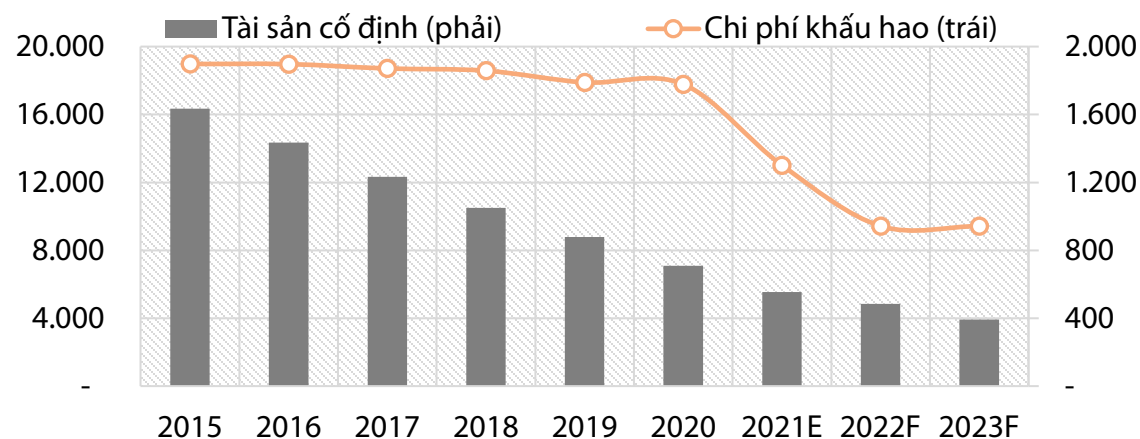


Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Sản lượng đã hợp đồng và cung cấp (triệu kWh)



Hình 4: Tài sản cố định và chi phí khấu hao (tỷ đồng)

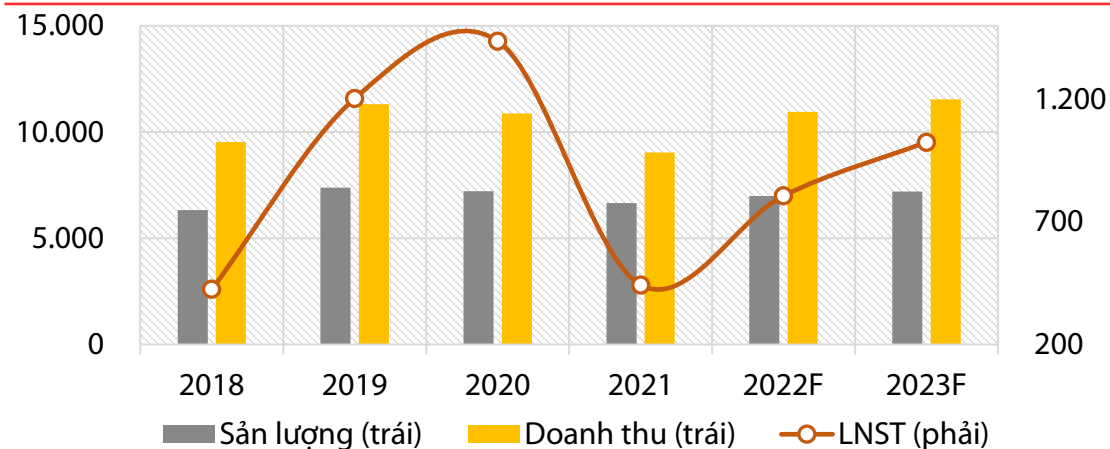


Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Câu chuyện tăng trưởng trở lại từ mức nền thấp năm 2021

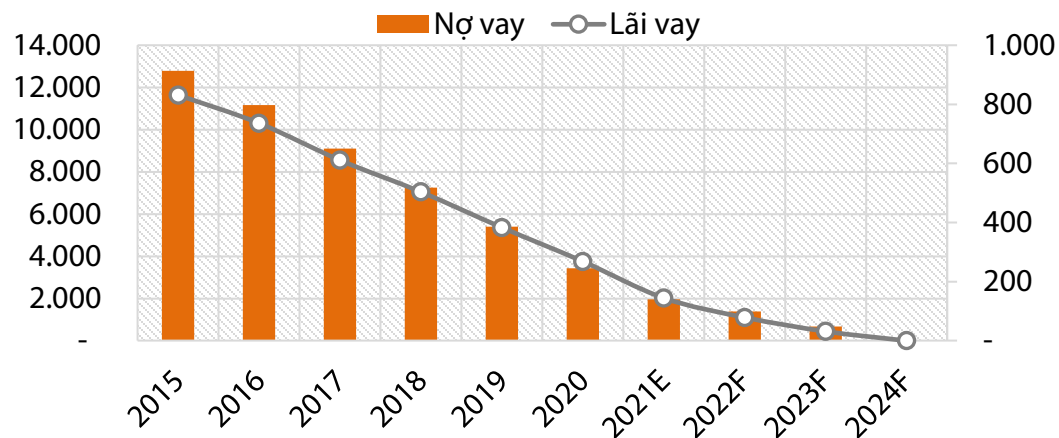
- Chúng tôi dự đoán HND đã vượt qua giai đoạn khó khăn năm 2021 khi công ty phải đối đầu với vô vàn khó khăn, và HND đã dần hồi phục năm 2022 nhằm đạt đỉnh vào mùa El Nino tiếp theo.
- Trong BCCL 2022 của chúng tôi, chúng tôi dự phóng HND sẽ phục hồi trong FY22 nhờ vào sự hồi phục trong tiêu dung điện và Qc tăng cao so với năm trước.
- Chúng tôi dự báo HND sẽ cung cấp khoảng 6,9 tỷ kWh, dẫn đến doanh thu và LNST lần lượt đạt 10.945 tỷ đồng +21% YoY và 806 tỷ đồng, +64% YoY.

Hình 5: Sản lượng (triệu kWh) và kết quả dự báo (tỷ đồng)



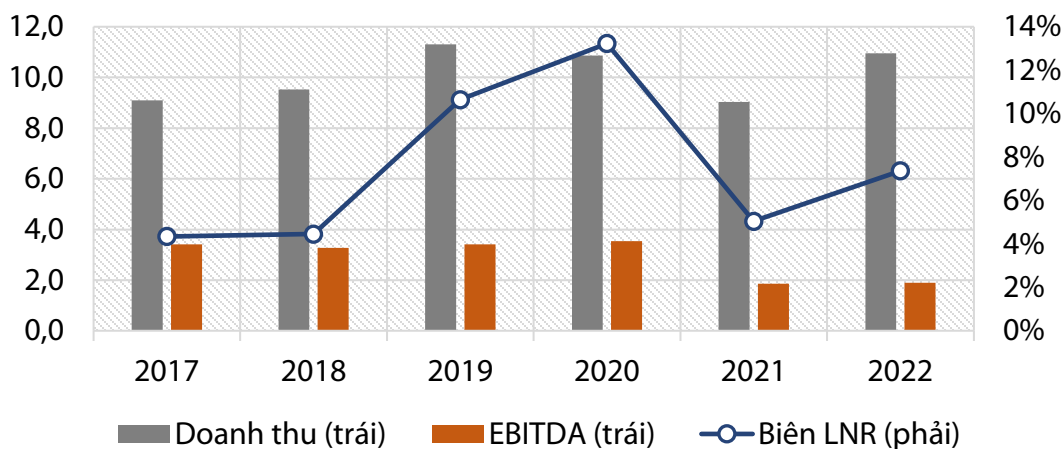
Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dư nợ cuối năm (tỷ đồng)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Dư nợ cuối năm (tỷ đồng)

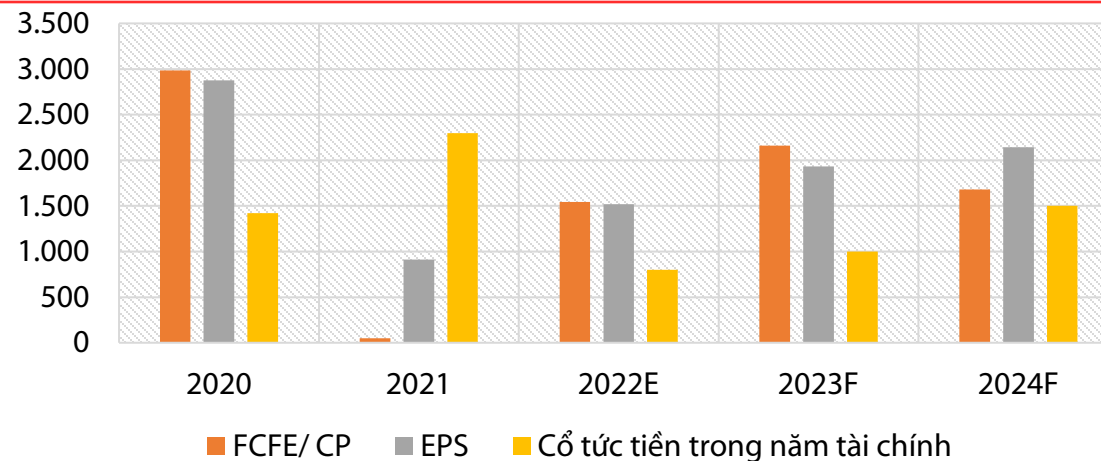


Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Lợi tức cổ tức hấp dẫn từ năm tài chính 2023 trở đi

- Với dòng tiền dự báo sẽ tăng mạnh sau khi trả hết các khoản nợ vào năm 2024, chúng tôi kỳ vọng rằng HND sẽ bắt đầu trả phần lớn lợi nhuận của mình thông qua cổ tức bằng tiền mặt. Chúng tôi dự báo FCFE trên mỗi cổ phiếu trong những năm tới là hơn 1.500 đồng.
- EV/EBITDA năm 2022F và 2023F tương ứng ở mức 4,8 lần và 3,8 lần, tương đối hấp dẫn do tỷ suất cổ tức hấp dẫn và khả năng vượt trội trong đợt El Nino tiếp theo.

Hình 8: Dòng tiền và lợi nhuận trên từng cổ phiếu (VND)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

MUA: 30%

MP: 17.900

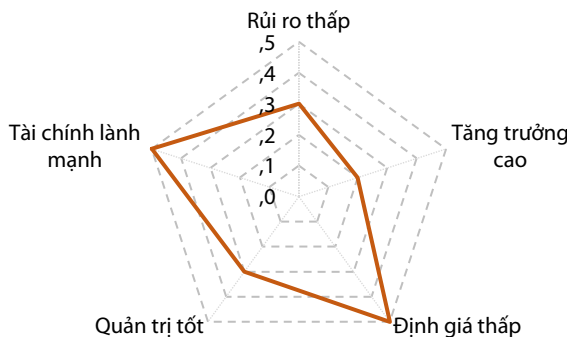
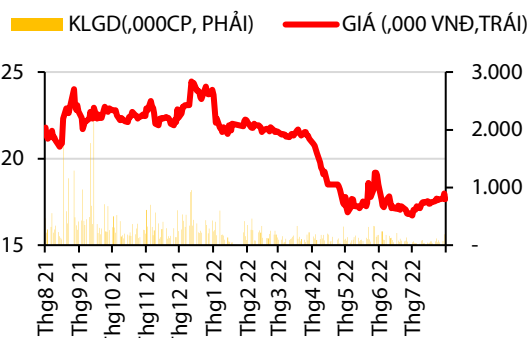
TP: 22.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	3.868	5.640	6.982
LNST	216	407	884
ROA (%)	4,0%	6,8%	13,9%
ROE (%)	2%	3,2%	6,3%
EPS (đồng)	513	965	2.097
GTSS (đồng)	-278	965	2.097
Cổ tức tiền mặt (đồng)	5.665	450	800
P/E	36,4	18,7	8,6
P/B	1,2	1,2	1,1

Ngành	DV tiện ích
Vốn hóa (tỷ đồng)	5659
SLCPDLH	321
KLGD bình quân 20 phiên	104
Free Float (%)	2
Giá cao nhất 52 tuần	35.4
Giá thấp nhất 52 tuần	26 - 17



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thu nhập tài chính là điểm sáng cho lợi nhuận trong nửa cuối năm 2022

- Thu nhập từ cổ tức từ các công ty liên kết HND và QTP được ghi nhận vào quý 3/2022, là một điểm nhấn trong lợi nhuận của PPC. Chúng tôi ước tính hai công ty liên kết này sẽ đóng góp doanh thu hoạt động tài chính của doanh nghiệp khoảng 163 tỷ đồng và 215 tỷ đồng cho PPC trong 6 tháng cuối năm 2022 và trong năm 2023, mức đáng kể với kết quả kinh doanh kém trong giai đoạn khó khăn của doanh nghiệp.
- Đồng thời, kết quả kinh doanh triển vọng của HND và QTP sẽ hỗ trợ lợi nhuận bền vững của PPC trong những năm tới. Chúng tôi kỳ vọng HND và QTP sẽ có sự tăng trưởng và phục hồi trong năm 2023. Thu nhập cổ tức của PPC từ 2 công ty liên kết này kỳ vọng sẽ ổn định trong trung hạn.

Lợi nhuận cốt lõi kỳ vọng sẽ phục hồi trong 2023. PPC dự kiến sẽ phục hồi hoạt động kinh doanh trong năm 2023 sau nhờ (1) Tổ máy S6 (300MW) của Nhà máy điện Phả Lại 2 hoạt động trở lại và (2) El Nino dự kiến sẽ quay trở lại trong tương lai gần. EPS năm 2022 và 2023 dự báo tăng 59% YoY và 157% YoY, lên 965 đồng và 2.097 đồng. Trong đó, các chỉ số P/ E năm 2022F và 2023F lần lượt là 18.7x/8.6x.

Lịch sử trả cổ tức tiền mặt đều đặn, lợi tức cổ tức ước tính 8% cho năm 2023. PPC luôn giữ mức chi trả cổ tức đều đặn. Chúng tôi dự phóng thu nhập hồi phục trong năm tới, cùng với lợi nhuận tài chính ổn định của các công ty liên kết sẽ hỗ trợ tỷ suất cổ tức hấp dẫn của PPC là 8% cho năm 2023.

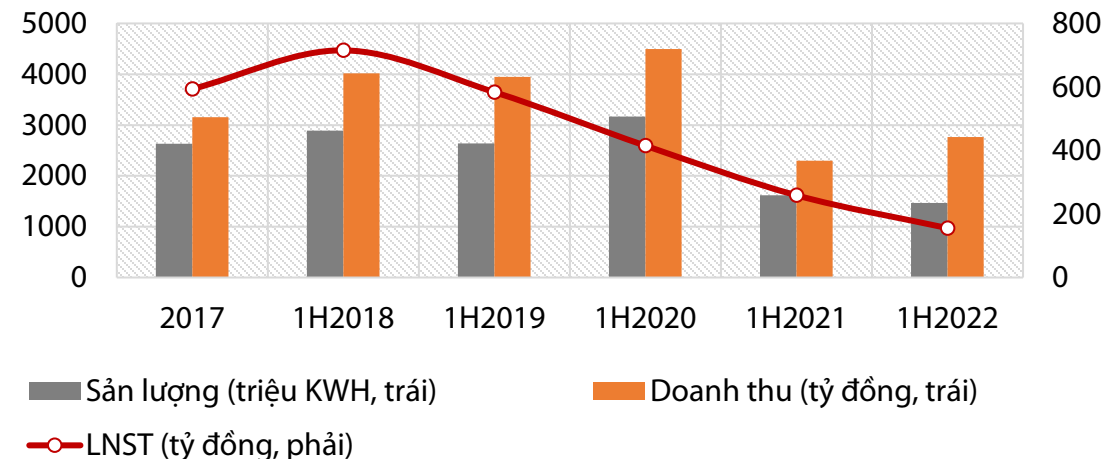
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tổ máy S6 của nhà máy Phả Lại 2 quay trở lại hoạt động muộn hơn dự kiến.

Sản lượng điện thấp; lợi nhuận chủ yếu nhờ cổ tức của công ty liên kết và giá CGM cao

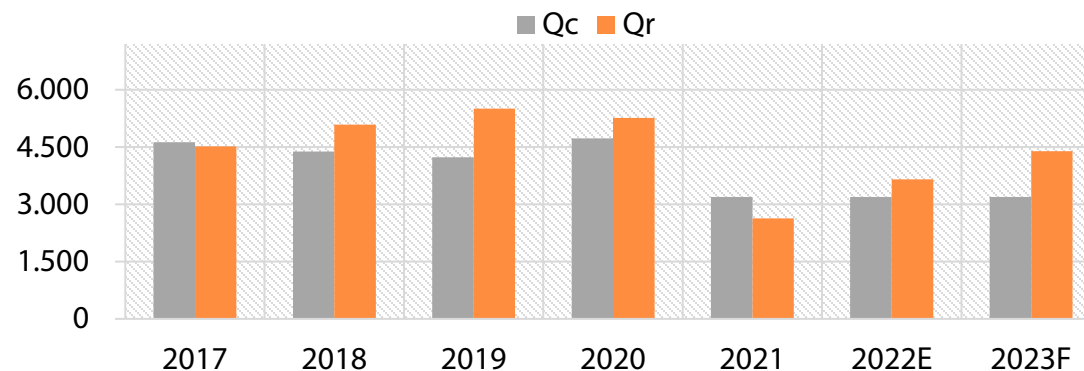
- Sản lượng hợp đồng của PPC (Qc) trong Q1 2022 là 603 triệu kWh (ít hơn 10% so với sản lượng theo hợp đồng giao bởi EVN). Tuy nhiên, giá CGM cao đã bù cho mức giảm 8% của sản lượng bán điện so với cùng kỳ. Trong Q1 2022, lợi nhuận sau thuế giảm xuống còn 80 tỷ đồng (-42% YoY), nguyên nhân từ (1) Thu nhập từ cổ tức giảm và (2) Không còn hoàn nhập dự phòng cho các khoản đầu tư tài chính vào QTP và CTCP Tài chính Điện lực.
- Kết quả kinh doanh quý 2/2022 kém khả quan của PPC phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Sản lượng tiêu thụ của PPC trong quý 2/2022 là 827 triệu kWh (-11% YoY). LNST trong quý 2 giảm 38% YoY, xuống còn 75 tỷ đồng do cùng kỳ có doanh thu tài chính.
- Nhìn chung, doanh thu và LNST 6T/2022 đầu năm của PPC lần lượt đạt 2.367 tỷ đồng (+ 3% YoY) và 155 tỷ đồng (-40% YoY), hoàn thành 42% và 45% dự báo cả năm 2022 của chúng tôi.

Hình 1: Kết quả kinh doanh theo nửa đầu năm



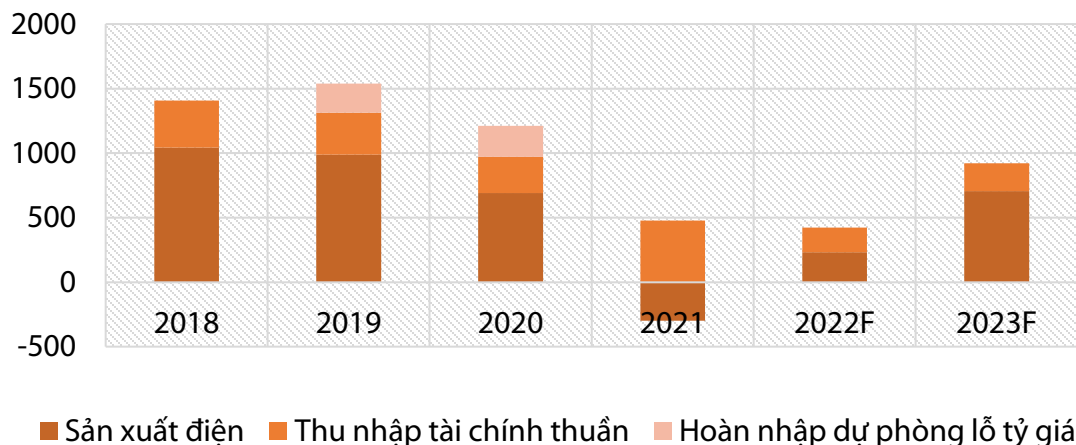
Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng hợp đồng- Qc và sản lượng phát – Qr (triệu kWh)

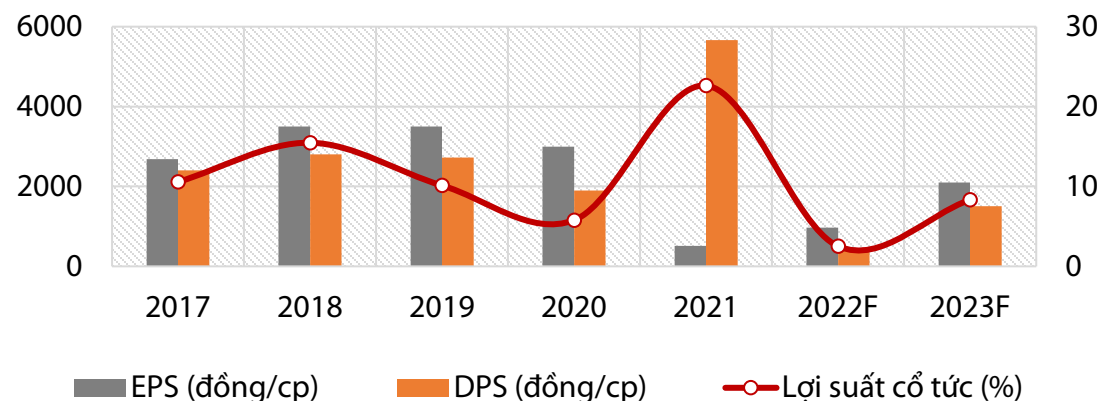


Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cấu trúc lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)



Hình 4: Lịch sử trả cổ tức tiền mặt và dự phóng 2023



Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận ổn định từ cổ tức của công ty liên kết

- Thu nhập từ cổ tức từ các công ty liên kết HND và QTP được ghi nhận vào quý 3/2022, là 1 điểm nhấn trong lợi nhuận của PPC. Chúng tôi ước tính 2 công ty liên kết này sẽ đóng góp doanh thu hoạt động tài chính của doanh nghiệp khoảng 163 tỷ đồng và 215 tỷ đồng cho PPC trong 6 tháng cuối năm 2022 và 2023.
- Đồng thời, kết quả kinh doanh triển vọng của HND và QTP sẽ hỗ trợ lợi nhuận bền vững của PPC trong những năm tới.

Lợi nhuận cốt lõi kỳ vọng sẽ phục hồi trong 2023

- Tổ máy S6 của nhà máy nhiệt điện Phả Lại 2 dự kiến sẽ trở lại hoạt động trong cuối Q3/2023.
- Chúng tôi ước tính PPC sẽ cung cấp khoảng 4,4 tỷ sản lượng điện hợp đồng (+20% YoY), theo đó doanh thu và lợi nhuận trước thuế sẽ đạt 6.982 tỷ đồng (+24% YoY) và 884 tỷ đồng (+117% YoY) trong năm 2023.

Lợi tức cổ tức hấp dẫn, ước tính 8% cho năm 2023.

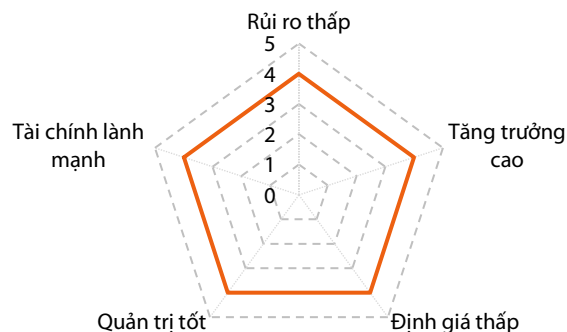
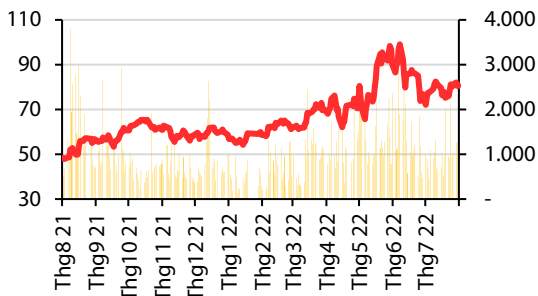
- Chúng tôi tin rằng triển vọng thu nhập hồi phục trong năm tới, cùng với lợi nhuận tài chính ổn định của các công ty liên kết sẽ hỗ trợ lợi tức cổ tức hấp dẫn của PPC là 8.3% cho năm 2023.

TÍCH LŨY: +14%(*)

GTT: 80.200

GMT: 90.400

— KLGĐ(,000CP, PHẢI) — GIÁ (,000 VNĐ, TRÁI)



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Tiện ích
Vốn hóa (tỷ đồng)	28645
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	355
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	1284
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	108
SH NĐTNN còn lại (%)	29.3
BQ giá 52 tuần (‘000 VND)	100 - 48.61

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.810	7.975	9.056
LNST (tỷ đồng)	1.855	2.325	2.446
ROA (%)	9,0%	7,3%	7,9%
ROE (%)	15,2%	14,2%	12,8%
EPS (đồng)	6.003	6.537	6.877
GTSS (đồng)	52.759	53.840	60.716
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	13,4	12,3	11,7
P/B (x)	1,0	1,5	1,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các nhà máy thủy điện lớn tận dụng giá bán cao và sản lượng để đạt được kết quả hoạt động vượt trội cho đến 6T2023

- Các nhà máy thủy điện tiếp tục hưởng các điều kiện thuận lợi để dự trữ thêm nước, và phục vụ sản xuất điện cho đến 6T2023 vì La Nina được dự báo sẽ chiếm ưu thế trong năm 2022, theo NOAA. REE nắm giữ khoảng 500 MW thủy điện, chiếm 51% tổng công suất, mảng này sẽ thúc đẩy thu nhập của công ty đến giữa năm 2023.
- Giá bán trong CGM đã thiết lập một mức cao mới so với mức cao trong lịch sử do giá nguyên liệu tăng mạnh và chúng tôi nhận thấy cuộc khủng hoảng điện toàn cầu sẽ cần thời gian để hạ nhiệt. Ngoài ra, nhà máy Thượng Kon Tum có khả năng tăng PPA trong thời gian tới. Do đó, các nhà máy thủy điện sẽ hoạt động tốt ít nhất là đến giữa năm 2023.

Phát triển theo xu hướng xanh tại Việt Nam với nhiều dự án năng lượng tái tạo. REE có kế hoạch mở rộng đầy tham vọng bao gồm các nhà máy thủy điện và điện gió sẽ nâng cao công suất và LNST trong những năm tới. Năm 2022, REE có kế hoạch bổ sung hơn 100 MW điện gió, điện mặt trời và các nhà máy thủy điện nhỏ.

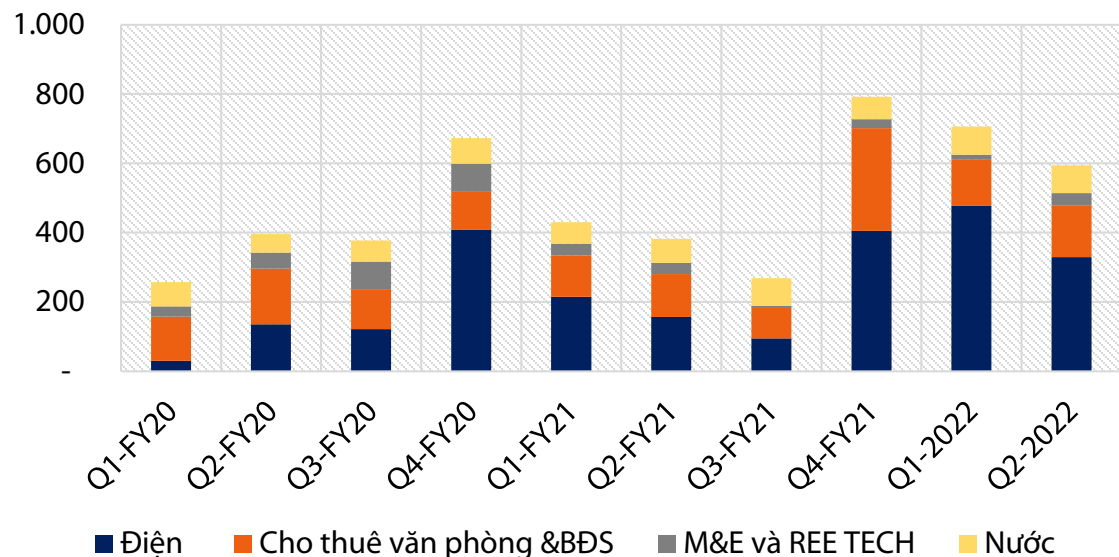
Etown6 sẽ thúc đẩy tăng trưởng trung hạn. Lợi nhuận ổn định và vững chắc từ mảng này sẽ đóng góp dòng tiền ổn định cho công ty. Ngoài ra, Etown6 sẽ là động lực tăng trưởng của công ty từ năm 2023, nâng diện tích cho thuê thêm 27% lên khoảng 200.000 m2.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Kế hoạch mở rộng mảng điện có thể kéo dài hơn dự kiến do cơ chế của ngành, sự thiếu hụt thu nhập từ các dự án hoàn toàn mới này có thể ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng.
- Giá bán trung bình thấp hơn dự kiến nếu (1) giá CGM giảm đáng kể và (2) PPA của nhà máy Thượng Kon Tum không thể điều chỉnh tăng.

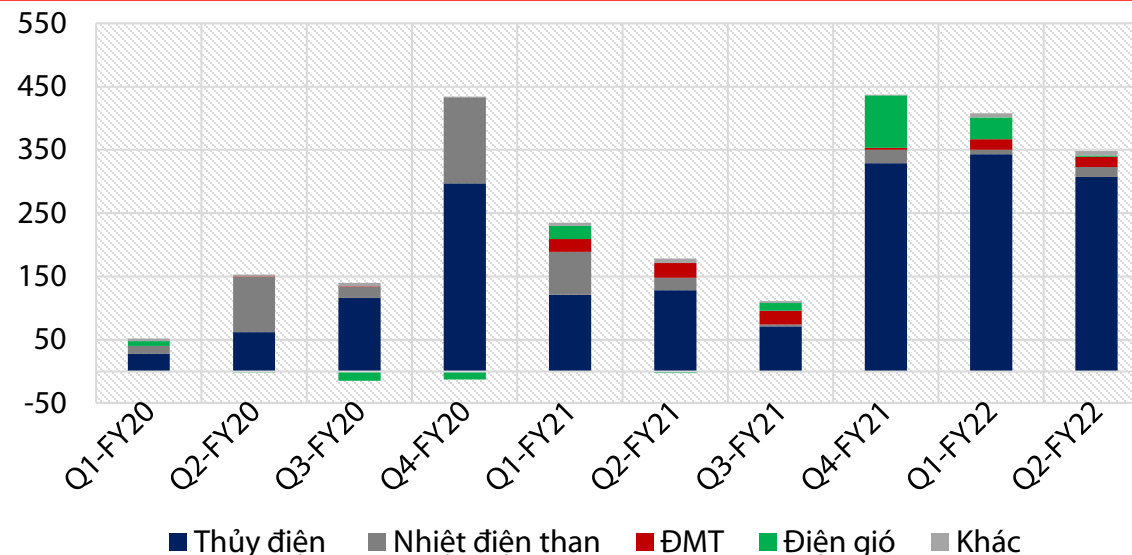
(*): Tỷ suất sinh lời bao gồm cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tiếp theo

Hình 1: LNST theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 2: LNST trong mảng năng lượng (tỷ đồng)



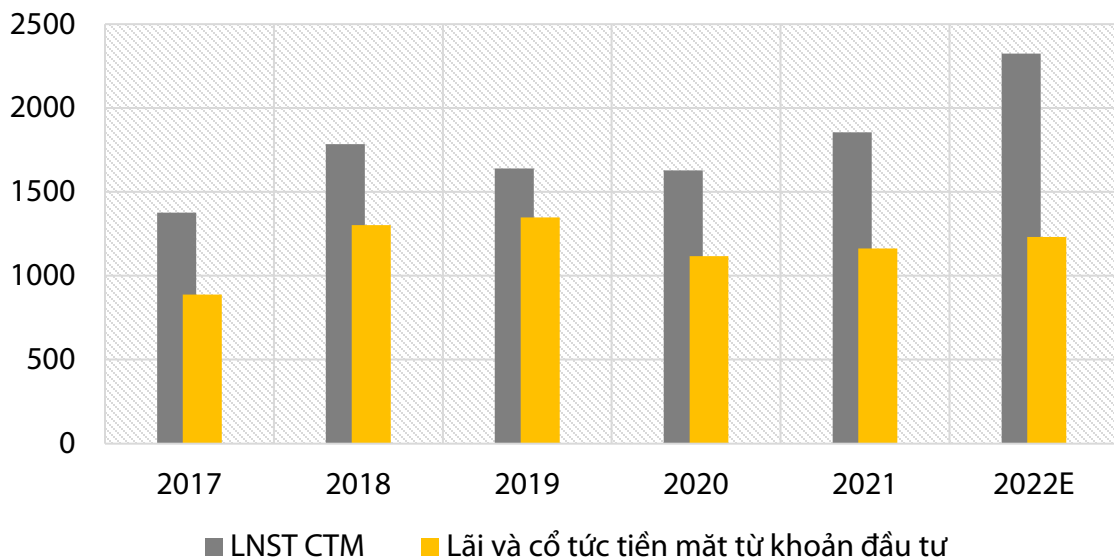
Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Đóng góp mới từ năng lượng gió đã củng cố lợi nhuận của công ty. Ba nhà máy điện gió đi vào hoạt động trong tháng 10/2021 sẽ được huy động hết công suất và thúc đẩy lợi nhuận vào năm 2022. Các dự án điện gió lần lượt đạt 34/2 tỷ đồng trong Q1/Q2 2022, đóng góp khoảng 8% và 1% vào LNST mảng điện.

Lợi nhuận cốt lõi tăng 61% YoY nhờ mảng điện. Mảng điện/bất động sản đóng góp phần lớn tổng thu nhập của công ty, tương ứng 62%/25% tổng LNST của công ty trong 6T2022. Mảng điện tăng gấp đôi thu nhập lên 806 tỷ đồng trong nửa đầu năm, mảng bất động sản và nước tăng bền vững lần lượt 18% và 23%. Trong khi đó, dịch vụ M&E có xu hướng ngược lại, -28% YoY.

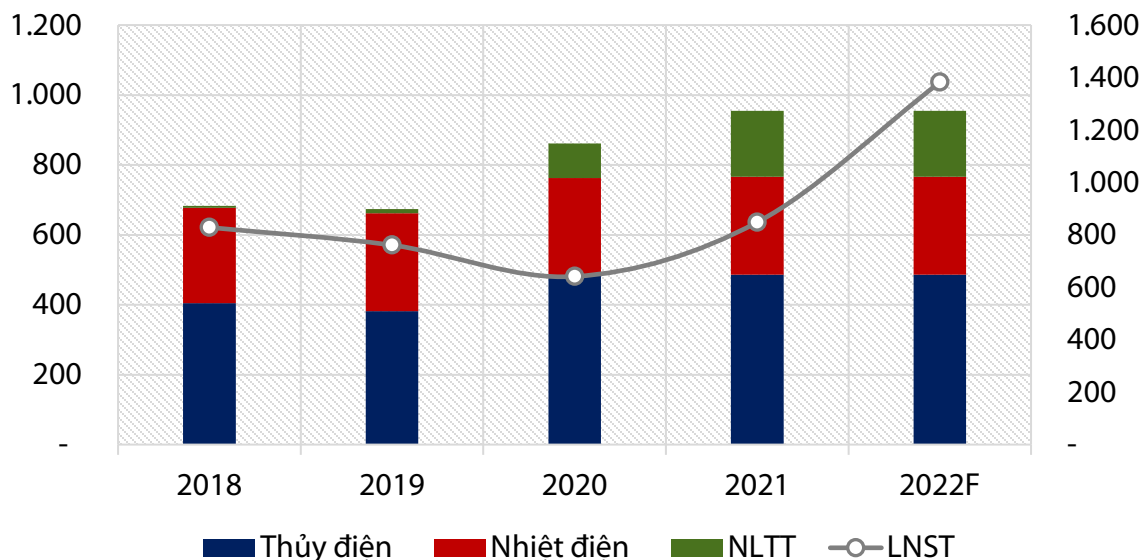
Các nhà máy thủy điện lớn là trụ cột chính trong mảng điện được hưởng lợi từ sản lượng tăng và giá bán trong CGM rất cao. 40% lợi nhuận của mảng điện đến từ VSH, công ty vừa vận hành thương mại nhà máy Thượng Kon Tum vào tháng 4/2021.

Hình 3: Lợi nhuận và dòng tiền của công ty từ đầu tư (tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Công suất (trái, MW), LNST (phải, triệu VND)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Tỷ giá hối đoái có khả năng chịu rủi ro trong tương lai gần. Do REE có rủi ro tài chính bằng cả USD và EUR, biến động tỷ giá có thể tạo ra khoản lỗ/lãi trong bối cảnh khó lường hiện tại.

Duy trì tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi trong 6T2022. Chúng tôi dự phóng doanh thu/LNST của cổ đông công ty mẹ là 7.974/2.325 tỷ đồng (+37%/25% YoY). LNST tăng chậm hơn doanh thu do (1) doanh thu hoạt động tài chính giảm 63% so với năm 2021. Công ty đạt lợi nhuận đáng kể trong năm 2021 nhờ thoái vốn khỏi VIID, QTP và VND tăng giá trong năm 2021. (2) Mức tăng 28% YoY trong chi phí tài chính bao gồm chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá.

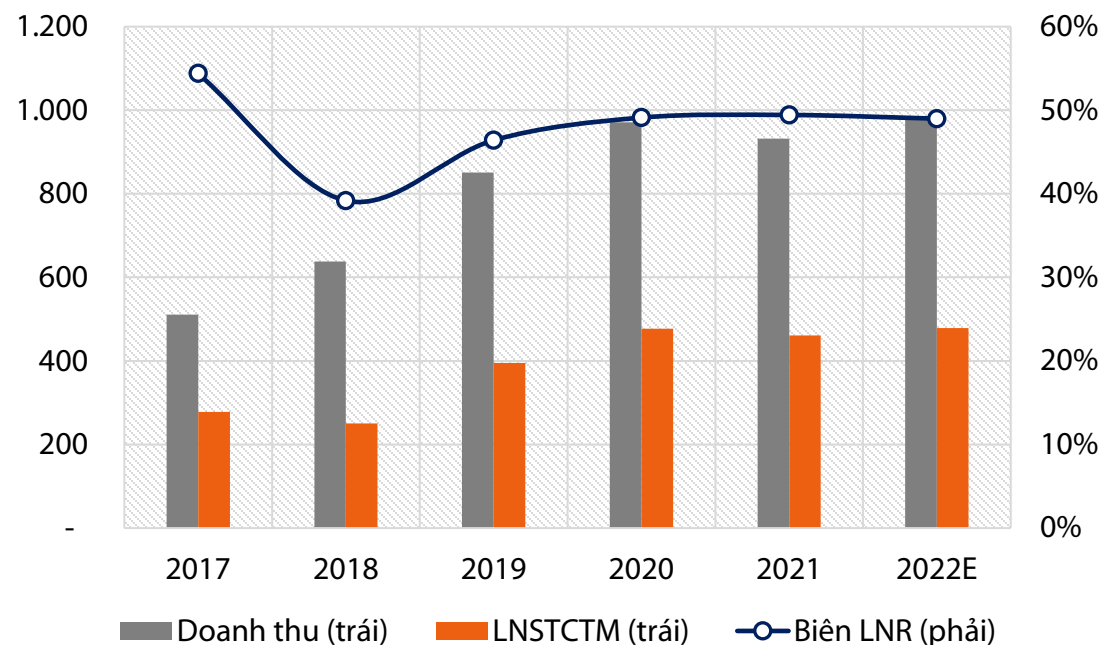
Phát triển theo xu hướng xanh tại Việt Nam và sẽ gia tăng thêm nhiều dự án năng lượng tái tạo. Tận dụng dòng tiền ổn định của công ty, REE sẽ mở rộng công suất trong mảng điện bao gồm điện gió, năng lượng mặt trời trên mái nhà và các nhà máy thủy điện nhỏ.

Hình 5: Etown 6



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 6: KQKD ước tính mảng cho thuê văn phòng (tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Etown 6 sẽ thúc đẩy tăng trưởng trung hạn và dòng tiền ổn định trong phân khúc cho thuê từ năm 2023

- Thu nhập từ hoạt động cho thuê văn phòng sẽ tăng dần đều do tính chất ổn định của mảng này. Theo ước tính của chúng tôi, công ty sẽ thu về hơn 100 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế khi tỷ lệ lấp đầy ở mức trên 95%, chiếm khoảng 20% lợi nhuận hiện tại từ mảng này.
- Biên lợi nhuận ròng cao và dòng tiền từ mảng này sẽ là nguồn lực để công ty sẽ tận dụng mở rộng hoạt động kinh doanh.

TÍCH LŨY: 15%

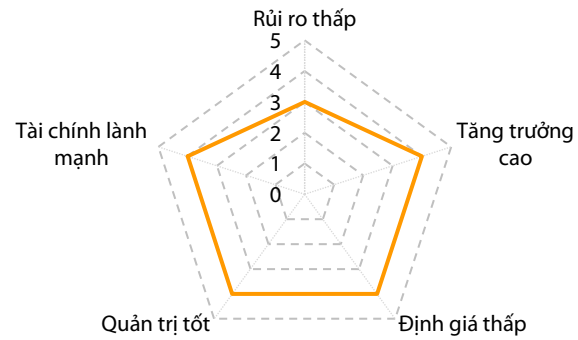
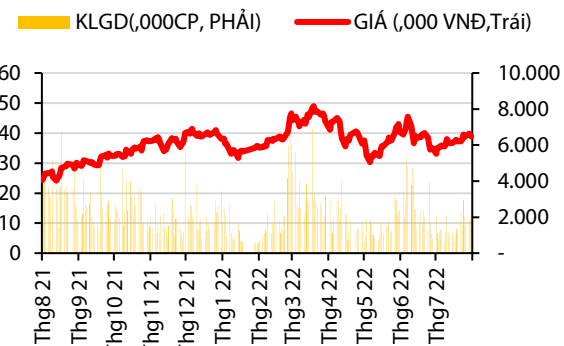
GHT: 38.000

GMT: 43.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành	Tiền ích
Vốn hóa (triệu USD)	9124
SLCPĐLH (triệu cp)	235
KL BQ 3 tháng (nghìn cp)	1894
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)	73
SH NĐTNN còn lại (%)	45.4
BĐ giá 52 tuần	49.9 - 24.04

Doanh thu	9.828	7.342	9.612
LNST	695	477	730
ROA (%)	2,6	3,9	3,9
ROE (%)	9,2	12,4	12,4
EPS (đồng)	2.860	1.826	2.795
GTSS (đồng)	19.992	21.966	24.988
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x)	13,6	21,2	13,9
P/B (x)	1,9	1,8	1,55

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Ngành điện đóng vai trò là trụ cột chính trong năm 2022. PC1 vận hành thương mại ba nhà máy điện gió vào tháng 10/2021 sẽ thúc đẩy lợi nhuận của mảng điện vào năm 2022. Hơn nữa, điều kiện thủy văn đã hỗ trợ các nhà máy thủy điện tăng tốc vào năm 2022. Chúng tôi dự báo mảng điện của doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp lần lượt đạt 1.720 tỷ đồng và 925 tỷ đồng, +86% YoY và +80% YoY vào năm 2022. PC1 có kế hoạch tiếp tục mở rộng công suất trong mảng điện, cụ thể là nhà máy thủy điện Bảo Lạc A (30 MW) vào năm 2023 và các dự án điện gió từ năm 2024.

Mảng công trình điện có thể sẽ được hưởng lợi trong thị trường điện gió sắp tới. Mảng này ghi nhận kết quả kinh doanh thấp trong 6T2022 do thiếu doanh thu từ các dự án năng lượng tái tạo. Chúng tôi cho rằng PC1 sẽ đạt được kết quả cao hơn trên thị trường điện gió sắp tới. Doanh thu/lợi nhuận gộp năm 2022 được dự báo là 3.624/290 tỷ đồng vào năm 2022.

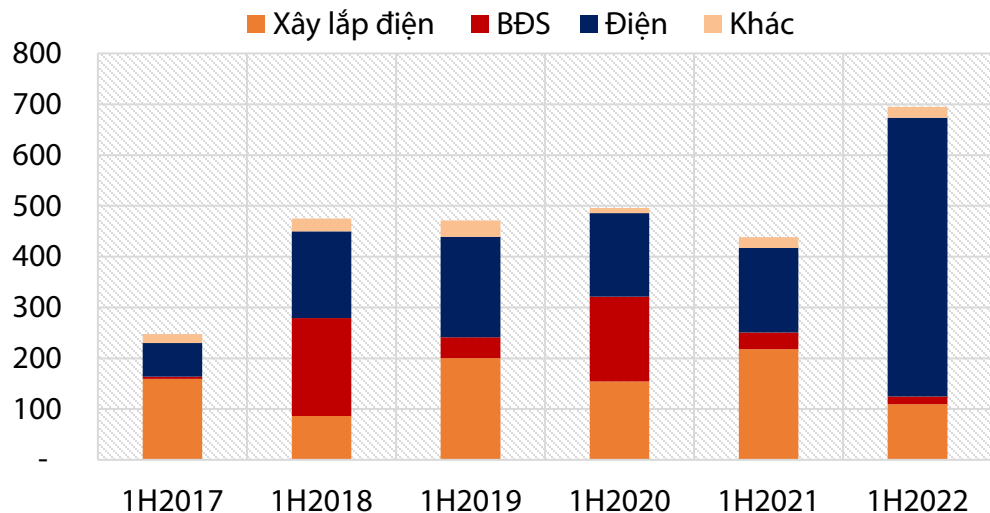
Mỏ niken sẽ là động lực tăng trưởng trong trung hạn. Mỏ Nickel của PC1 là quặng sunfua, dự kiến khai thác trong vòng 10 năm với trữ lượng khoảng 14,3 triệu tấn khoáng sản thô, luyện Niken và đồng với tỷ lệ ước tính lần lượt là 0,7% và 0,2%. Chúng tôi ước tính rằng mỏ Nickel sẽ đóng góp thêm 1400 tỷ đồng vào doanh thu của công ty trong giai đoạn 1 và khoảng 3500 tỷ đồng khi hoàn thành giai đoạn 2.

Nhiều dự án bất động sản đang chờ đợi đóng góp lợi nhuận bao gồm cả khu dân cư và khu công nghiệp trong những năm tới. Với kế hoạch mở rộng đầy tham vọng trong những năm tới, PC1 sở hữu 4 dự án bất động sản và một số công ty con trong khu công nghiệp. Tuy nhiên, đến nay vẫn chưa có giấy phép xây dựng cho các dự án đó nên chúng tôi không tính đến các dự án trong định giá của chúng tôi.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

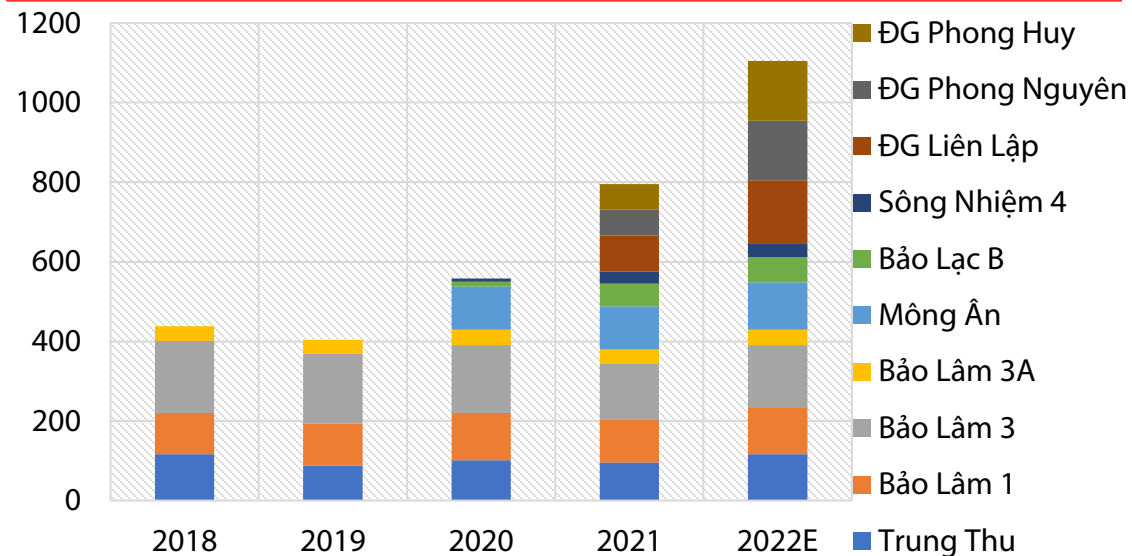
- Rủi ro giảm: (1) Việc khai thác quặng niken có thể bị trì hoãn lâu hơn dự kiến. (2) Sự tăng giá đồng USD (khoảng 51% tổng nợ dài hạn) có thể tiếp tục mang lại rủi ro lỗ tỷ giá.
- Rủi ro tăng: Lợi nhuận từ mảng công trình năng lượng và bất động sản có thể ghi nhận sớm hơn và cao hơn dự phóng của chúng tôi.

Hình 1: Lợi nhuận gộp theo ngành (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, CTCK Rông Việt

Hình 2: Sản lượng theo nhà máy năng lượng (triệu kWh)

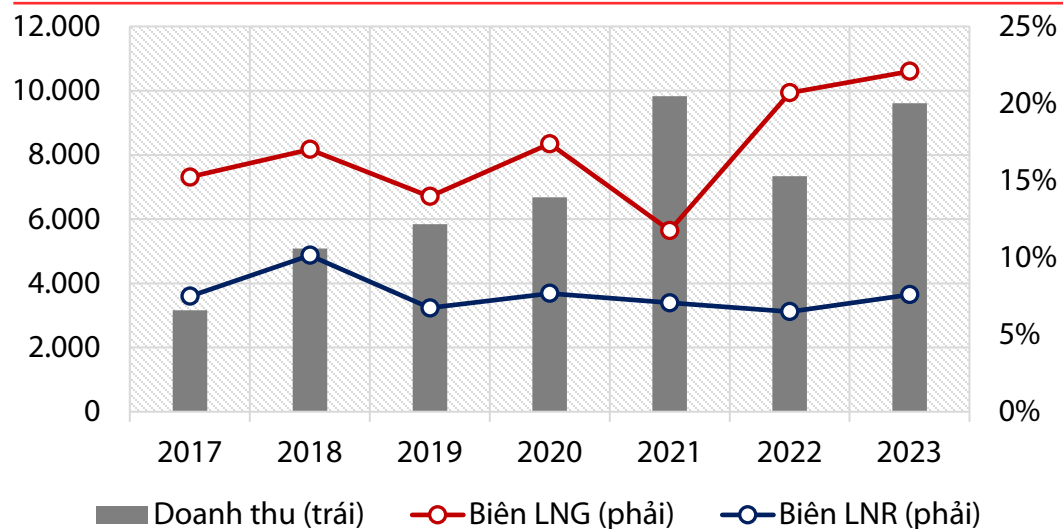


Nguồn: PC1, CTCK Rông Việt

Tăng trưởng lợi nhuận được thúc đẩy nhờ các dự án điện gió

- Doanh thu và LNST CTM đạt 2.996 tỷ đồng và 196 tỷ đồng, -34% YoY và -52% YoY. Lợi nhuận chính từ hoạt động sản xuất kinh doanh vẫn tăng trưởng 34% nhưng lợi nhuận tổng thể giảm do quý 2/2021 ghi nhận lợi nhuận đánh giá lại công ty Tấn Phát.
- Lợi nhuận gộp từ mảng này tăng gấp ba lần trong 1H2022 và chiếm khoảng 79% trong tổng lợi nhuận gộp nhờ vào (1) Những đóng góp mới của 3 dự án nhà máy điện gió vừa đi vào hoạt động từ tháng 10/2021; (2) Lượng mưa lớn trong Quý 2/2022 đã thúc đẩy kết quả kinh doanh của các nhà máy thủy điện. Doanh thu/lợi nhuận gộp của mảng năng lượng được dự phóng lần lượt đạt 1.720 tỷ đồng/925 tỷ đồng, +86% YoY và +80% YoY trong năm 2022.
- Mở rộng công suất mảng điện bằng thủy điện và điện gió từ năm 2023 đến năm 2025. Cụ thể, PC1 dự kiến xây dựng nhà máy thủy điện Bảo Lạc A (30 MW) vào năm 2023 và 51 MW thủy điện còn lại vào năm 2025. Bên cạnh đó, các dự án điện gió sẽ được thêm vào danh mục điện từ năm 2024.

Hình 3: KQKD (tỷ đồng) và tỷ suất lợi nhuận (%)



Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Thông tin chi tiết về các dự án bất động sản nhà ở (tỷ đồng)

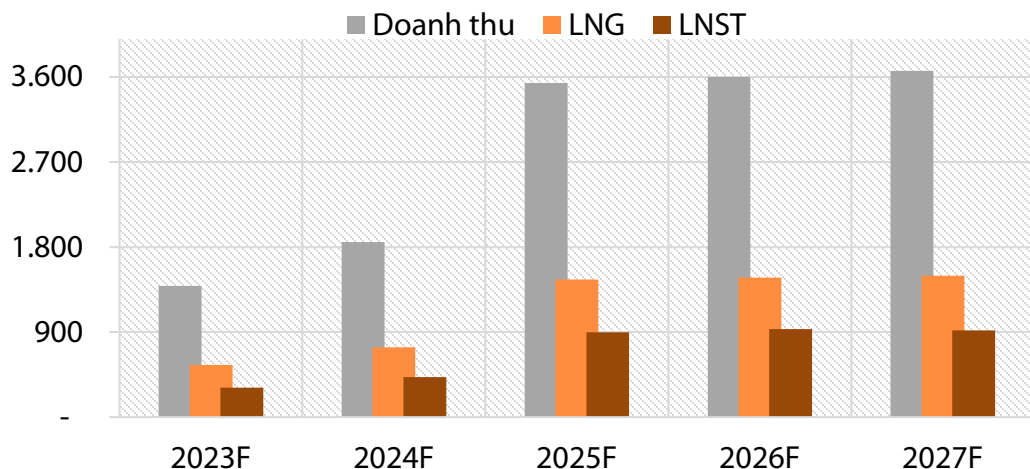
Dự án	Diện tích (m2)	Mô tả
Gia Lâm	7.000	54 chung cư thấp tầng
Đình Công	15.000	83 chung cư thấp tầng
Vĩnh Hưng	5.160	<ul style="list-style-type: none"> Nhà cao tầng hỗn hợp: 27 tầng, 3 tầng hầm Nhà cao tầng hỗn hợp: 5 tầng, 1 tầng hầm
Thăng Long	20.000	<ul style="list-style-type: none"> Nhà cao tầng hỗn hợp: 27 tầng, 3 tầng hầm Tòa nhà thương mại thấp tầng: 4 tầng thương mại, 1 tầng hầm

Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận cốt lõi được dự báo sẽ tăng nhẹ. Chúng tôi dự báo lợi nhuận cốt lõi trong năm 2022 sẽ tăng 10% YoY (không bao gồm thu nhập tài chính từ việc định giá lại vào năm 2021) ngay cả khi có sự đóng góp đáng kể từ điện gió. Nguyên nhân chủ yếu là do chi phí tài chính tăng 50% YoY, bao gồm (1) lãi tài chính từ điện gió và (2) lỗ chênh lệch tỷ giá.

Nhiều dự án bất động sản tồn đọng nhưng phải chờ cấp phép xây dựng. Hiện tại, PC1 đang sở hữu bốn dự án kế hoạch như được trình bày trong Bảng 1 mà công ty dự kiến sẽ ghi nhận từ năm 2023 và năm 2025. Tuy nhiên, do chưa có giấy phép xây dựng nên chúng tôi chưa phản ánh các dự án đó trong định giá của mình. Ngoài bất động sản còn lại, PC1 cũng chi 1.100 tỷ đồng để mua 30% cổ phần tại Western Pacific, công ty sở hữu mạng lưới các khu công nghiệp và cảng. PC1 dự kiến doanh thu một lần cho khu công nghiệp Yên Phong II vào năm 2023, với tổng diện tích 158 ha và giá từ 120 đô đến 150 đô.

Hình 4: Dự báo doanh thu và lợi nhuận của mỏ niken (tỷ đồng)

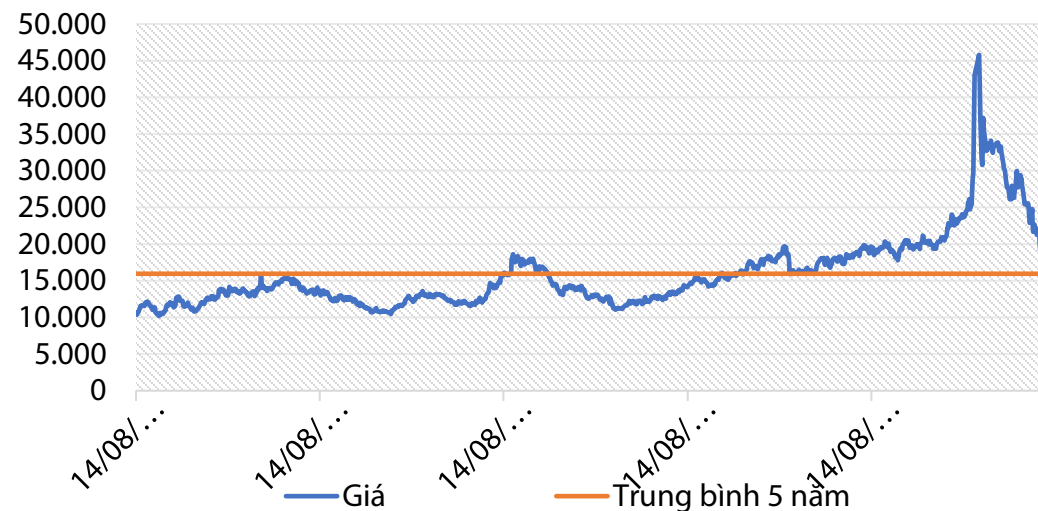


Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Dự kiến khai thác từ năm tài chính 2023

- Quặng niken-đồng sunfua của mỏ PC1, có trữ lượng khoảng 14,3 triệu tấn, dự kiến sẽ được khai thác trong vòng 10 năm tới. Tỷ lệ này ước tính khoảng 0,7% đối với niken tinh chế và 0,2% đối với đồng tinh chế.
- Chúng tôi ước tính trong năm 2023 và 2024, mỏ niken-đồng do công ty con của PC1 - CTCP Khoáng sản Tấn Phát, trong đó PC1 nắm giữ 58% cổ phần, sẽ đóng góp khoảng 179 tỷ đồng & 244 tỷ đồng vào PC1.

Hình 5: Giá Nickel tại London (USD/tấn)

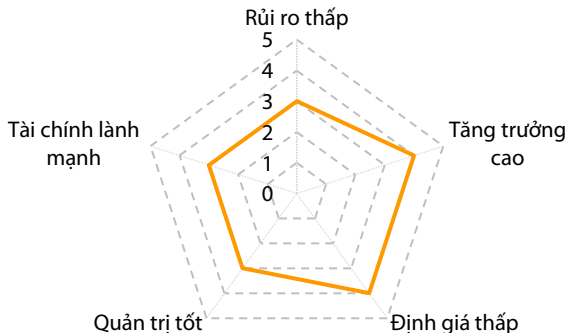
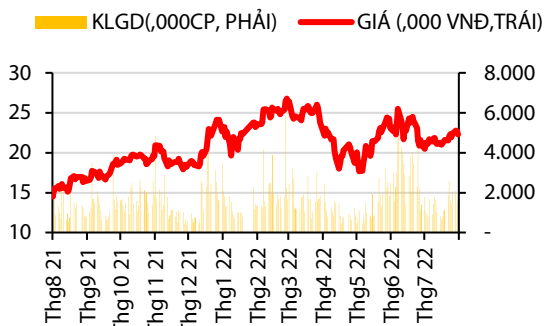


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự án khai thác đồng niken của Tấn Phát

Kim loại	Tổng sản lượng của khai thác (tấn)	Dự trữ dầu thô ước tính (tấn)	Công suất tinh chế niken ước tính (tấn)
Nicken	14.300.000	10.150.000	50.750-81.200
Đồng			20.300-30.450

Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 15%
GHT: 19.500
GMT: 24.700


THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Tiện ích
Vốn hóa (triệu USD)	7179
SLCPĐLH (triệu cp)	322
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	1940
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)	44
SH NĐTNN còn lại (%)	14.8
ĐB giá 52 tuần	27.36 - 14.62

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	1.381	2.116	2.170
LNST	277	311	378
ROA (%)	2,06	3,1	4,0
ROE (%)	8,4	9,4	11,4
EPS (đồng)	834	979	1.190
GTSS (đồng)	10.066	10.110	10.221
Cổ tức tiền mặt (đồng)	400	400	400
P/E (x)	26,2	22,3	18,4
P/B (x)	2,4	2,4	2,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Động cơ tăng trưởng chủ lực từ điện gió

- GEG là một trong những công ty có kinh nghiệm trên thị trường năng lượng tái tạo, nắm bắt xu hướng điện gió tại Việt Nam để gia tăng thêm nhiều dự án gió vào danh mục đầu tư xanh của mình. Công ty có hai dự án điện gió tiềm năng với công suất 130 MW gồm Tân Phú Đông 1 và V.P.L 2. Đáng chú ý, TPD1 (100 MW) là dự án khả năng cao sẽ hưởng lợi hơn so với các nhà máy chưa vận hành ở Việt Nam vì đã được ký kết hợp đồng với EVN.
- Hiện GEG đang sở hữu ba nhà máy điện gió, điều này sẽ thúc đẩy lợi nhuận của công ty trong năm 2022. Mặc dù có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhưng chi phí tài chính sẽ chiếm phần lớn lợi nhuận gộp và dẫn đến tỷ suất lợi nhuận ròng khoảng 10%. Tỷ suất lợi nhuận này dự kiến sẽ được nới rộng trong những năm tới do chi phí tài chính giảm dần. Năm 2022, chúng tôi dự báo mảng điện gió sẽ đóng góp khoảng 822 tỷ đồng, đóng góp 39% tổng doanh thu.

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. Doanh thu từ mảng này đạt khoảng 850 tỷ đồng, đóng góp 40% tổng doanh thu vào năm 2022. Lợi nhuận và dòng tiền từ mảng này sẽ tăng qua từng năm nhờ lãi vay giảm.

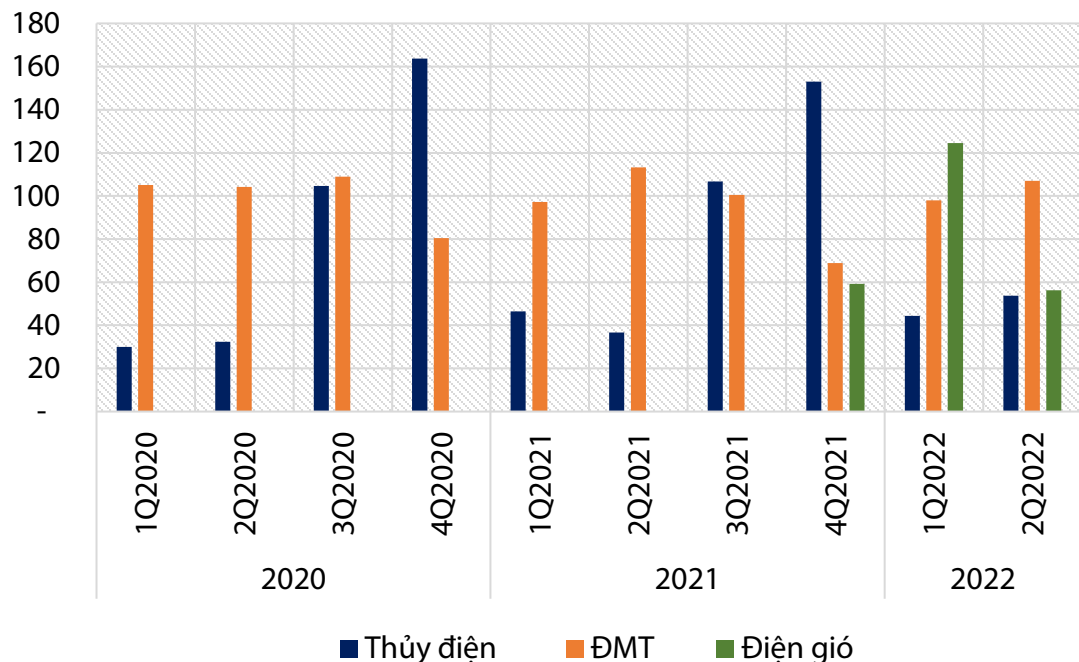
Dòng tiền bền vững từ các nhà máy thủy điện. Vào năm 2022, công ty sẽ hưởng lợi từ giai đoạn La Nina để tăng cường thu nhập và dòng tiền từ thủy điện. Những khoản đó sẽ đóng góp vào tài chính của công ty để xây dựng nhiều dự án năng lượng tái tạo hơn.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Cơ chế mới đối với thị trường điện gió có thể triển khai muộn hơn dự kiến, dẫn đến tăng trưởng không hấp dẫn trong tương lai gần.

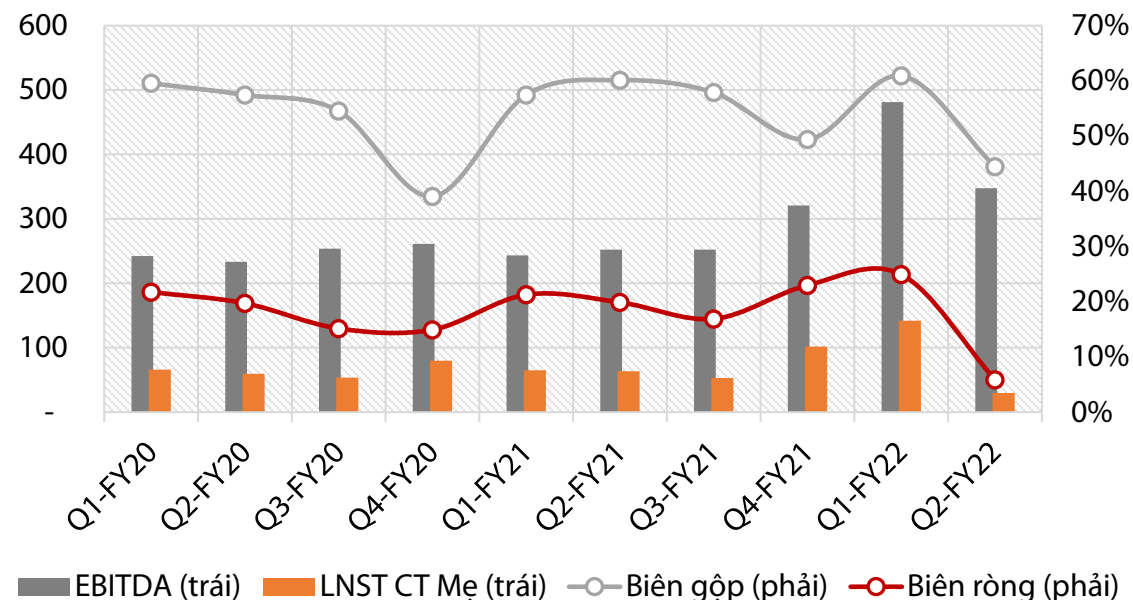
(* Tổng lợi nhuận bao gồm 400 đồng cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng

Hình 1: Sản lượng theo nhóm (triệu kWh)



Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

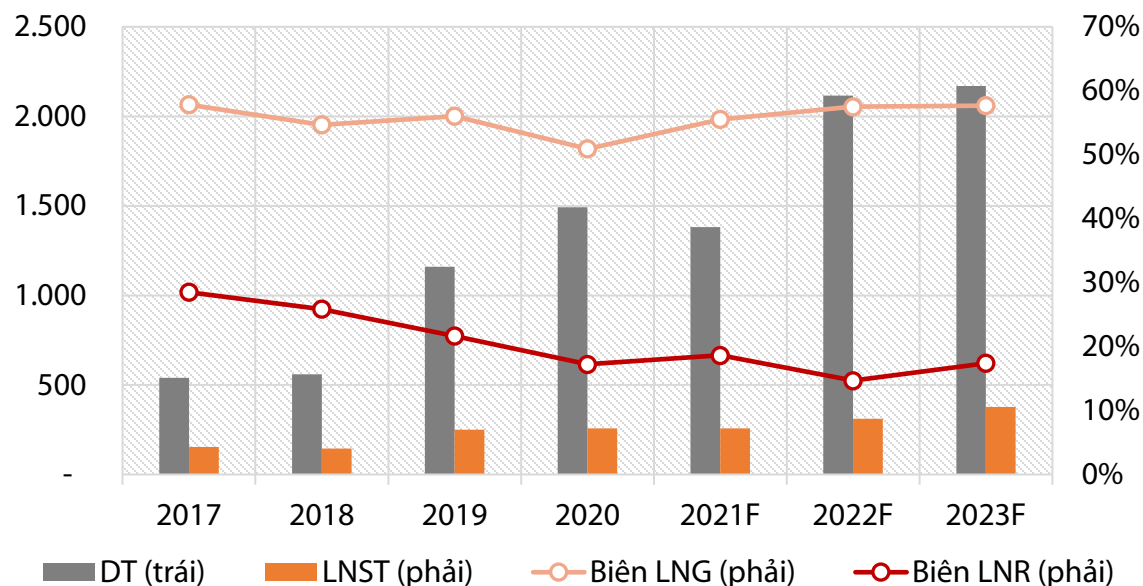


Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

EBITDA tăng 67% YoY trong 6T2022 nhờ vào việc bổ sung thêm ba trang trại điện gió. Doanh thu/LNST của cổ đông công ty mẹ tăng 72%/34% YoY trong 6T2022. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 564 điểm phần trăm xuống 53% trong 6T2022 do tỷ suất lợi nhuận của các dự án điện gió thấp hơn so với các dự án thủy điện và điện mặt trời.

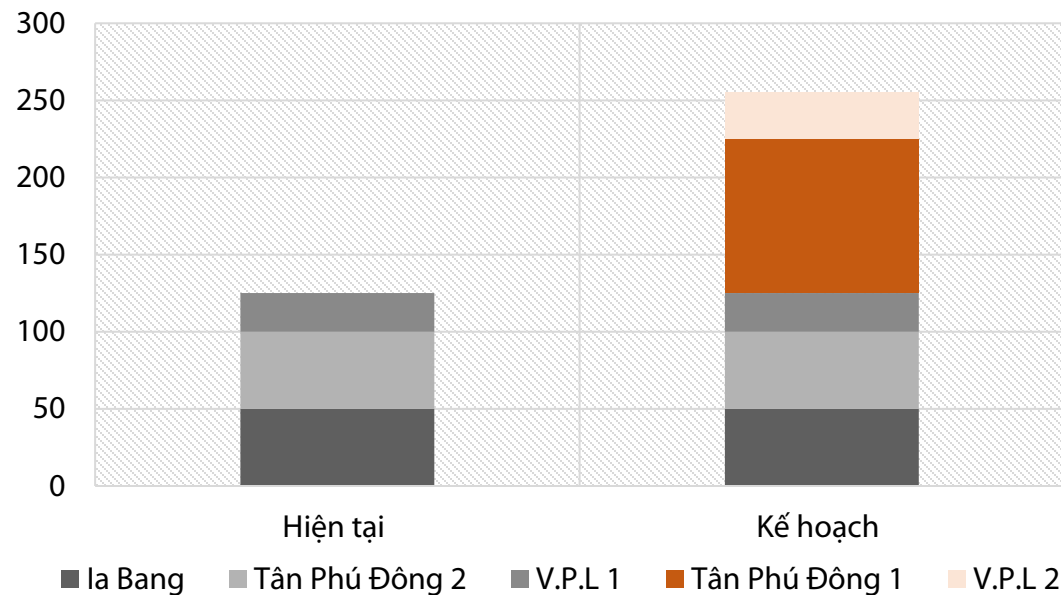
Về hoạt động của các trang trại điện gió, các dự án này hoạt động tốt trong Quý 1 và Quý 4 nhờ yếu tố mùa vụ, dẫn đến sản lượng và doanh thu cao. Do tính chất thâm dụng vốn nên chi phí khấu hao và tài chính là cố định và chiếm phần lớn doanh thu của công ty. Do đó, lợi nhuận ròng từ các dự án điện gió tương đối không ổn định theo quý. Cụ thể, LNST của cổ đông công ty mẹ trong quý 1 tăng gấp đôi so với năm 2021 trong khi đó trong quý 2 giảm 54% YoY.

Hình 3: Kết quả kinh doanh (triệu kWh)



Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Các dự án điện gió trong đường ống của GEG (MW)



Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Các trang trại điện gió hoạt động hết công suất cả năm sẽ thúc đẩy lợi nhuận của công ty vào năm 2022. Mặc dù thu nhập từ điện gió có biến động theo quý, nhưng các dự án này sẽ giúp tăng LNST của công ty lên hơn 20% YoY vào năm 2022. Doanh thu và LNST của công ty dự báo lần lượt là 2.116 tỷ đồng và 311 tỷ đồng (tương đương 92 triệu USD và 13,5 triệu USD), (+ 46% YoY và + 21% YoY).

Nắm bắt các cơ hội về điện gió nhằm thêm nhiều dự án hơn vào danh mục đầu tư xanh của mình. GEG hiện có hai dự án tiềm năng đang được triển khai với tổng công suất 130 MW gồm Tân Phú Đông 1 và V.P.L 2. Đáng chú ý, dự án Tân Phú Đông 1 đã được ký kết trước với EVN, dự án này sẽ là đơn vị được hưởng lợi đầu tiên nếu EVN có kế hoạch tham chiếu cho những dự án trễ thời hạn vào tháng 10 năm 2021. Là một công ty có kinh nghiệm trong thị trường năng lượng tái tạo, chúng tôi dự đoán rằng GEG có thể phát triển hai dự án đó trong tương lai gần, tăng gấp đôi công suất hiện tại của mình trong phân khúc này.

KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm

Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

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

Trần Kỳ Anh

Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thành

Analyst

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Nguyễn Ngọc Thảo

Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

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

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

Trần Ngọc Thảo Trang

Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

