

# Năng lượng

## 1Q24F Cập nhật: El-Nino Gọi Tên Nhiệt Điện Than

### Điểm sáng: Nhiệt điện than và Điện gió

Theo dữ liệu EVN, sản lượng điện quốc gia trong 1Q24 ghi nhận đạt 70 tỷ kWh, +13% n/n

- Nhiệt điện than** đạt 40 tỷ kWh, +43% n/n và +24% q/q. Sự tăng trưởng đến từ sự thiếu hụt nguồn cung thủy điện và hưởng lợi từ giá than giảm nhanh so với giá khí trong những tháng gần đây.
- Năng lượng tái tạo** đạt 11.3 tỷ kWh, +12% n/n và +27% q/q. Sản lượng tăng trưởng tích cực nhờ sự bổ sung thêm 1,645MW công suất điện gió vào hệ thống.
- Thủy điện** sản xuất đạt 10.8 tỷ kWh, giảm mạnh -30% n/n và -51% q/q do ảnh hưởng bởi chu kỳ El-Nino diễn ra mạnh mẽ.
- Nhiệt điện khí** cũng ghi nhận giảm -15% n/n, đạt 6.1 tỷ kWh khi giá khí đốt tự nhiên đang neo ở mức cao, cùng với sức ép từ công suất điện gió tăng thêm trong hệ thống.

### Nhiệt điện than cải thiện biên LNG, trong khi đó, biên LNG nhóm nhiệt điện khí bị ảnh hưởng tiêu cực

**Nhiệt điện than:** Tại thời điểm cuối 1Q24, giá than 4,200kcal thế giới đã giảm mạnh về mức 48 USD/tấn, -43.4% so với mức đỉnh 89 USD/tấn cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, giá bán FMP chỉ giảm 15% n/n. Cùng với đó, hệ số công suất bình quân (CF) của các nhà máy nhiệt điện than trong 1Q24 ước tính tăng lên mức 60%, tăng 5% so với mức 55% cùng kỳ năm ngoái. Những điều tích cực này dẫn sẽ đến động lực cải thiện biên LNG đáng kể cho các nhà máy nhiệt điện than trong 1Q24.

**Nhiệt điện khí:** Mặt khác, giá khí thiên nhiên vẫn duy trì ở mức cao 9.3 USD/mmBTU trong cả 1Q24 và chưa có dấu hiệu suy giảm. Điều này dự báo sẽ tiếp tục tạo áp lực lên khả năng chào giá của các nhà máy nhiệt điện khí trên thị trường điện. Kết quả có thể thấy, trong 1Q24 sản lượng của nhóm nhà máy nhiệt điện khí đã giảm 15% n/n. Trong lĩnh vực chịu ảnh hưởng nặng nề bởi đòn bẩy hoạt động, khi doanh thu giảm trên 2 con số, khả năng các nhà máy tuabin khí sẽ phải trải qua 1Q24 suy giảm mạnh về các chỉ số lợi nhuận.

### Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với **QTP** trong cả ngắn, trung và dài hạn dựa trên triển vọng tích cực về LNST trong 2024 và những năm sau đó.

Bên cạnh, chúng tôi duy trì quan điểm về triển vọng tích cực cho **NT2** và **POW** trong dài hạn, khi đóng vai trò quan trọng trong việc giữ ổn định cho toàn hệ thống. Tuy nhiên, trong ngắn hạn 2024-25 hai doanh nghiệp này sẽ trải qua sự suy giảm về sản lượng do việc mở rộng các nguồn năng lượng tái tạo và giá khí neo ở mức cao. Trên cơ sở này, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu **POW** và **NT2** trong 1H24.

### TRUNG LẬP (Duy trì)

Công ty	K/N	GMT (đồng)
QTP	MUA	23,400
REE	KHÔNG XẾP HẠNG	
POW	NĂM GIỮ	15,100
NT2	NĂM GIỮ	19,900

**Bảng 1. Danh mục cổ phiếu**

Khuyến nghị & GMT				Lợi nhuận & Định giá									
Công ty		DT	LNHD	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/EBITDA		
		(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(đồng)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)		
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)	Khuyến nghị	23,400	2021A	8,571	734	578	1,168	13,712	9.4	6.0	6.4	1.2	13.0
	GMT (đồng)	15,700	2022A	10,417	968	764	1,405	13,694	12.4	9.0	11.1	1.3	6.3
	Vốn hóa. (Tỷ đồng)	7,065	2023F	12,058	703	612	1,125	11,761	10.7	7.9	10.9	1.3	9.7
			2024F	11,328	838	785	1,444	12,435	14.4	11.1	9.0	1.3	8.6
			2025F	11,284	797	761	1,399	12,988	13.3	11.1	9.3	1.2	9.1
CTCP Cơ điện lạnh (REE)	Khuyến nghị	N/A	2021A	5,810	1,854	2,135	5,960	42,901	15.0	8.2	6.4	1.2	18.1
	GMT (đồng)	62,800	2022A	9,372	3,663	3,515	7,527	43,507	18.7	10.7	11.1	1.3	10.3
	Vốn hóa. (Tỷ đồng)	23,215	2023F	8,570	2,954	2,787	5,322	42,269	13.3	8.1	8.3	1.3	11.3
			2024F	9,799	2,977	3,143	7,644	48,964	16.8	9.0	7.4	1.2	11.2
			2025F	8,750	3,466	3,808	9,262	57,080	17.5	10.9	6.1	1.0	9.6
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)	Khuyến nghị	15,100	2021A	24,561	2,400	2,052	746	12,229	6.3	3.8	6.4	1.2	18.0
	GMT (đồng)	11,250	2022A	28,224	2,859	2,553	824	13,031	7.0	4.6	11.1	1.3	9.4
	Vốn hóa. (Tỷ đồng)	26,346	2023F	27,945	1,404	1,329	430	13,430	3.5	2.1	19.8	0.8	22.0
			2024F	27,641	518	238	95	13,525	0.8	0.3	110.8	0.8	59.7
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)	Khuyến nghị	19,900	2021A	6,150	593	534	1,757	14,706	12.5	8.2	6.4	1.2	13.1
	GMT (đồng)	22,700	2022A	8,788	950	883	2,961	16,027	20.0	12.6	11.1	1.3	8.0
	Vốn hóa. (Tỷ đồng)	7,053	2023F	6,386	441	473	1,586	15,062	10.6	6.0	14.9	1.6	13.9
			2024F	3,094	(314)	(203)	(681)	12,880	(5.1)	(2.9)	(32.2)	1.8	(18.0)
			2025F	3,550	(132)	(23)	(77)	11,303	(0.7)	(0.4)	(284.5)	2.0	(42.5)

Nguồn: Bloomberg, KISVN ước tính

**Bảng 2: Dự phóng KQKD 1Q24F**

(Tỷ đồng, %)

	Doanh thu			LNST		
	1Q24F	n/n	q/q	1Q24F	n/n	q/q
<b>QTP</b>	2,689	(10)	(6)	171	19	(19)
<b>REE</b>	2,133	5,810	172	793	(31)	16
<b>POW</b>	5,954	(20)	(7)	27	(96)	(94)
<b>NT2</b>	(202)	(130)	(128)	(80)	(112)	(118)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

## NỘI DUNG

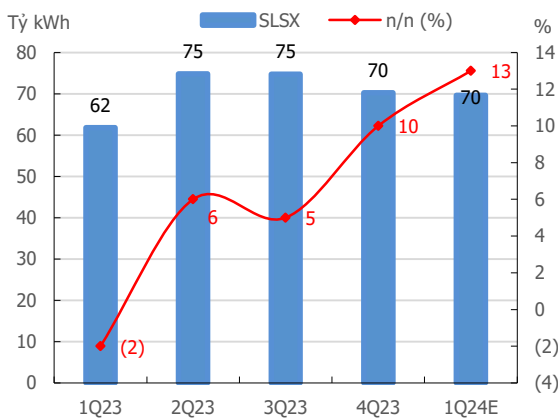
<b>I.</b>	<b>Ngành Năng lượng: El-Nino gọi tên nhiệt điện than</b>	<b>4</b>
	Điểm sáng: Nhiệt điện than và Điện gió	4
	Nhiệt điện than cải thiện biên LNG, trong khi đó, biên LNG của nhiệt điện khí bị ảnh hưởng tiêu cực	4
<b>II.</b>	<b>Kết quả kinh doanh 1Q24F của các doanh nghiệp niêm yết</b>	<b>13</b>
	QTP – Tăng trưởng trở lại	13
	REE – Ảnh hưởng từ Chu kỳ El-Nino	14
	POW – Quý 1 không thuận lợi	10
	NT2 – Sản lượng điện giảm mạnh	10

# I. Ngành Năng lượng: El-Nino gọi tên nhiệt điện than

## Điểm sáng: Nhiệt điện than và & điện gió

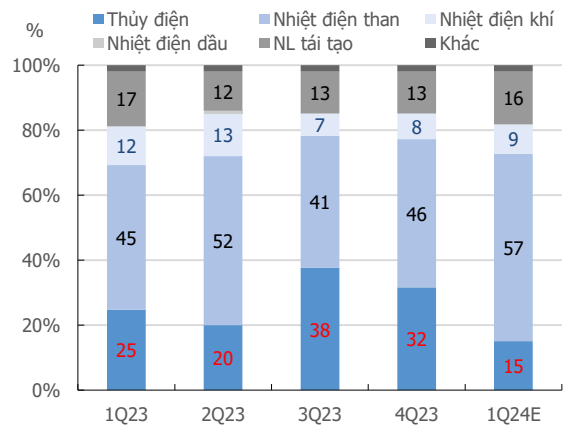
Theo dữ liệu từ EVN, sản lượng điện thương phẩm trong 1Q24 ghi nhận đạt 70 tỷ kWh (+13% n/n, biểu đồ 1). Nếu so với quý trước 4Q23, sản lượng điện giảm 0.3% q/q do sự ảnh hưởng của kỳ nghỉ lễ Tết nguyên đán.

**Biểu đồ 1. Sản lượng điện hệ thống tăng 13% n/n, cho thấy tín hiệu phục hồi ban đầu của nhu cầu**



Nguồn: EVN, KISVN

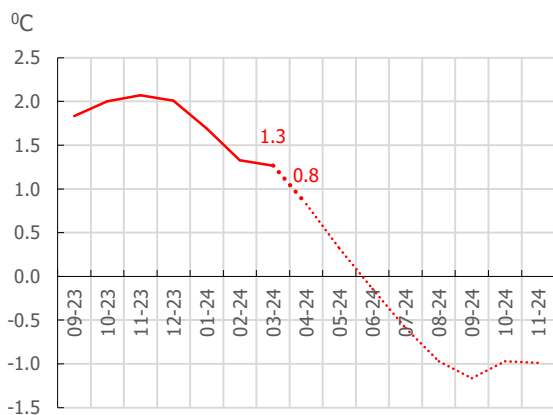
**Biểu đồ 2. Tỷ trọng sản lượng nhiệt điện than ghi nhận tăng trưởng tích cực trong 1Q24, trong khi đó nhóm nhà máy thủy điện rơi về mức 15%**



Nguồn: EVN, KISVN

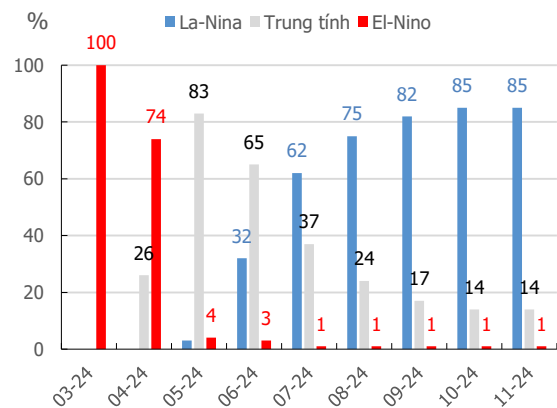
- Thủy điện:** Nhóm nhà máy thủy điện sản xuất đạt 10.8 tỷ kWh trong 1Q24, giảm 30% n/n và 51.8% q/q, chiếm 15% tổng sản lượng toàn hệ thống (biểu đồ 2). Do ảnh hưởng từ chu kỳ El-Nino diễn ra mạnh mẽ khiến mực nước ở các hồ giảm mạnh, từ đó giảm khả năng phát điện. Đồng thời, chu kỳ El-Nino kỳ vọng sẽ kéo dài đến T5/24, khi nhiệt độ ở vùng 3.4 đến cuối tháng 03/24 vẫn đang ở mức cao 1.3°C (biểu đồ 3,4). Trên cơ sở này, chúng tôi cho rằng các nhà máy thủy điện khó có khả năng cải thiện về hiệu suất phát điện trong 2Q24.

**Biểu đồ 3. Nhiệt độ cao ở 1Q24, dự kiến kéo dài đến cuối 2Q24**



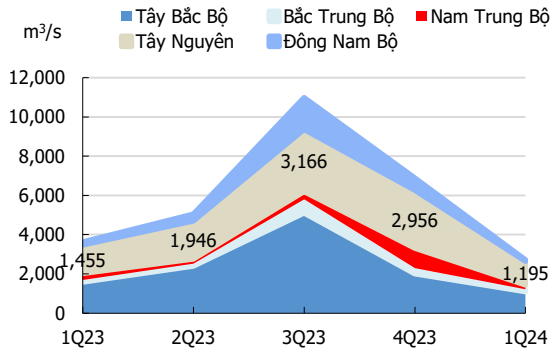
Nguồn: NOAA, EVN, KISVN

**Biểu đồ 4. El-Nino xác suất suy yếu từ cuối T5**



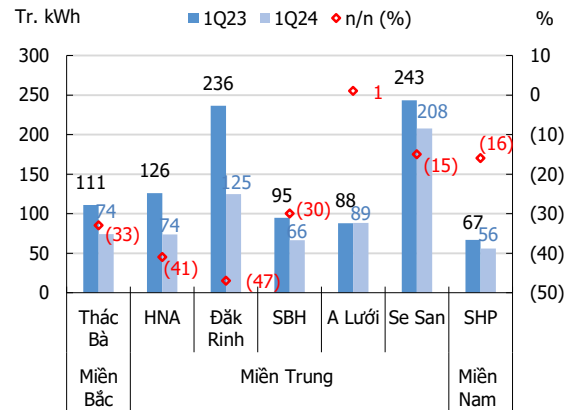
Nguồn: NOAA, EVN, KISVN

**Biểu đồ 5. Lưu lượng ở các hồ thủy điện trên cả nước giảm mạnh, đặc biệt là khu vực Tây Nguyên**



Nguồn: EVN, KIS Việt Nam

**Biểu đồ 6. Sản lượng của một số nhà máy thủy điện cũng cho thấy sự suy giảm đáng kể trong 1Q24**



Nguồn: Số liệu các công ty, KIS Việt Nam

So với cùng kỳ, khu vực *Tây Nguyên khả năng là khu vực chịu tác động nặng nề nhất* khi lưu lượng nước về hồ tại khu vực này giảm về mức chỉ còn 1,195 m³/s (-18% n/n và -60% q/q) (biểu đồ 5). Ngoài ra số liệu về dung tích hữu ích ở các hồ cũng cho thấy sự sụt giảm đáng kể như Se San 3A (22%), Đa Mi-DNH (14%), An Khê (20%) và laly (28%). Thương Kom Tum (VSH-REE) là thủy điện duy nhất trong khu vực ghi nhận sự cải thiện về dung tích hồ so với 1Q23.

Ở chiều hướng tích cực hơn, *khu vực Nam Trung Bộ ít bị ảnh hưởng bởi pha El-Nino*. Các nhà máy thủy điện trên khu vực này vẫn đang tích nước khá tốt. Điều này có thể thấy thông qua số liệu về dung tích hữu ích, ước tính ở một số các hồ chứa lớn trong khu vực như A Vương-AVC (88%), Sông Hinh-REE (90%), Vĩnh Sơn B – REE (76%).

**Biểu đồ 7. Dung tích hồ chứa trên cả nước trong 1Q24 nhìn chung đều giảm**

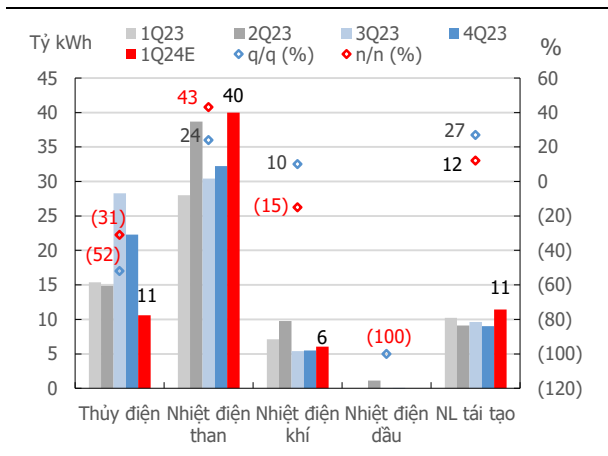
Hồ thủy điện	Lưu vực	Công suất (MW)	DN liên quan	Thời gian															
				01-23	02-23	03-23	04-23	05-23	06-23	07-23	08-23	09-23	10-23	11-23	12-23	01-24	02-24	03-24	
Tây Bắc Bộ	Sơn La	Sông Đà/ lv Sông Hồng - Thái Bình	2,400		72%	65%	58%	27%	1%	3%	27%	56%	68%	97%	100%	98%	100%	99%	98%
	Hòa Bình	Sông Đà/ lv Sông Hồng - Thái Bình	1920		86%	68%	59%	76%	64%	37%	24%	57%	82%	92%	98%	99%	92%	83%	80%
	Thác Bà	Sông Chảy/ lv Sông Hồng - Thái Bình	120	TBC, REE	63%	31%	19%	5%	0%	1%	6%	23%	44%	69%	70%	71%	61%	40%	38%
	Bản Chát	Nậm Mu/ lv Sông Hồng - Thái Bình	220		79%	63%	35%	7%	1%	5%	28%	74%	90%	96%	100%	100%	97%	90%	
	Huệ Quang	Nậm Mu/ lv Sông Hồng - Thái Bình	520		40%	8%	33%	25%	2%	32%	80%	30%	23%	44%	52%	100%	32%	30%	17%
Bắc Trung Bộ	Lai Châu	Sông Đà/ lv Sông Hồng - Thái Bình	1200		43%	16%	35%	3%	1%	39%	64%	100%	74%	92%	97%	98%	99%	93%	98%
	Bản Vẽ	Sông Lam	320		73%	52%	37%	18%	5%	0%	12%	60%	85%	97%	98%	98%	89%	86%	69%
Nam Trung Bộ	Trung Sơn	Sông Mã	260		19%	1%	0%	0%	0%	23%	3%	0%	3%	47%	85%	79%	79%	78%	44%
	Vĩnh Sơn A	Sông Hinh		VSH, REE	100%	83%	79%	69%	64%	39%	20%	26%	21%	29%	100%	100%	100%	74%	66%
	Vĩnh Sơn B	Sông Hinh	66	VSH, REE	100%	89%	64%	41%	32%	16%	8%	9%	8%	20%	53%	82%	81%	76%	71%
	Vĩnh Sơn C	Sông Hinh		VSH, REE	100%	100%	81%	44%	4%	2%	0%	0%	0%	19%	59%	37%	24%	24%	
	Sông Ba Hạ	Sông Ba	220	SBH, REE	71%	56%	44%	16%	19%	22%	43%	27%	17%	18%	29%	63%	92%	87%	68%
	Sông Hinh	Sông Hinh	70	VSH, REE	100%	100%	93%	71%	55%	40%	21%	7%	2%	10%	81%	100%	98%	90%	83%
	A Vương	Vũ Gia - Thu Bồn	210	AVC	97%	85%	70%	34%	30%	31%	18%	11%	6%	28%	90%	97%	94%	90%	81%
	Sông Tranh 2	Thu Bồn/ lv Vũ Gia - Thu Bồn	190		98%	91%	88%	48%	40%	27%	18%	5%	1%	20%	87%	99%	96%	93%	86%
	Sông Bung 2	Vũ Gia - Thu Bồn	100		87%	72%	65%	54%	61%	44%	24%	14%	9%	47%	76%	96%	95%	92%	74%
Tây Nguyên	Sông Bung 4	Vũ Gia - Thu Bồn	156		89%	76%	65%	30%	33%	56%	43%	14%	1%	20%	64%	96%	92%	88%	79%
	Sê San 4	Sông Sê san	360	S4A	58%	29%	5%	0%	0%	5%	93%	68%	79%	87%	97%	88%	82%	78%	72%
	Sê San 3A	Sông Sê San	108		67%	67%	33%	0%	67%	33%	67%	100%	100%	100%	100%	42%	33%	33%	0%
	Sê San 3	Sông Sê San	260		48%	67%	0%	67%	22%	54%	17%	67%	100%	80%	82%	22%	83%	36%	8%
	laly	Sông Sê San	720		70%	48%	16%	5%	5%	24%	27%	55%	81%	88%	97%	78%	47%	23%	15%
	Pleikrông	Krông Pô Kô/ lv Sông Sê San	100		95%	85%	76%	45%	23%	7%	21%	61%	95%	100%	100%	100%	95%	75%	
	Thương Kom Tum	Sông Đắk S. nghệ/ Sông Đắk Bia	220	VSH, REE	100%	88%	69%	39%	20%	17%	27%	27%	37%	56%	100%	100%	100%	74%	
	Buôn Tua Srah	Krông Nô/ lv sông Sreпок	56		88%	66%	37%	6%	1%	6%	35%	91%	91%	94%	100%	84%	65%	44%	
	Buôn Kuốp	Sông Sreпок	280		14%	30%	21%	7%	5%	21%	29%	54%	75%	85%	73%	29%	12%	17%	54%
	Sreпок 3	Sông Sreпок	220		53%	11%	24%	0%	27%	11%	19%	32%	33%	57%	93%	63%	30%	7%	53%
	Đại Ninh	Sông Đồng Nai	220		75%	62%	43%	13%	9%	9%	20%	29%	49%	73%	97%	100%	91%	73%	51%
	Dơn Dương	Sông Đồng Nai	220	DNH	100%	88%	59%	25%	16%	28%	38%	49%	68%	82%	97%	100%	100%	91%	66%
	Đồng Nai 3	Sông Đồng Nai	180		80%	58%	39%	11%	1%	1%	11%	31%	52%	73%	100%	88%	77%	65%	
Đồng Nai 4	Sông Đồng Nai	340		51%	54%	26%	30%	18%	77%	76%	73%	100%	100%	86%	62%	78%	62%	50%	
Hàm Thuận	La Ngà/ lv Sông Đồng Nai	300	DNH	65%	47%	28%	9%	4%	8%	26%	72%	86%	90%	100%	100%	93%	77%	58%	
Đa Mi	La Ngà/ lv Sông Đồng Nai	175	DNH	14%	35%	23%	57%	43%	43%	56%	32%	89%	100%	82%	38%	8%	8%	26%	
Kanak	Sông Côn	173		97%	88%	74%	54%	43%	36%	18%	27%	15%	19%	61%	86%	31%	52%	71%	
An Khê	Sông Côn			54%	31%	41%	25%	31%	34%	23%	68%	62%	35%	100%	55%	19%	19%	21%	
Đông Nam Bộ	Thác Mơ	Thác Mơ/ lv Sông Đồng Nai	225	TMP, REE	74%	56%	41%	19%	2%	1%	19%	61%	83%	100%	100%	100%	88%	76%	62%
	Tĩ An	Đồng Nai/ lv Sông Đồng Nai	400		52%	42%	27%	4%	2%	8%	36%	84%	86%	94%	92%	98%	96%	91%	81%

Source: EVN, PGV, KIS Vietnam

- Nhiệt điện than:** ghi nhận sản lượng tăng trưởng trong cả 4Q23 và 1Q24. Sản lượng điện trong 1Q24 ghi nhận đạt 40 tỷ kWh (+43% n/n, biểu đồ 8). Điều này giúp tỷ trọng sản lượng của các nhà máy nhiệt điện than trong 1Q24 cải thiện đạt 57%, tăng 12% so với 45% được ghi nhận trong 1Q23. Sự tăng trưởng mạnh mẽ này đến từ sự thiếu hụt nguồn cung thủy điện, kèm theo đó lợi thế từ giá than giảm nhanh hơn so giá khí đốt tự nhiên trong những tháng gần đây. Trên cơ sở này, chúng tôi kỳ vọng biên LNG của các nhà máy nhiệt điện than sẽ cải thiện đáng kể trong 1Q24.

Bên cạnh đó, chúng tôi tin tưởng rằng mùa khô trong tháng 4-5 tới đây sẽ không nguy hiểm như năm trước, khi công suất của các nhà máy nhiệt điện than đã được tăng thêm 24% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ sự cải thiện hệ số công suất của các nhà máy nhiệt điện than. Thêm vào đó sự đi vào hoạt động của hai nhà máy mới Vân phong (1,320MW) và Thái Bình 2 (1,200MW), bên cạnh sự trở lại tổ máy số 2 của nhà máy Vũng Áng (600MW).

**Biểu đồ 8. Nhóm nhiệt điện than và điện gió ghi nhận sản lượng tăng trưởng trong cả q/q và n/n**



Nguồn: PVN, GAS, KISVN

**Biểu đồ 9. Trong T2 và T3/24, tỷ trọng sản lượng của nhóm nhà máy nhiệt điện than tăng trưởng đáng kể, trong khi đó nhóm thủy điện giảm mạnh**

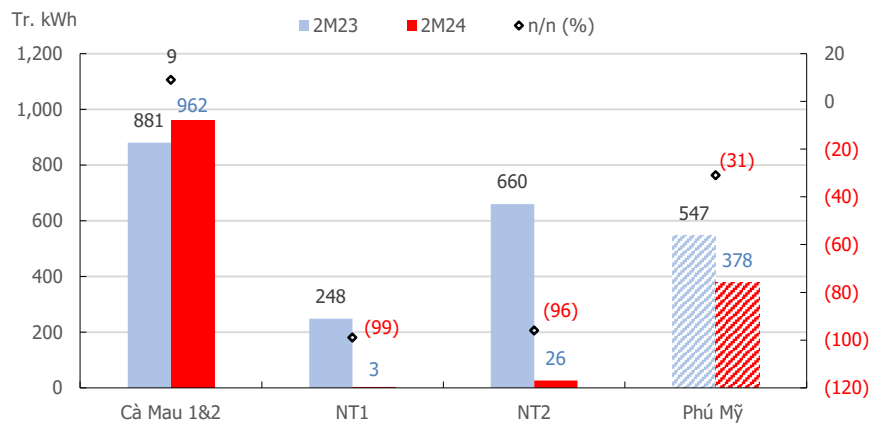
	Thủy điện	Nhiệt điện than	Nhiệt điện khí	Nhiệt điện dầu	NLTT	Điện MT	Điện gió
03-24	11%	62%	9%	0%	16%	9%	5%
02-24	15%	57%	9%	0%	16%	10%	6%
01-24	20%	53%	8%	0%	17%	9%	8%
12-23	26%	52%	7%	0%	15%	8%	7%
11-23	34%	43%	8%	0%	13%	8%	6%
10-23	36%	43%	9%	0%	10%	8%	2%
09-23	41%	39%	7%	0%	12%	9%	3%
08-23	46%	32%	5%	0%	17%	11%	5%
07-23	27%	52%	10%	0%	10%	7%	3%
06-23	21%	54%	11%	0%	12%	10%	3%
05-23	17%	50%	16%	3%	11%	10%	3%
04-23	22%	51%	12%	1%	13%	10%	2%
03-23	21%	50%	12%	0%	16%	11%	5%
02-23	25%	44%	12%	0%	17%	11%	6%
01-23	30%	41%	10%	0%	16%	9%	7%

Nguồn: NOAA, EVN, KISVN

- Nhiệt điện khí:** Trong 1Q24, sản lượng điện sản xuất ghi nhận đạt 6.1 tỷ kWh (-15% n/n và +10% q/q). Sự suy giảm so với cùng kỳ đến từ việc áp lực mở rộng công suất điện gió trong hệ thống, khiến nguồn điện có chi phí cao như nhiệt điện khí buộc phải cắt giảm. Ngoài ra, thực tế giá khí vẫn đang neo ở mức khá cao, trong khi giá than đã hạ nhiệt đáng kể, cũng là một yếu tố bất lợi cho các nhà máy nhiệt điện khí, trong việc chào giá cạnh tranh trong thị trường điện.

Số liệu về sản lượng các nhà máy nhiệt điện khí lũy kế trong hai tháng đầu năm, cũng cho thấy có xu hướng giảm đáng kể như Nhơn Trạch 1 (-100% n/n), Nhơn Trạch 2 (-96% n/n) hay Phú Mỹ (-31% n/n tính đến ngày 24/01) (biểu đồ 10). Trong bối cảnh này, Cà Mau 1&2 có thể là nhà máy duy nhất ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng so với cùng kỳ, đạt 962 triệu kWh, +9% n/n trong 2T24, đến từ ràng buộc hợp đồng bao tiêu khí với Petronas.

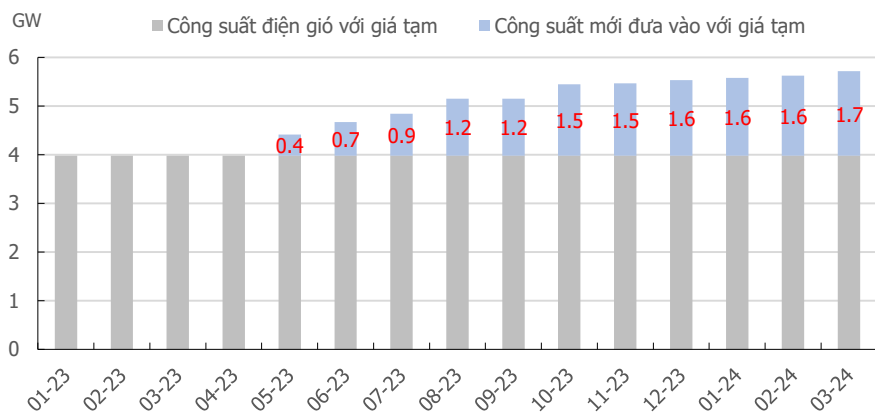
**Biểu đồ 10. Sản lượng điện phần lớn các nhà máy tuabin khí nhìn chung giảm đáng kể so với cùng kỳ**



Nguồn: EVN, PGV, KIS Việt Nam

- Năng lượng tái tạo:** Trong 1Q24, sản lượng điện nhóm NLTT đạt 11.3 tỷ kWh (+12% n/n và +27% q/q), chiếm xấp xỉ 16% sản lượng toàn hệ thống. Đà tăng trưởng tích cực đến từ việc hệ thống điện quốc gia đã bổ sung thêm 1,645MW công suất điện gió (biểu đồ 11), tăng 41% so với cùng kỳ.

**Biểu đồ 11. 1,645MW (+41% n/n) công suất điện gió được bổ sung vào hệ thống**



Nguồn: EVN, NLDC, KIS Việt Nam

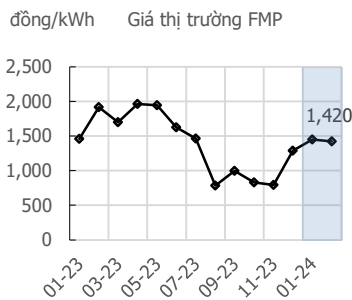
### Nhiệt điện than cải thiện biên LNG, trong khi nhóm nhiệt điện khí bị ảnh hưởng tiêu cực

- Giá thị trường điện toàn phần (FMP) trong 1Q24 thấp hơn khoảng 15% so với mức giá 1,689 đồng/kWh trong 1Q23.** Những thay đổi chủ yếu đến từ việc giá than đã giảm mạnh trong những tháng gần đây. Thêm vào đó, việc bổ sung công suất mới các nhà máy điện gió cũng khiến giá FMP giảm đáng kể, khi trung tâm điều độ A0 hạn chế huy động các nguồn điện có giá thành cao như tuabin khí hay nhiệt điện dầu.
- Biên LNG của các nhà máy nhiệt điện than kỳ vọng được hưởng lợi từ việc giá than hạ nhiệt, cùng với tăng mạnh hệ số công suất (CF).** Tại thời điểm cuối 1Q24, giá than 4,200kcal thế giới đã giảm

mạnh về mức 48 USD/tấn, -43.4% so với mức đỉnh 89 USD/tấn cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, giá bán FMP chỉ giảm 15% n/n, cùng với đó, hệ số công suất bình quân (CF) của các nhà máy nhiệt điện than trong 1Q24 ước tính tăng lên mức 60%, tăng 5% so với mức 55% cùng kỳ năm ngoái. Những điều tích cực này dẫn sẽ đến động lực cải thiện biên LNG đáng kể cho các nhà máy nhiệt điện than trong 1Q24.

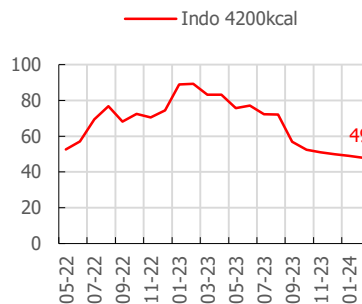
- Giá khí đốt vẫn duy trì mức khá cao gây áp lực lên biên LNG của các nhà máy nhiệt điện khí:** Giá khí đốt thiên nhiên vẫn duy trì mức cao ở mức 9.3 USD/mmBTU trong cả 1Q24 và chưa có dấu hiệu suy giảm. Điều này dự báo sẽ tiếp tục gây áp lực lên khả năng chào giá của các nhà máy nhiệt điện khí trên thị trường điện. Kết quả có thể thấy, trong 1Q24 sản lượng của nhóm nhà máy nhiệt điện khí đã giảm 15% n/n. Trong lĩnh vực chịu ảnh hưởng nặng nề bởi đòn bẩy hoạt động, khi doanh thu giảm trên 2 con số, khả năng các nhà máy tuabin khí sẽ phải trải qua 1Q24 suy giảm mạnh về các chỉ số lợi nhuận.

**Biểu đồ 12. Giá FMP trung bình của 1Q24 thấp hơn ~15% so với mức 1,689 đồng/kWh trong 1Q24**



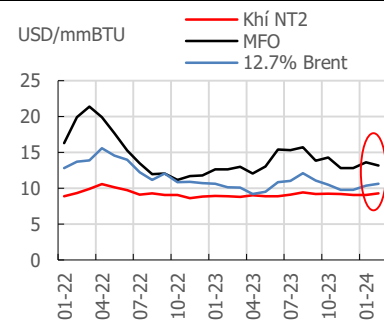
Nguồn: Genco3, KISVN

**Biểu đồ 13. Cuối 1Q24, giá than ghi nhận giảm mạnh về 48 USD/tấn, giảm 43% n/n**



Nguồn: Bloomberg, KISVN

**Biểu đồ 14. Giá khí tại khu vực Đông Nam Bộ vẫn đang neo ở mức khá cao**



Nguồn: Bloomberg, GENCO3, KISVN



## II. Kết quả kinh doanh 1Q24F của các doanh nghiệp niêm yết

### QTP – Tăng trưởng trở lại

**Bảng 3. Dự phóng KQKD 1Q24F của QTP**

(Tỷ đồng, %)

	1Q23A	4Q23A	1Q24F	2024F		Consensus			
				n/n	q/q	n/n	1Q24F	2024F	
<b>Doanh thu</b>	<b>2,995</b>	<b>2,847</b>	<b>2,689</b>	<b>(10)</b>	<b>(6)</b>	<b>11,328</b>	<b>(6)</b>	-	<b>11,622</b>
<b>LN gộp</b>	<b>178</b>	<b>279</b>	<b>211</b>	<b>19</b>	<b>(24)</b>	<b>949</b>	<b>16</b>	-	<b>922</b>
Chi phí QL BH	21	45	19	(10)	(58)	110	(3)	-	-
Lợi nhuận hoạt động	157	233	192	22	(18)	838	19	-	-
Lãi/(lỗ) khác	(5)	(11)	(11)	120	0	(12)	(79)	-	-
<b>LNTT</b>	<b>152</b>	<b>222</b>	<b>181</b>	<b>19</b>	<b>(18)</b>	<b>827</b>	<b>28</b>	-	-
LNST	144	211	171	19	(19)	785	28	-	612
<b>LNST CTM</b>	<b>144</b>	<b>211</b>	<b>171</b>	<b>19</b>	<b>(19)</b>	<b>785</b>	<b>28</b>	-	<b>612</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

Chúng tôi dự phóng doanh thu của QTP đạt 2,689 tỷ đồng (-10% n/n), do ảnh hưởng giảm giá bán bình quân FMP (-15% n/n) trong kỳ như đã phân tích trên. Trong khi, sản lượng điện sản xuất trong 1Q24 vẫn tăng trưởng khả quan, đạt 1.8 tỷ kWh (+7.2% n/n), hệ số công suất (CF) lên mức khá cao 75% khi A0 chủ động huy động các nhà máy nhiệt điện khu vực phía Bắc để đi vào dự trữ nước cho mùa khô.

Đồng thời, chúng tôi dự báo LNST 1Q24 đạt 171 tỷ đồng, +19% n/n từ sự cải thiện đáng kể của biên lợi nhuận gộp hưởng lợi từ giá than đầu vào đã hạ nhiệt nhanh hơn giá bán thị trường (FMP), đi cùng sự hiệu quả của đòn bẩy hoạt động.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với QTP trong cả ngắn, trung và dài hạn dựa trên triển vọng tích cực về LNST trong 2024 và những năm sau đó.

### REE – Ảnh hưởng từ chu kỳ El-Nino

**Bảng 4. Dự phóng KQKD 1Q24F của REE**

(Tỷ đồng, %)

	1Q23A	4Q23A	1Q24F	2024F		Consensus			
				n/n	q/q	n/n	1Q24F	2024F	
<b>Doanh thu</b>	<b>2,369</b>	<b>2,065</b>	<b>2,133</b>	<b>(10)</b>	<b>3</b>	<b>9,799</b>	<b>14</b>	-	<b>9,864</b>
Năng lượng & Nước	1,552	1,245	1,244	(20)	0	4,874	(2)	-	-
Cơ điện lạnh	550	574	649	18	13	3,245	22	-	-
Bất động sản	270	248	240	(11)	(3)	1,680	60	-	-
<b>LN gộp</b>	<b>1,254</b>	<b>922</b>	<b>878</b>	<b>(30)</b>	<b>(5)</b>	<b>5,918</b>	<b>22</b>	-	<b>3,963</b>
Chi phí QL BH	121	344	121	0	(65)	905	20	-	-
Lợi nhuận hoạt động	1,133	578	757	(33)	(31)	5,014	22	-	-
Lãi/(lỗ) khác	19	104	36	89	(65)	471	363	-	-
<b>LNTT</b>	<b>1,152</b>	<b>682</b>	<b>793</b>	<b>(31)</b>	<b>16</b>	<b>3,447</b>	<b>13</b>	-	-
LNST	1,055	643	726	(31)	13	3,143	13	-	2,476

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

Chúng tôi dự phóng doanh thu và NPAT của REE lần lượt ghi nhận đạt 2,133 tỷ đồng (-10% n/n) và 726 tỷ đồng (-31% n/n). Trên các cơ sở, mảng năng lượng trong 1Q24 khả năng cao sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi chu kỳ El-Nino. Trong khi đó mảng cho thuê văn phòng chưa thể phục hồi hoàn toàn trong 1Q24.

Trong đó, mảng quan trọng nhất - năng lượng và nước, trong 1Q24 chúng tôi dự phóng sản lượng của hai nhà máy thủy điện Thác Bà-REE (TBC, -33% n/n) và Vĩnh Sơn Sông Hinh, Thượng Kom Tum (VSH) có thể suy giảm 16% n/n.

Cùng với, hiệu quả hoạt động của các công ty liên doanh, liên kết trong lĩnh vực thủy điện khả năng cao cũng bị ảnh hưởng bởi pha El-Nino và kế hoạch ưu tiên tích nước cho mùa khô tới đây của trung tâm điều độ quốc gia A0.

## POW – 1Q24 không thuận lợi

**Bảng 5. Dự phóng KQKD 1Q24F của POW**

(Tỷ đồng, %)

	1Q23A	4Q23A	1Q24F		2024F		Consensus		
			n/n	q/q		n/n	1Q24F	2024F	
<b>Doanh thu</b>	<b>7,424</b>	<b>6,412</b>	<b>5,954</b>	<b>(20)</b>	<b>(7)</b>	<b>27,641</b>	<b>(1)</b>	-	<b>31,529</b>
<b>LN gộp</b>	<b>679</b>	<b>728</b>	<b>(3)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>	<b>1,289</b>	<b>(41)</b>	-	<b>2,574</b>
Chi phí QL BH	126	297	95	(25)	(68)	771	(1)	-	-
Lợi nhuận hoạt động	552	431	(98)	(118)	(123)	518	(63)	-	-
Lãi/(lỗ) khác	138	16	127	(8)	678	(295)	(266)	-	-
<b>LNTT</b>	<b>690</b>	<b>448</b>	<b>29</b>	<b>(96)</b>	<b>(94)</b>	<b>261</b>	<b>(82)</b>	-	-
<b>LNST</b>	<b>650</b>	<b>446</b>	<b>27</b>	<b>(96)</b>	<b>(94)</b>	<b>238</b>	<b>(82)</b>	-	<b>1,297</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

Chúng tôi dự phóng doanh thu và NPAT của POW lần lượt đạt 5,954 tỷ đồng (-20% n/n) và 27 tỷ đồng (-96% n/n). Trên cơ sở đó, sản lượng điện thương phẩm trong 1Q24 ước tính đạt 3.7 tỷ kWh (-6% n/n). Trong đó, sản lượng điện lũy kế thực tế trong 2T24 đạt 2.1 tỷ kWh (-17% n/n)

Nguyên nhân chính là khả năng sụt giảm NPAT tại hai nhà máy NT1 & NT2 do không chạy hết toàn bộ công suất nhà máy trong 1Q24 (ước tính chạy xấp xỉ 2% công suất cho NT1 và gần 7% cho NT2 trong 1Q24). Ngoài ra, diễn biến El-Nino mạnh mẽ cũng tác động đáng kể đến khả năng sản xuất điện của hai nhà máy Hòa Na và Đắk Rinh trong 1Q24.

Ngoài ra, chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng tích cực của POW trong dài hạn, khi đóng vai trò quan trọng trong việc giữ ổn định cho toàn hệ thống. Tuy nhiên, trong ngắn hạn 2024-25 hai doanh nghiệp này sẽ trải qua sự suy giảm về sản lượng, do việc mở rộng các nguồn năng lượng tái tạo cùng với giá khí đang neo ở mức cao. Trên quan điểm này, chúng tôi đã điều chỉnh giá mục tiêu của cổ phiếu về mức **15,100 đồng/CP**, giảm 9% so với bài báo cáo gần nhất, tiếp tục duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** cho cổ phiếu POW trong 1H24.

## NT2 – Sản lượng điện giảm mạnh

**Bảng 6. Dự phóng KQKD 1Q24F của NT2**

(Tỷ đồng, %)

	1Q23A	4Q23A	1Q24F		2024F		Consensus		
			n/n	q/q		n/n	1Q24F	2024F	
<b>Doanh thu</b>	<b>7,424</b>	<b>6,412</b>	<b>314</b>	<b>(96)</b>	<b>(95)</b>	<b>3,094</b>	<b>(52)</b>	-	<b>5,640</b>
<b>LN gộp</b>	<b>679</b>	<b>728</b>	<b>(202)</b>	<b>(130)</b>	<b>(128)</b>	<b>(280)</b>	<b>(155)</b>	-	<b>104</b>
Chi phí QL BH	126	297	5	(96)	(98)	33	(52)	-	-
Lợi nhuận hoạt động	552	431	(207)	(138)	(148)	(314)	(171)	-	-
Lãi/(lỗ) khác	138	16	127	(7)	694	106	42	-	-
<b>LNTT</b>	<b>690</b>	<b>448</b>	<b>(80)</b>	<b>(112)</b>	<b>(118)</b>	<b>(207)</b>	<b>(140)</b>	-	-
<b>LNST</b>	<b>650</b>	<b>446</b>	<b>(80)</b>	<b>(112)</b>	<b>(118)</b>	<b>(191)</b>	<b>(140)</b>	-	<b>28</b>
<b>Controlling-int. NP</b>	<b>650</b>	<b>446</b>	<b>(80)</b>	<b>(112)</b>	<b>(118)</b>	<b>(191)</b>	<b>(140)</b>	-	<b>28</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của NT2 trong 1Q24 lần lượt đạt 314 tỷ đồng (-96% n/n) và -80 tỷ đồng (-112% q/q). Trên cơ sở đó, sản lượng điện thương phẩm trong 1Q24 ước tính đạt 121 triệu kWh (-89% n/n). Trong đó, sản lượng điện lũy kế thực tế trong 2T24 chỉ ghi nhận 26 triệu kWh (-96% n/n)

Dự phóng suy giảm của chúng tôi dựa trên các cơ sở (1) giá khí vẫn đang neo ở mức khá cao khiến NT2 khó có thể cạnh tranh với các nhà máy nhiệt điện than, khi giá than đã giảm giá khá nhanh so với giá khí trong những tháng gần đây. Ngoài ra (2) việc hệ thống bổ sung thêm 1,650MW công suất điện gió, tăng 41% n/n. Điều này tạo áp lực lên sản lượng của các nhà máy nhiệt điện khí như NT2.

Chúng tôi cho rằng, LNST của NT2 trong từ 2024-28 có thể tiếp tục bị ảnh hưởng tiêu cực từ việc mở rộng công suất các nguồn năng lượng tái tạo. Thêm vào đó, rủi ro các cuộc chiến tranh ở Trung Đông, hay giữa Nga và Ukraine có thể khiến giá khí neo ở cao trong thời gian dài. Trên cơ sở này, chúng tôi điều chỉnh định giá của **NT2** về mức **19,900 đồng/CP** và chuyển sang khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với NT2.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 15/04/2024.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Người thực hiện: Phòng Phân Tích

## Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2024 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..