



# ĐIỆN

## Đạo của Nước

---

**NỘI DUNG**

<b>I.</b>	<b>Tóm tắt sơ lược</b>	<b>2</b>
<b>II.</b>	<b>6T24 - Sản lượng điện tăng nhờ El-Niño diễn ra mạnh mẽ</b>	<b>5</b>
	1. 6T24 – Nhu cầu tiêu thụ điện tăng lên tích cực	6
	2. 6T24 – El-Niño gọi tên nhiệt điện than, trong khi thủy điện bị ảnh hưởng đáng kể	6
<b>III.</b>	<b>2H24F – Sản lượng điện tiêu thụ kỳ vọng tiếp tục tăng</b>	<b>10</b>
	1. 2H24F – Nhu cầu tiêu thụ điện kỳ vọng tiếp tục tăng	10
	2. 2H24F – Điểm sáng cho Thủy điện và Điện gió	11
<b>IV.</b>	<b>Rủi ro cần cân nhắc</b>	<b>15</b>
	<b>Phân tích công ty</b>	<b>16</b>
	CTCP Cơ điện lạnh REE (REE)	17
	CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)	19
	TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)	20
	CTCP Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 (NT2)	22

### Báo cáo này nói về điều gì?

- Tăng trưởng sản lượng Thủy điện trong 2H24F
- Thủy điện dự kiến sẽ phục hồi và điện Gió có thể tiếp tục tăng trưởng
- REE và QTP là những cổ phiếu ưa thích của chúng tôi

## I. Tóm tắt sơ lược

**Tiêu thụ điện toàn quốc trong 6T24 đạt 153 tỷ kWh, +13% n/n**

Trong 6T24, tiêu thụ điện toàn quốc đạt 153 tỷ kWh, +13% n/n. Theo quan điểm của chúng tôi, sự lạc quan đến từ: (1) Nắng nóng kéo dài ảnh hưởng từ El-Niño và (2) xu hướng phục hồi của nền kinh tế.

**Trong 6T24, sản lượng nhiệt điện than và điện gió ghi nhận sự tăng trưởng khả quan**

Trong đó: sản lượng nhóm *nhiệt điện than* tăng 30% n/n, hưởng lợi từ sự suy giảm của thủy điện và nhiệt điện khí bị ảnh hưởng bởi giá khí tự nhiên neo mức cao. Ngoài ra, *điện gió* cũng ghi nhận tăng trưởng khả quan (+8% n/n) nhờ việc bổ sung thêm công suất mới (386 MW từ các dự án điện gió) chuyển tiếp.

Ở chiều hướng ngược lại, nhóm *thủy điện* chứng kiến sản lượng giảm 8% n/n, do El-Niño diễn ra mạnh mẽ trong 6T24. Ngoài tác động từ sự suy giảm sản lượng hợp đồng (Qc) khi EVN tăng tỷ lệ alpha năm 2024 lên mức 98% (2023: 90%) cũng tác động đến biên lợi nhuận của các nhà máy thủy điện trong 1Q24 và giai đoạn sắp tới trong 2024F.

Ở chiều hướng ngược lại, nhóm nhà máy *nhiệt điện khí* ghi nhận sản lượng điện giảm 13% n/n khi (a) giá khí tự nhiên vẫn neo ở mức cao, trong khi giá than đã hạ nhiệt khiến các nhà máy nhiệt điện khí kém cạnh tranh trong thị trường điện, bên cạnh (b) lượng công suất điện gió mới bổ sung vào hệ thống càng làm giảm sản lượng huy động từ các nhà máy điện truyền thống.

**Tăng trưởng sản lượng điện dự kiến +8% n/n trong 2H24F**

Trong 2H24F, theo EVN, sản lượng điện có thể lên đến 160 tỷ kWh, +8% n/n. Trong đó:

Chúng tôi cho rằng *nhóm thủy điện* sẽ được cải thiện đáng kể trong 2H24F nhờ sự chuyển pha từ El-Niño sang trung tính, với sản lượng dự kiến tăng 16% n/n và hệ số công suất (CF) tăng 5% so với 2H23. Chúng tôi cũng dự đoán, sản lượng điện gió sẽ tiếp tục tăng trưởng khi có thêm 0.4 – 0.5 GW công suất mới được đưa vào hệ thống.

**Nửa cuối 2024, Thủy điện dự báo phục hồi. Bên cạnh, điện gió kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng**

Trái ngược với 6T24, 2H24F có thể chứng kiến sự suy giảm về sản lượng của nhóm *nhiệt điện than* do tình hình thủy văn đã có sự cải thiện. Chúng tôi dự đoán (CF của nhóm này) có thể giảm 2% so với 2H23. Trên các cơ sở: (a) giá khí tự nhiên dự kiến vẫn neo ở mức cao, (b) tình hình thủy văn đang cải thiện, và (c) kế hoạch 4A của EVN, chúng tôi dự báo rằng, sản lượng điện *nhóm nhiệt điện khí* sẽ giảm 13% n/n và hệ số công suất (CF) giảm 2% so với 2H23.

**QTP và REE là những cổ phiếu ưa thích của chúng tôi**

Chúng tôi vẫn khuyến nghị MUA đối với QTP (GMT: 23,400 đồng; +40%) trong ngắn hạn, trung và dài hạn. Bên cạnh đó, chúng tôi vẫn khuyến nghị NẮM GIỮ đối với POW (GMT: 15,100 đồng) và cổ phiếu NT2 (GMT: 19,900 đồng). Ngoài ra, chúng tôi đánh giá cao hiệu quả hoạt động của

REE trong 2H24F bởi các động lực sau (1) các nhà máy thủy điện hưởng lợi từ sự chuyển pha trung tính vào đầu tháng 7 và (2) ghi nhận từ dự án Etown 6 và nhà ở Bồ Xuyên – Thái Bình sẽ đóng góp phần lớn vào tăng trưởng LNST trong 2H24F.

***Rủi ro từ tình hình thủy văn  
thay đổi***

Động lực để cải thiện tình hình hoạt động của các nhà máy thủy điện chủ yếu dựa vào sự suy giảm của chu kỳ El-Niño. Tuy nhiên, dự báo thời tiết luôn là vấn đề nan giải, ngay cả khi trong ngắn hạn. Ngoài ra, trong 2024 – 25F, động lực thúc đẩy hoạt động của các dự án điện gió phụ thuộc rất lớn vào quan điểm của Chính phủ và Bộ Công Thương trong việc hoàn thành các chính sách hỗ trợ phát triển các nguồn năng lượng.

**Bảng 1. Danh mục cổ phiếu**

Công ty	Khuyến nghị & GMT			Lợi nhuận & Định giá									
				DT	LNHB	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	MUA	2021A	8,571	734	578	1,168	13,712	9.4	6.0	6.4	1.2	13
	GMT	23,400	2022A	10,417	968	764	1,405	13,694	12	9.0	11.1	1.3	6.3
	Thị giá	16,500	2023A	12,058	703	612	1,125	11,761	10	7.9	10.9	1.3	9.7
	Vốn hoá	7,065	2024F	12,622	794	746	1,371	11,632	14	10.3	10.1	1.4	9.7
	(tỷ đồng)		2025F	12,293	479	477	876	11,008	9.4	6.9	15.8	1.5	16
CTCP Cơ điện lạnh REE (REE)	Khuyến nghị	N/A	2021A	5,810	1,854	2,135	5,960	42,901	15	8.2	6.4	1.2	18
	GMT	N/A	2022A	9,372	3,663	3,515	7,527	43,507	18	10.7	11.1	1.3	10
	Thị giá	71,500	2023A	8,570	2,954	2,787	5,322	42,269	13	8.1	8.3	1.3	11
	Vốn hoá	32,759	2024F	9,514	2,725	2,879	7,001	48,407	15	8.3	11.7	1.7	15
	(tỷ đồng)		2025F	8,600	3,413	3,720	9,047	56,363	17	10.8	9.1	1.5	12
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2021A	24,561	2,400	2,052	746	12,229	6.3	3.8	6.4	1.2	18
	GMT	15,100	2022A	28,224	2,859	2,553	824	13,031	7.0	4.6	11.1	1.3	9.4
	Thị giá	15,100	2023A	27,945	1,404	1,329	430	13,430	3.5	2.1	19.8	0.8	22
	Vốn hoá	26,346	2024F	30,780	1,869	1,488	595	14,025	4.6	1.9	23.0	1.0	22
	(tỷ đồng)		2025F	28,012	927	(185)	(74)	13,951	(0.6)	(0.2)	(185)	1.0	44
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2021A	6,150	593	534	1,757	14,706	12	8.2	6.4	1.2	13
	GMT	19,900	2022A	8,788	950	883	2,961	16,027	20	12.6	11.1	1.3	8.0
	Thị giá	21,950	2023A	6,386	441	473	1,586	15,062	10	6.0	14.9	1.6	13
	Vốn hoá	7,053	2024F	4,494	27	110	368	13,930	2.6	1.5	57.9	1.6	212
	(tỷ đồng)		2025F	3,639	(125)	(9)	(29)	12,401	(0.2)	(0.1)	(739)	1.8	(46)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

**Bảng 2: Kết quả kinh doanh 2H24F**

(tỷ đồng, %, %p)

	Doanh thu			LNST		
	2H24F	n/n	q/q	2H24F	n/n	q/q
<b>QTP</b>	5,769	8	(16)	297	34	(28)
<b>REE</b>	5,207	29	21	1,782	61	51
<b>POW</b>	15,388	27	0	1,222	145	114
<b>NT2</b>	2,141	6	(9)	100	(14)	355
<b>Danh mục theo dõi của KIS</b>	28,505	21	(1)	3,401	75	56

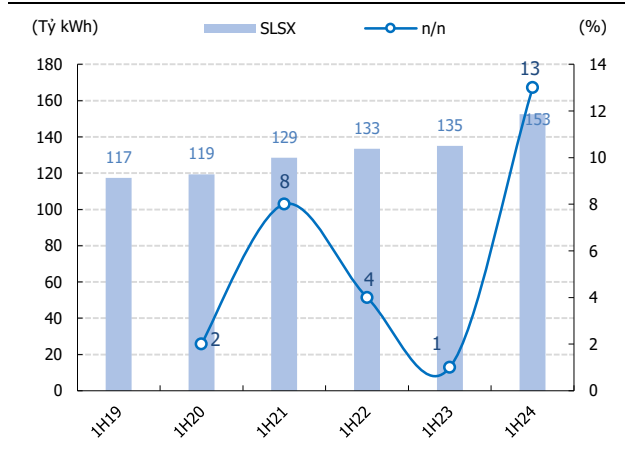
Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

## I. 6T24 – Sản lượng điện tăng nhờ El-Niño diễn ra mạnh mẽ

### 1. 1H24 – Nhu cầu tiêu thụ điện tăng lên tích cực

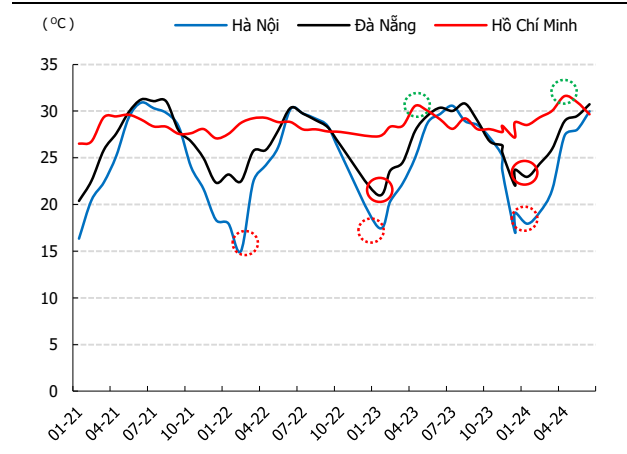
Theo dữ liệu từ EVN, tiêu thụ điện toàn quốc trong 6T24 đạt 153 tỷ kWh, tăng 13% n/n (Biểu đồ 1). Theo quan sát của chúng tôi, động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ (1) nhiệt độ tăng cao do hiện tượng El-Niño diễn biến mạnh mẽ (Biểu đồ 2) và (2) sự phục hồi của nền kinh tế, được thể hiện qua chỉ số PMI (Biểu đồ 3) và sản lượng container thông qua (Biểu đồ 4).

**Biểu đồ 1. Sản lượng điện sản xuất trong 6T24 tăng trưởng khả quan +13% n/n, đạt 153 tỷ kWh**



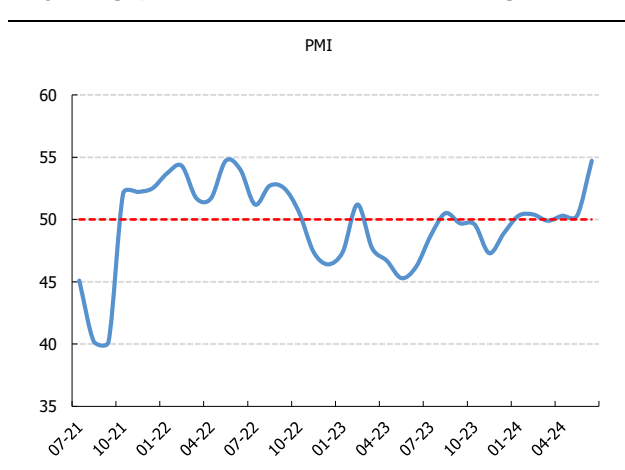
Nguồn: EVN, KISVN

**Biểu đồ 2. ... sự lạc quan có thể đến từ: Nhiệt độ có xu hướng tăng trong 6T24, đặc biệt là khu vực TP. HCM**



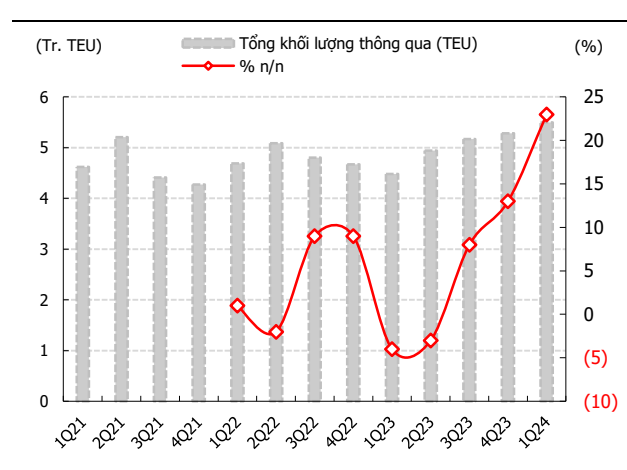
Nguồn: Tổng cục Khí tượng Thủy văn (TCKTTV), KISVN

**Biểu đồ 3. ... cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, có thể thấy thông qua sự cải thiện của chỉ số PMI trong 6T24**



Nguồn: EVN, KISVN  
Ghi chú: PMI: Manufacturing Purchasing Managers' Index

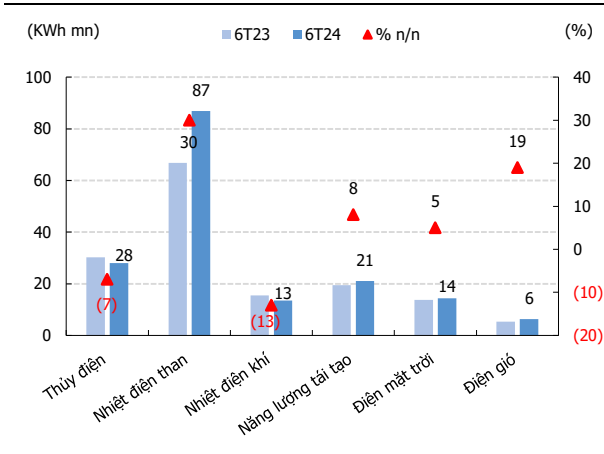
**Biểu đồ 4. ... và sản lượng container thông qua trong 1Q24 cũng ghi nhận có sự cải thiện so với cùng kỳ**



Nguồn: VPA, KISVN

## 2. 6T24 – El-Niño gọi tên nhiệt điện than, trong khi thủy điện bị ảnh hưởng đáng kể

**Biểu đồ 5. Sản lượng nhóm nhiệt điện than cải thiện trong 6T24, trong khi thủy điện giảm 7% n/n**



Nguồn: EVN, KISVN

**Biểu đồ 6. Trong 5T24, hệ số công suất (CF) của các nhà máy nhiệt điện than tăng đáng kể, trong khi nhóm thủy điện ghi nhận sự suy giảm**

	Thủy điện	Nhiệt điện than	- Tuabin khí (Gas + dầu DO)	Nhiệt điện dầu	Điện mặt trời	Điện gió
06-24	56%	65%	41%	0%	41%	25%
05-24	26%	79%	44%	7%	36%	13%
04-24	22%	81%	46%	10%	41%	9%
03-24	16%	74%	44%	0%	36%	34%
02-24	18%	58%	36%	0%	33%	30%
01-24	27%	64%	34%	0%	31%	44%
06-23	28%	70%	48%	3%	35%	17%
05-23	27%	70%	77%	5%	39%	20%
04-23	32%	63%	53%	13%	38%	15%
03-23	28%	60%	51%	0%	39%	28%
02-23	33%	51%	49%	0%	36%	35%
01-23	32%	39%	34%	0%	26%	32%

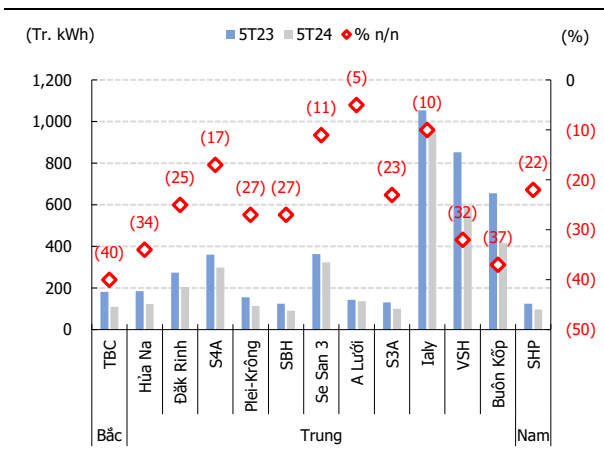
Nguồn: EVN, KISVN

**Tình hình thủy văn bất lợi trong 6T23, do bị ảnh hưởng từ chu kỳ El-Niño**

- **Thủy điện:** Dưới sự hoạt động mạnh mẽ của chu kỳ El-Niño trong 6T24 đã khiến mực nước ở các hồ suy giảm đáng kể. Điều này dẫn đến sản lượng nhóm nhà máy thủy điện trong kỳ chỉ ghi nhận ở mức 28 tỷ kWh (-7% n/n, biểu đồ 5), CF rơi về mức 28%, giảm 7% so với 6T23 (Biểu đồ 6).

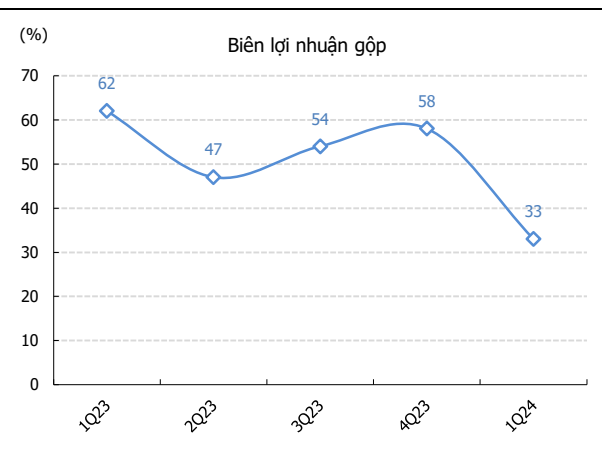
Trong đó, khu vực Nam Trung Bộ có thể chịu tác động nghiêm trọng nhất, với lưu lượng nước về các hồ trung bình ước tính giảm chỉ còn 821 m<sup>3</sup>/giờ, -41% so với cùng kỳ. Số liệu cũng chỉ ra rằng sản lượng điện của các nhà máy ở miền Nam và miền Trung giảm mạnh hơn so với miền Bắc và Tây Nguyên (Biểu đồ 7).

**Biểu đồ 7. Sản lượng của các nhà máy thủy điện đều giảm mạnh trong 6T24**



Nguồn: EVN, KISVN

**Biểu đồ 8. ... hệ số Alpha thay đổi từ 90% lên 98%, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các nhà máy thủy điện**

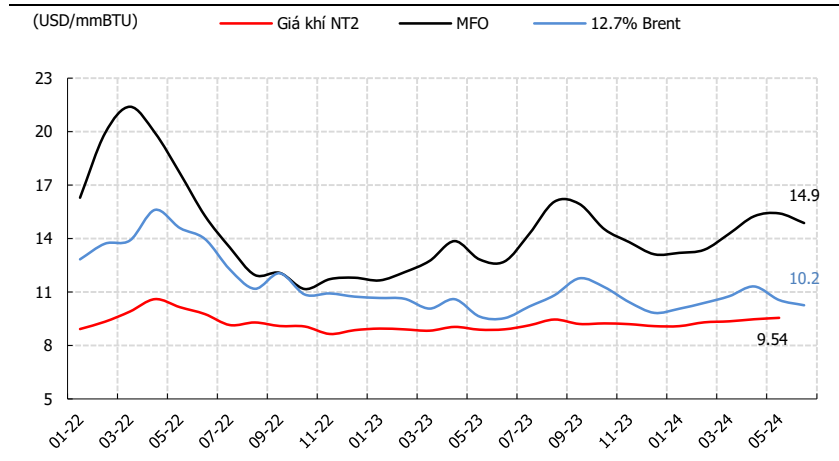


Nguồn: FiinProX, KISVN

Ngoài tác động từ sự suy giảm sản lượng, chúng tôi tin rằng việc EVN tăng sản lượng hợp đồng (Qc) lên 98% (so với 90%

trong 2023) cũng đã ảnh hưởng lên biên lợi nhuận gộp trong 1Q24 và phần còn lại của năm 2024F. Với sản lượng hợp đồng ở mức cao, phần lớn sản lượng đang được bán với giá hợp đồng, thấp hơn nhiều so với giá thị trường điện toàn phần (FMP).

**Biểu đồ 9. Giá khí tự nhiên ở khu vực Đông Nam Bộ vẫn chưa có sự cải thiện**

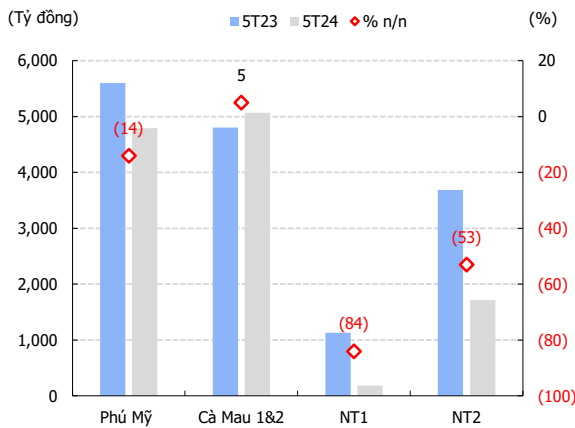


Nguồn: EVN, KISVN

**Sản lượng điện sản xuất đạt 13.5 tỷ kWh (-13% n/n) nhờ công suất điện gió mới được bổ sung vào hệ thống**

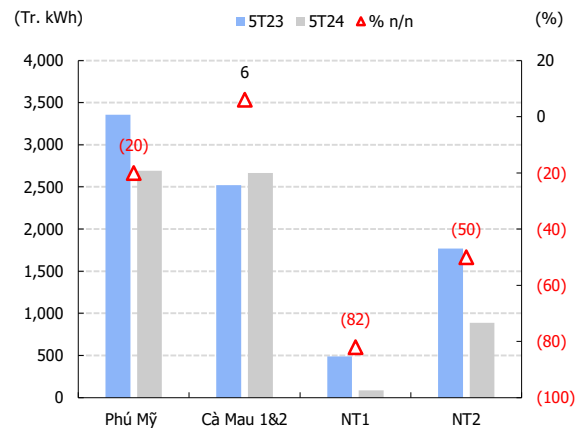
- Nhiệt điện khí:** Trong 6T24, sản lượng điện sản xuất đạt 13.5 tỷ kWh, (-13% n/n, biểu đồ 5). Sự giảm mạnh so với cùng kỳ đến từ việc gia tăng công suất điện gió trong hệ thống (+31% n/n), khiến các nguồn điện có chi phí cao như nhiệt điện khí buộc phải cắt giảm. Ngoài ra, việc giá khí tự nhiên vẫn neo ở mức cao (~9.54 USD/tr.BTU vào cuối tháng 5, biểu đồ 9), cũng là một bất lợi cho các nhà máy nhiệt điện khí trong thị trường điện cạnh tranh.

**Biểu đồ 10. Doanh thu của các nhà máy nhiệt điện khí ghi nhận kết quả tiêu cực, riêng nhiệt điện khí Cà Mau 1&2 tăng nhẹ**



Nguồn: EVN, PGV, POW, KISVN  
Ghi chú: Riêng nhiệt điện Phú Mỹ biểu đồ minh họa số lũy kế 4T

**Biểu đồ 11. Sản lượng nhóm nhiệt điện khí vẫn đang giảm**



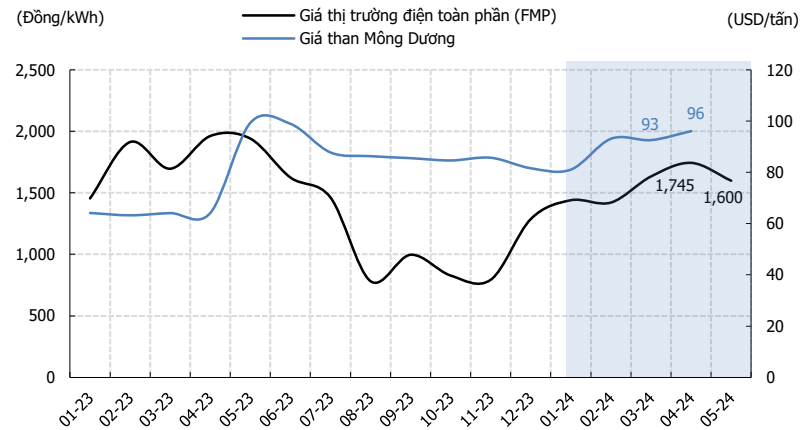
Nguồn: EVN, PGV, POW, KISVN  
Ghi chú: Riêng nhiệt điện Phú Mỹ biểu đồ minh họa số lũy kế 4T

Theo số liệu từ các doanh nghiệp, trong 5T24 sản lượng của nhà máy nhiệt điện khí cũng cho thấy xu hướng suy giảm (Biểu



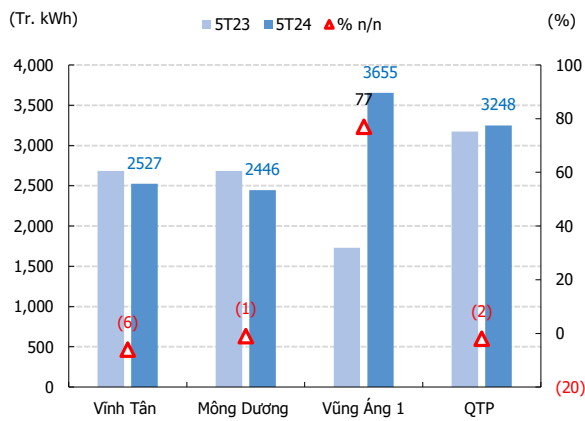
đồ 10), trong đó: Nhơn Trạch 1 (-82% n/n), Nhơn Trạch 2 (-50% n/n) và Phú Mỹ (-20% n/n, theo số liệu lũy kế 4T). Trong bối cảnh này, nhiệt điện khí Cà Mau 1&2 là nhà máy duy nhất ghi nhận sản lượng tăng trưởng so với cùng kỳ, đạt 2,665 triệu kWh (+6% n/n), nhờ vào hợp đồng cam kết với Petronas.

**Biểu đồ 12. Giá than trong 6T24 có sự tăng nhẹ với 91,1 USD/tấn (+20% n/n), tác động đến biên lợi nhuận của các nhóm nhà máy nhiệt điện than**



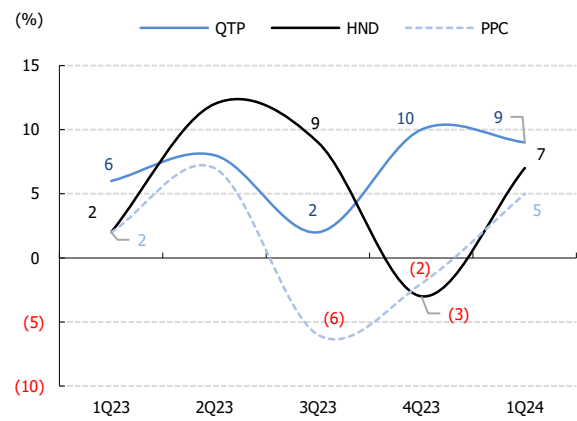
Nguồn: EVN, PGV, KIS Vietnam

**Biểu đồ 13. Nhóm các nhà máy nhiệt điện than được ưu tiên huy động đáng kể, nhờ tình hình El-Niño diễn ra mạnh mẽ trong 6T24**



Nguồn: EVN, PGV, POW, KISVN

**Biểu đồ 14. Biên lợi nhuận gộp của hầu hết các nhà máy nhiệt điện than trong 1Q24 có sự cải thiện so với cùng kỳ**



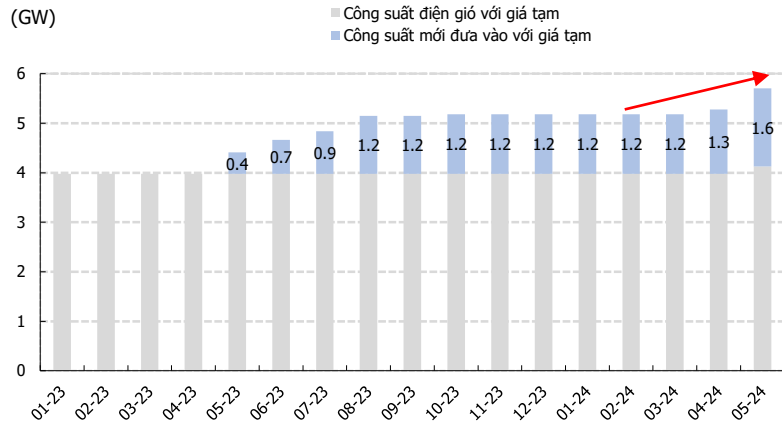
Nguồn: FiinproX, KISVN

**Điều này dẫn đến (CF) trung bình của các nhà máy nhiệt điện than ghi nhận 70%, tăng 18% n/n**

- **Nhiệt điện than:** Ghi nhận sản lượng tăng lên, đạt 86.9 tỷ kWh trong 6T24 (+30% n/n, biểu đồ 5). Hệ số công suất trung bình của các nhà máy nhiệt điện than ghi nhận là 70%, tăng 18% so với cùng kỳ năm trước (Biểu đồ 6). Động lực chính thúc đẩy tăng trưởng đến từ việc bù đắp sản lượng suy giảm của nguồn thủy điện ảnh hưởng bởi El-Niño .
- Ngoài ra, chúng tôi tin rằng sản lượng tăng lên là nguyên nhân chính dẫn đến sự cải thiện biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp, khi diễn biến giá bán (FMP: 1,569 đồng/kWh, -11% n/n)

và giá than đầu vào (giá của TKV: 91 USD/tấn, +20% n/n) đều không khả quan đối với biên lợi nhuận của các nhà máy so với 6T23.

**Biểu đồ 15. Công suất lắp đặt điện gió cuối tháng 5/24 tăng thêm 1.26 GW (+27.4% n/n)**



Nguồn: EVN, PGV, KISVN

**Bảng 3. Danh sách các dự án năng lượng tái tạo được thêm vào hệ thống trong 6T24**

STT	Dự án	MW	Chủ đầu tư
<b>Tổng công suất điện Gió</b>		<b>307</b>	
1	Điện gió Cầu Đất	68	DN chưa niêm yết
2	Điện gió Ia Le 1	53	DN chưa niêm yết
3	Điện gió Hướng Linh 3	30	DN chưa niêm yết
4	Điện gió Ia Pech 2	50	DN chưa niêm yết
5	Điện gió Song An	46	DN chưa niêm yết
6	Điện gió Hòa Đông	30	DN chưa niêm yết
7	Điện gió Lạc Hòa	30	DN chưa niêm yết
<b>Tổng công suất điện Mặt trời</b>		<b>79</b>	
8	+ Điện mặt trời Thiên Tân 1.4	79	DN chưa niêm yết
<b>Tổng công suất</b>		<b>386</b>	

Nguồn: EVN, KISVN

**Sản lượng điện gió ghi nhận là 6.3 tỷ kWh (+19% n/n), do hệ thống vừa được bổ sung 1.6 GW điện gió**

- **Năng lượng tái tạo:** Trong 6T24, sản lượng điện sản xuất đạt 21 tỷ kWh, tăng 8% n/n (Biểu đồ 5). Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi việc gia tăng huy động điện gió, đạt 6.3 tỷ kWh (+19% n/n), và trong 6T24 hệ thống dự kiến bổ sung thêm 1.26 GW điện gió, +27.4% n/n (Biểu đồ 16).

Trong 6T24, EVN đã bổ sung thêm 386 MW năng lượng tái tạo từ dự án điện gió chuyển tiếp (Bảng 3). Tuy nhiên, tất cả dự án đều thuộc sở hữu từ các doanh nghiệp chưa niêm yết.

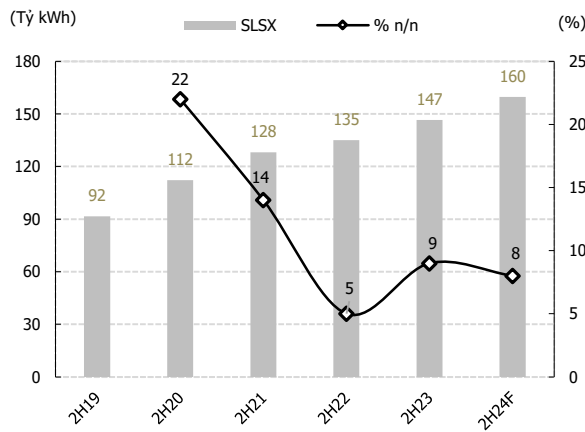
## II. 2H24F – Nhu cầu điện dự báo tiếp tục tăng

### 1. 2H24F – Nhu cầu tiêu thụ điện kỳ vọng tiếp tục tăng

Theo EVN, sản lượng sản xuất trong 2H24 ước tính ở mức 160 tỷ kWh, +8% n/n

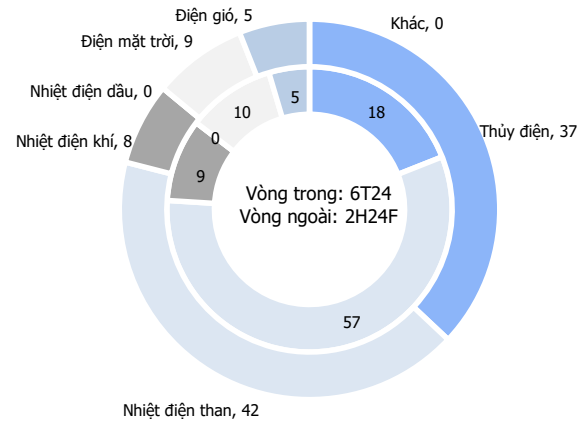
Theo EVN, sản lượng điện sản xuất trong 2H24 ước tính đạt 160 tỷ kWh (+8% n/n, biểu đồ 16). Trong đó, sản lượng các nhà máy thủy điện dự báo sẽ chuyển biến tích cực hơn, nhờ sự chuyển pha từ El-Niño sang Trung tính.

**Biểu đồ 16. Sản lượng tiêu thụ điện trong 2H24F đạt 160 triệu kWh (+8% n/n)**



Nguồn: EVN, KISVN

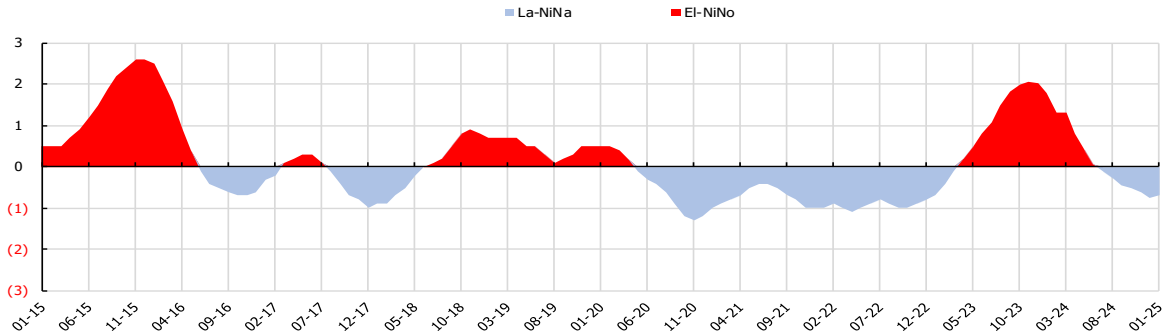
**Biểu đồ 17. Cơ cấu tỷ trọng sản lượng các nguồn điện trong 2H24F, trong đó thủy điện chiếm 37% (+33% n/n)**



Nguồn: EVN, KISVN

2. 2H24F – Điểm sáng cho Thủy điện và điện Gió

**Bảng 4. Tỷ trọng sản lượng thủy điện và điện gió được dự báo tăng trong 2024**



**% Tỷ trọng sản lượng**

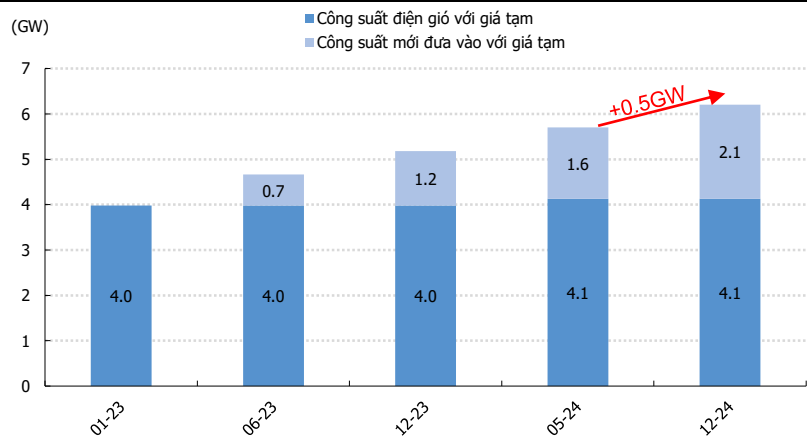
	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	1H23	2H23	1H24	2H24F
Thủy điện	29%	31%	32%	37%	29%	28%	23%	35%	18%	37%
Nhiệt điện than	48%	48%	44%	36%	46%	50%	50%	44%	57%	42%
Nhiệt điện khí	18%	15%	11%	11%	10%	8%	12%	8%	9%	7%
Nhiệt điện dầu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Năng lượng tái tạo	3%	5%	12%	14%	14%	14%	15%	13%	14%	13%
Sinh khối		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Điện gió		0%	1%	3%	4%	5%	4%	4%	4%	6%
Điện mặt trời		5%	11%	10%	9%	9%	10%	9%	9%	8%

**% Hệ số công suất (CF)**

Thủy điện	41%	41%	43%	50%	41%	42%	29%	52%	27%	57%
Nhiệt điện than	66%	63%	54%	44%	56%	61%	58%	53%	69%	53%
Nhiệt điện khí	67%	55%	42%	47%	44%	39%	53%	36%	43%	34%
Nhiệt điện dầu	7%	3%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	2%	0%
Năng lượng tái tạo	23%	12%	18%	20%	20%	21%	20%	20%	21%	21%
Sinh khối		12%	10%	11%	22%	0%	29%	14%	0%	0%
Điện gió		25%	17%	25%	28%	29%	24%	32%	25%	33%
Điện mặt trời		11%	19%	18%	18%	18%	19%	17%	20%	17%

Nguồn: NOAA, EVN, KISVN

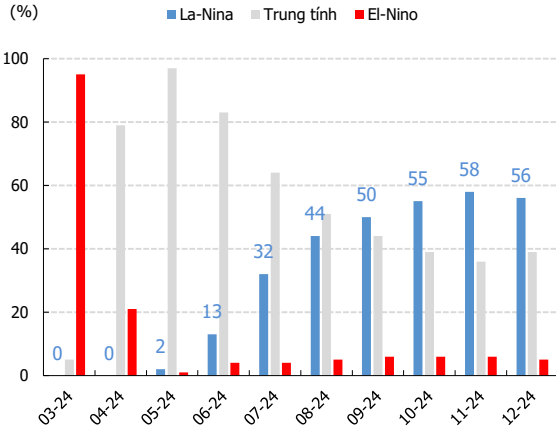
**Biểu đồ 18. Hệ thống dự kiến bổ sung 2,100 MW (+32% n/n) công suất điện gió trong 2H24F**



Nguồn: EVN, KISVN

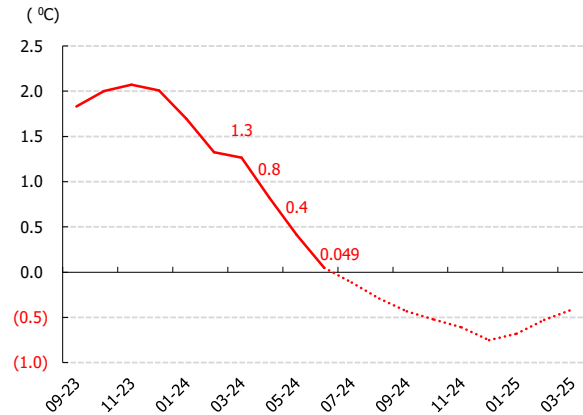
- Năng lượng tái tạo:** Theo phân tích của chúng tôi, trong 2H24F sản lượng điện năng lượng tái tạo ước tính đạt ~21.3 tỷ kWh, (+14% n/n), chiếm 13% sản lượng hệ thống. Trên cơ sở kỳ vọng bổ sung thêm 0.4 - 0.5GW (+73% n/n) từ các dự án điện gió chuyển tiếp.

**Biểu đồ 19. Chu kỳ El-Niño dự báo suy yếu vào tháng 5, khả năng sẽ chuyển sang trung tính vào đầu tháng 7**



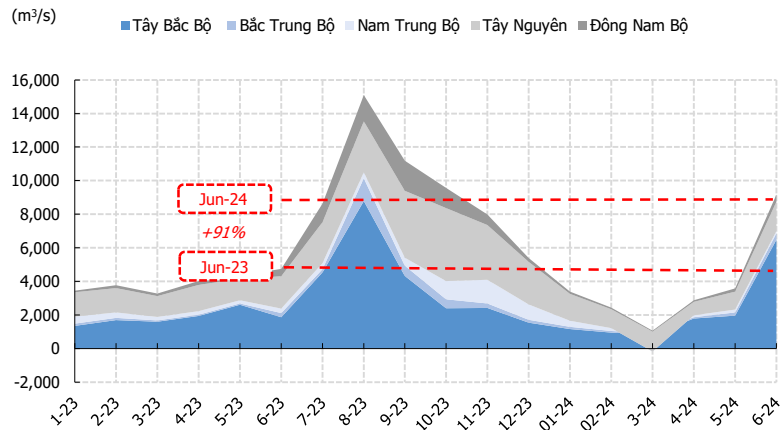
Nguồn: NOAA, KISVN

**Biểu đồ 20. Nhiệt độ vùng 3.4 có xu hướng giảm dần vào 2H24F**



Nguồn: NOAA, KISVN

**Biểu đồ 21. Lưu lượng nước tại các hồ thủy điện đã bắt đầu có sự cải thiện, với tổng lưu lượng tháng 6 đạt 9,868 m³/giây (+91% n/n)**



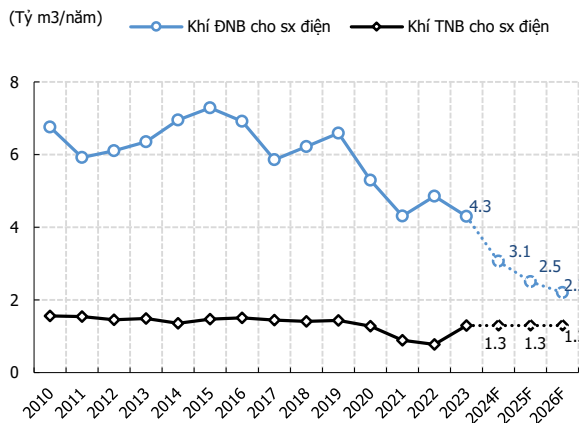
Nguồn: EVN, KISVN

**CF nhóm thủy điện kỳ vọng đạt 57%, tăng 10% so với mức 52% được ghi nhận trong 2H23**

- Thủy điện:** Trong 2H24, chúng tôi ước tính sản lượng của các nhà máy thủy điện đạt 58.9 tỷ kWh, (+16% n/n), chiếm 37% sản lượng trên toàn hệ thống. Bên cạnh, hệ số công suất (CF) kỳ vọng ở mức 57%, tăng 5% so với mức 52% được ghi nhận trong 2H23 (Bảng 1), dựa trên các cơ sở:
  - Theo dữ liệu từ NOAA, chu kỳ El-Niño chính thức kết thúc vào đầu tháng 6 và chuyển sang trung tính trong 2H24F. Điều này, kỳ vọng sẽ tạo ra môi trường thuận lợi hơn cho các nhà máy thủy điện trong 2H24F.

- Bên cạnh đó, tổng lưu lượng nước chảy về hồ chứa tại các đập thủy điện ở thời điểm cuối tháng 6 đạt 9,068 m<sup>3</sup>/giờ, tăng 91% cho thấy sự cải thiện mạnh mẽ, (Biểu đồ 21). Cùng với, (CF) của thủy điện trong tháng 6 cũng đã ghi nhận mức tăng đáng kể, đạt 56% (+100% n/n). Các bằng chứng trên cho thấy, tình hình thủy văn trong nước đã bắt đầu cải thiện.
- Theo dữ liệu lịch sử, trong năm đầu tiên của giai đoạn chuyển tiếp từ El-Niño sang Trung tính, hệ số công suất (CF) của các nhà máy thủy điện thường chỉ cải thiện ở mức thấp, khoảng 1-2%. Đây cũng là một trong những cơ sở để chúng tôi đưa ra kỳ vọng con số CF trung bình trong 2H24F.

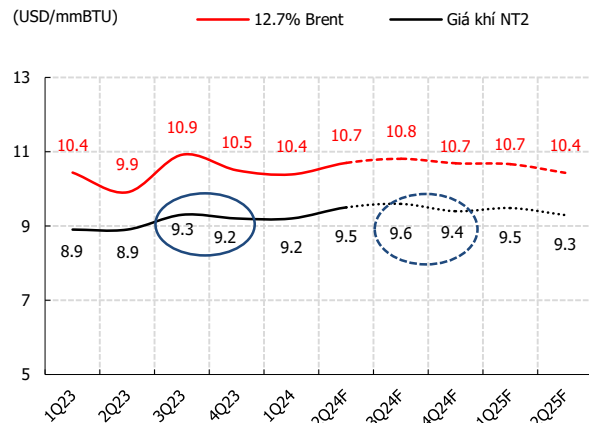
**Biểu đồ 22. Sản lượng khí tự nhiên khu vực Đông Nam Bộ khả năng dự báo giảm dần trong các năm tiếp theo**



Nguồn: PGV, KISVN  
Ghi chú: Trên đây là nguồn cung khí cung cấp cho sản xuất điện

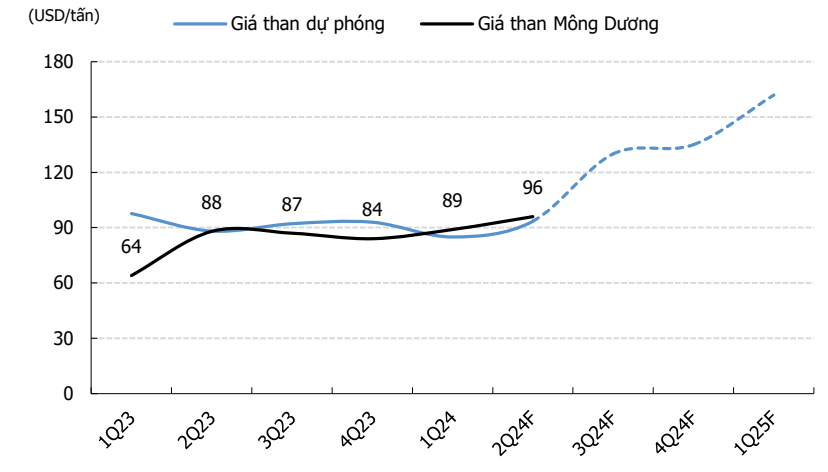
**Giá khí tự nhiên dự báo sẽ tiếp tục neo ở mức cao, do suy giảm nguồn cung khí trong nước và diễn biến tăng nhẹ giá khí thế giới**

**Biểu đồ 23. Theo dữ liệu từ Bloomberg, giá khí tự nhiên dự báo tăng nhẹ trong 2H24F**



Nguồn: Bloomberg, KISVN

- **Nhiệt điện khí:** Chúng tôi dự đoán rằng 2H24F sẽ là quý khó khăn cho các nhà máy nhiệt điện khí bởi:
  - Theo dữ liệu từ NOAA, pha Trung tính sẽ chính thức quay trở lại vào đầu tháng 7. Từ đó, tình hình thủy văn trong nước dự kiến sẽ bắt đầu có sự cải thiện.
  - Giá khí tự nhiên dự báo vẫn sẽ neo ở mức cao do nguồn cung khí tự nhiên trong nước đang có dấu hiệu suy giảm, và giá khí thế giới được dự báo tăng nhẹ trong nửa cuối 2024 (Biểu đồ 23).
  - Theo phương án 4A của EVN, sản lượng huy động từ các nhà máy nhiệt điện khí trong 2H24F ghi nhận đạt 10.8 tỷ kWh, giảm 13% so với 2023 (Bảng 1). Kết quả, hệ số công suất (CF) của nhóm nhiệt điện khí trong 2H24F ước đạt 34%, giảm 2% so với 6T24.

**Biểu đồ 24. Giá than dự báo tăng trong nửa cuối năm 2024, +15% n/n**

Nguồn: Bloomberg, EVN, PGV, KISVN

**Tỷ trọng sản lượng nhiệt điện than ước tính giảm từ 44% xuống 42% (-5% n/n)**

- **Nhiệt điện than:** Theo phân tích của chúng tôi, trong 2H24F, tỷ trọng sản lượng của các nhà máy nhiệt điện than ước tính giảm từ 44% xuống 42% (-5% n/n, bảng 1) khi:
  - EVN ưu tiên huy động các nhà máy thủy điện nhờ sự cải thiện tình hình thủy văn trong nửa cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính hệ số (CF trung bình) các nhà máy nhiệt điện than trong 2H24F duy trì ở mức 53%, không có thay đổi so với cùng kỳ, nhờ nhu cầu điện cả nước vẫn tăng trưởng khả quan (+8% n/n) trong nửa cuối năm
  - Về giá than, dự báo có thể sẽ tăng nhẹ cho đến 1Q25F. Điều này khả năng sẽ tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp của các nhà máy trong 2H24F.

**Tỷ trọng sản lượng nhiệt điện than ước tính giảm từ 44% xuống 42% (-5% n/n)**

**Thách thức từ việc hoàn thiện chính sách cho các dự án điện gió mới**

### III. Rủi ro cần cân nhắc

Trong ngắn hạn – 2H24F, động lực cải thiện hệ số huy động của các nhà máy thủy điện phần lớn dựa vào diễn biến chủ chu kỳ EN-SO. Vì vậy, đây sẽ là rủi ro trọng yếu hàng đầu cần được theo dõi thường xuyên để đưa ra những thông tin cập nhật chính xác hơn về hoạt động của các công ty ngành điện. Bên cạnh đó, việc đảm bảo sự ổn định của hệ thống nguồn cung cấp khí tự nhiên cũng là yếu tố quyết định quan trọng trong hoạt động của các công ty nhiệt điện khí.

Trong 2024 – 25F, tăng trưởng các nguồn điện gió được dự báo sẽ ở mức cao. Tuy nhiên, việc thúc đẩy vận hành các dự án điện gió phụ thuộc rất lớn vào quan điểm của Chính phủ và Bộ Công Thương trong việc hoàn thiện chính sách hỗ trợ phát triển nguồn năng lượng. Đặc biệt, chính sách cơ chế giá nhằm khuyến khích sự tham gia của các tổ chức kinh tế tư nhân.



## Phân tích công ty

---

CTCP Cơ điện lạnh REE	REE
Nhiệt điện than Quảng Ninh	QTP
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam	POW
Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2

---

## CTCP Cơ điện lạnh REE (REE)

**KHÔNG XẾP HẠNG**

Giá cp (16/07, đồng)	71,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	34,122
SLCP lưu hành (triệu)	470
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	72,600/44,585
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	65
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	26.5/49.1
Cổ đông lớn (%)	
Platinum Victory Pte.Ltd	34.85
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.82

Yr to	DT	LNHD	LNST	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
Dec	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2021A	5,810	1,854	2,135	5,960	4	42,901	6.4	1.2	8.2	15.0	1.4
2022A	9,372	3,663	3,515	7,527	26	43,507	11.1	1.3	10.7	18.7	1.3
2023F	8,570	2,954	2,787	5,322	(29)	42,269	8.3	1.3	8.1	13.3	1.2
2024F	9,509	2,725	2,879	7,001	37	48,407	11.7	1.7	8.3	15.5	1.1
2025F	8,600	3,413	3,720	9,047	24	56,363	9.1	1.5	10.8	17.3	1.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

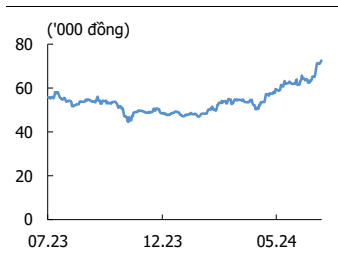
Ghi chú: LNST và EPS bị ảnh hưởng bởi quyền kiểm soát

### Động lực tăng trưởng từ dự án Etown 6 và nhà ở ở Bồ Xuyên – Thái Bình

#### Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	18.0	52.6	28.5
Tương đối với VNI	17.1	40.7	16.0

#### Xu hướng giá cổ phiếu



Source: Bloomberg

**1Q24 giảm đáng kể:** Trong 1Q24, REE ghi nhận doanh thu giảm mạnh đạt 1,837 tỷ đồng (-22% n/n) và LNST đạt 549 tỷ đồng (-48% n/n). Nguyên nhân chủ yếu đến từ mảng năng lượng, chứng kiến mức tăng trưởng âm trong cả doanh thu và LNST do sự ảnh hưởng từ chu kỳ El-Niño diễn ra mạnh mẽ trong 1Q24. Ngoài ra, các mảng kinh doanh của REE phần lớn đều giảm so với 1Q23.

**Bảng 5. Dự phóng kết quả kinh doanh của REE trong 2H24**

(tỷ đồng, %)

	2H23	1H24F	2H24F		2024F		Đồng thuận thị trường	
			n/n	q/q	n/n	2H24F	2024F	
<b>Doanh thu</b>	<b>4,027</b>	<b>4,302</b>	<b>5,207</b>	<b>29</b>	<b>21</b>	<b>9,509</b>	<b>11</b>	<b>9,421</b>
Điện & Nước	2,172	2,130	2,532	17	19	4,662	(4)	-
Cơ điện lạnh	1,344	1,526	1,623	21	6	3,148	18	-
Bất động sản	515	651	1,052	104	62	1,703	62	-
<b>LNST</b>	<b>1,109</b>	<b>1,179</b>	<b>1,782</b>	<b>61</b>	<b>51</b>	<b>3,061</b>	<b>10</b>	<b>3,246</b>

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

**Kết quả kinh doanh phục hồi trong 2H24F:** Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của REE có thể phục hồi mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2024 với doanh thu ước đạt 5,207 tỷ đồng (+29% n/n) và LNST dự kiến đạt 1,782 tỷ đồng (+61% n/n) do:

- **Mảng Năng lượng:** Kỳ vọng chuyển biến tích cực so với cùng kỳ nhờ sự cải thiện tình hình thủy văn, khi pha trung tính sẽ chính thức quay lại trong đầu tháng 7.
- **Mảng Cơ điện lạnh:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu đạt mức 1,623 tỷ đồng, tăng 21% n/n trong 2H24F. Dựa trên cơ sở khả quan giá trị hợp đồng kỳ mới đạt 3,200 tỷ đồng (+10% n/n) cho cả năm 2024F.
- **Mảng Bất Động Sản:** Kỳ vọng từ dự án văn phòng cho thuê – Etown 6 dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ 24/04 và sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 3Q24F, tỷ lệ lấp đầy ước đạt 75% vào cuối 2024. Đồng thời, khu nhà ở thương mại Bồ Xuyên-Thái Bình giai đoạn 1 ước tính sẽ mang lại 900 tỷ đồng doanh thu và 300 tỷ đồng LNST trong 2H24F.

Trong 2024F, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của REE lần lượt đạt mức 9,509 tỷ đồng (+11% n/n) và 3,002 tỷ đồng (+10% n/n).

**Định giá:** REE hiện đang giao dịch ở mức 16,1 P/E. Theo Bloomberg giá mục tiêu hiện tại là 74,600 đồng, cao hơn 5% so với giá thị trường hiện tại.

**Rủi ro:** (1) Phụ thuộc khá nhiều vào diễn biến tình hình thủy văn trong nước. Bên cạnh đó, (2) thách thức từ các dự án điện gió ngoài khơi vẫn đang trong diện nằm chờ khi đang chờ phê duyệt chính sách.

## Nhiệt điện than Quảng Ninh (QTP)

MUA (Duy trì), GMT 23,400 đồng

		Yr to	DT	LNHD	LNST	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
		Dec	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Giá cp (11/07, đồng)	16,700	2021A	8,571	734	578	1,168	(47)	13,712	6.4	1.2	6.0	9.4	7.9
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,515	2022A	10,417	968	764	1,405	20	13,694	11.1	1.3	9.0	12.4	11.5
SLCP lưu hành (triệu)	450	2023F	12,058	703	612	1,125	(20)	11,761	10.9	1.3	7.9	10.7	10.1
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	17,500/12,590	2024F	12,622	794	746	1,371	22	11,632	10.1	1.4	10.3	14.2	9.0
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	7	2025F	12,293	479	477	876	(36)	11,008	15.8	1.5	6.9	9.4	9.0
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	88.4/1.3												
Cổ đông lớn (%)													
EVN Genco1	42.0												
PPC	16.3												

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: LNST và EPS bị ảnh hưởng bởi quyền kiểm soát

### Tăng trưởng từ kỳ vọng hoàn trả gần hết các khoản nợ vay

**LNST 1Q24 tăng trưởng đáng kể:** QTP ghi nhận doanh thu đạt 3,009 tỷ đồng (+1% n/n) nhờ tăng trưởng sản lượng đáng kể với mức 7% n/n, đạt 1,796 triệu kWh. Do A0 phải ưu tiên gia tăng huy động từ các nhà máy nhiệt điện than để bù đắp thiếu hụt công suất của nhóm nhà máy thủy điện. Ngoài ra, trong 1Q24, nhờ hưởng lợi từ giá than hạ nhiệt (-41% n/n) nhanh hơn giá FMP (-11% n/n). Từ đó dẫn đến LNST của QTP đạt 226.5 tỷ đồng (+57% n/n).

**Bảng 6. Dự phóng kết quả kinh doanh của QTP trong 2H24**

(tỷ đồng, %)

	2H23	1H24F	2H24F		2024F		Đồng thuận thị trường		
			n/n	q/q	yoy	2H24F	2024F		
Doanh thu	5,354	6,852	5,769	8	(16)	12,622	5	-	11,940
GP	341	521	387	13	(26)	907	11	-	-
EBT	234	457	297	27	(35)	753	16	-	-
LNST	222	411	297	34	(28)	708	15	-	803

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

**2H24F – Tăng trưởng tích cực nhờ kỳ vọng từ nhu cầu tiêu thụ điện cả nước tiếp tục tăng:** Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST lần lượt ở mức 5,769 tỷ đồng (+8% n/n) và 297 tỷ đồng (+34% n/n):

- Chúng tôi dự phóng sản lượng điện sản xuất của QTP trong 2H24F đạt 3,575 triệu kWh (+7% n/n), theo tính toán từ phương án 4A của EVN. Cùng với đó, EVN ước tính nhu cầu tăng trưởng trong 2H24 đạt +8% n/n, trong khi chúng tôi cho rằng mức tăng của các nhà máy thủy điện trong 2H24F vẫn chưa thể bù đắp được tổng nhu cầu tăng thêm này.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện trong 2H24F: Với chi phí khấu hao của QTP kỳ vọng giảm mạnh xuống khoảng 304 tỷ đồng, giảm 30% so với con số được ghi nhận trong 2H23. Cùng với hiệu quả đòn bẩy hoạt động của doanh nghiệp, là những yếu tố tích cực khiến chúng tôi kỳ vọng rằng QTP sẽ duy trì biên lợi nhuận gộp khá quan trọng 2H24F.

Trong 2024F, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của QTP lần lượt đạt 12,622 tỷ đồng (+5% n/n) và 708 tỷ đồng (+15% n/n).

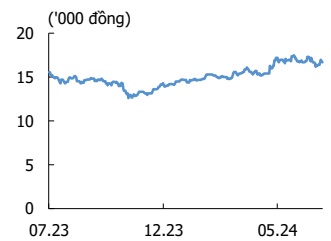
**Định giá:** Chúng tôi vẫn giữ khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **QTP (GMT: 23,400 đồng; +40%)** trong ngắn, trung và dài hạn, dựa trên những triển vọng tích cực của doanh nghiệp trong 2024F.

**Rủi ro:** (1) Hạn chế từ nguồn cung than trong nước do TKV dự kiến sẽ giảm dần và phụ thuộc nhiều hơn vào lượng than nhập khẩu. Thách thức này khiến

### Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(0.6)	13.6	7.4
Tương đối với VNI	(0.9)	2.0	(6.4)

### Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

nhiều doanh nghiệp phải đối mặt với chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao. Ngoài ra (2) ảnh hưởng từ sự thay đổi tình hình thủy văn cũng tác động đáng kể đến các doanh nghiệp nhiệt điện.

## TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)

NĂM GIỮ (Duy trì)

		Yr to	DT	LNHD	LNST	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
		(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(tỷ đồng)
Giá cp (11/07, đồng)	15,250	2021A	24,561	2,400	2,052	746	(9)	12,229	6.4	1.2	3.8	6.3	-
Vốn hóa (tỷ đồng)	35,714	2022A	28,224	2,859	2,553	824	10	13,031	11.1	1.3	4.6	7.0	-
SLCP lưu hành (triệu)	2,342	2023F	27,945	1,404	1,329	430	(48)	13,430	19.8	0.8	2.1	3.5	-
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	15,300/10,450	2024F	30,780	1,869	1,488	595	(78)	14,025	23.0	1.0	1.9	4.6	-
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	126	2025F	28,012	927	(185)	(74)	(66)	13,951	(185.0)	1.0	(0.2)	(0.6)	-
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	20.0/4.0												
Cổ đông lớn (%)													
PVN	79.94												
PYN Elite Fund	2.51												

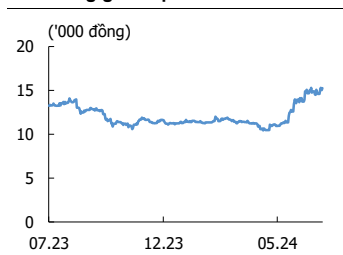
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Note: LNST và EPS bị ảnh hưởng bởi quyền kiểm soát

### Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	6.7	29.6	14.0
Tương đối với VNI	6.6	18.2	0.4

### Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

### Kỳ vọng tăng trưởng nhờ nhu cầu tiêu thụ điện gia tăng

**1Q24 – LNST sụt giảm.** Trong 1Q24, POW ghi nhận doanh thu đạt 6,243 tỷ đồng, giảm 16% n/n, và LNST đạt mức 216.2 tỷ đồng (-67% n/n). Nguyên nhân chủ yếu bị tác động do NT1&2 ghi nhận mức sản lượng huy động thấp với mức 7 triệu kWh (-99% n/n) và 246 triệu kWh (-89% n/n), gây ảnh hưởng đáng kể lên hiệu quả hoạt động của tổng công ty. Ngoài ra, POW còn phải đối mặt với nhiều thách thức khi giá khí tự nhiên vẫn neo ở mức cao, cùng với chu kỳ El-Niño diễn ra mạnh mẽ.

**Bảng 7. Dự phóng kết quả kinh doanh của POW trong 2H24**

(tỷ đồng, %)

	2H23	1H24F	2H24F		2024F		Đồng thuận thị trường	
			n/n	q/q	yoy	2H24F	2024F	
Doanh thu	12,091	15,391	15,388	27	-	30,780	10	30,837
GP	1,035	1,000	1,727	67	73	2,727	25	-
EBT	530	734	1,286	143	75	2,020	(38)	-
<b>LNST</b>	<b>498</b>	<b>571</b>	<b>1,222</b>	<b>145</b>	<b>114</b>	<b>1,793</b>	<b>35</b>	<b>1,071</b>

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

**2H24F – Tăng trưởng tích cực từ mức nền thấp:** Doanh thu và LNST được dự báo lần lượt là 15,388 tỷ đồng (+27% n/n) và 1,222 tỷ đồng (+145% n/n) trong 2H24F. Động lực tăng trưởng đến từ:

- Thủy điện:** Chúng tôi kỳ vọng sản lượng từ các nhà máy thủy điện của POW tăng, do chu kỳ trung tính sẽ chính thức quay lại vào đầu tháng 7. Ngoài ra, lưu lượng nước tại các hồ chứa thủy điện trong tháng 6 đã bắt đầu có sự cải thiện (+91% n/n), và dự kiến sẽ tiếp tục tăng tích cực trong 2H24F.
- Nhiệt điện:** Theo phương án 4A, để đảm bảo nhu cầu tiêu thụ điện tiếp tục tăng trong 2H24F, chúng tôi dự phóng sản lượng từ các nhà máy nhiệt điện của POW dự kiến sẽ tiếp tục tăng. Điều đó có thể được thấy thông qua sản lượng đóng góp từ hai nhà máy nhiệt điện khí Cà Mau 1&2 và nhiệt điện than Vũng Áng trong 2H24F, ghi nhận lần lượt 3,152 triệu kWh (+47% n/n) và 3,844 triệu kWh (+57% n/n).
- Đồng thời,** LNST cải thiện chủ yếu đóng góp bởi sản lượng tăng đáng kể từ hai nhà máy nhiệt điện khí Cà Mau 1&2 (+47% n/n) và nhiệt điện

than Vũng Áng (+57% n/n). Từ đó, khả năng cải thiện tích cực biên lợi nhuận gộp của POW trong 2H24F.

*Trong 2024F*, doanh thu và LNST dự kiến lần lượt đạt 30,780 tỷ đồng (+10% n/n) và 1,793 tỷ đồng (+35% n/n).

**Định giá:** Từ những phân tích trên, chúng tôi nhận thấy KQKD của POW sẽ có nhiều chuyển biến tích cực trong ngắn hạn (2H24F). Đồng thời, chúng tôi cũng tin tưởng vào triển vọng khả quan của doanh nghiệp trong trung và dài hạn, vì POW đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì sự ổn định của hệ thống điện, cùng với triển vọng từ hiệu quả đi vào hoạt động của 2 nhà máy LNG NT3 & NT4. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với POW khi giá thị trường hiện tại đã về mức mục tiêu **15,100 đồng/CP**.

**Rủi ro:** (1) Thách thức từ thay đổi tình hình thủy văn. Ngoài ra, (2) giá khí tự nhiên và than đá vẫn là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp.

## Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)

NĂM GIỮ (Duy trì)

		Yr to	DT	LNHD	LNST	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
		(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(tỷ đồng)
Giá cp (11/07, đồng)	22,150	2021A	6,150	593	534	1,757	(16)	14,706	6.4	1.2	8.2	12.5	6.3
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,376	2022A	8,788	950	883	2,961	69	16,027	11.1	1.3	12.6	20.0	8.7
SLCP lưu hành (triệu)	288	2023F	6,386	441	473	1,586	(46)	15,062	14.9	1.6	6.0	10.6	6.1
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	28,952/21,050	2024F	4,494	27	110	368	(77)	13,930	57.9	1.6	1.5	2.6	6.8
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	22	2025F	3,639	(125)	(9)	(29)	-	12,401	(739.1)	1.8	(0.1)	(0.2)	6.8
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	32.3/12.9												
Cổ đông lớn (%)													
POW	59.37												
CT TNHH Phát triển Công nghệ	8.27												

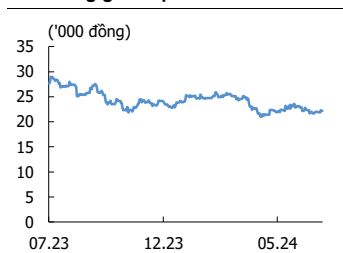
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Note: LNST và EPS bị ảnh hưởng bởi quyền kiểm soát

### Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(3.3)	(12.4)	(20.4)
Tương đối với VNI	(3.6)	(24.1)	(34.2)

### Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

### Triển vọng kém khả quan do hạn chế từ nguồn cung khí tự nhiên

**1Q24 - Doanh thu và LNST giảm mạnh:** Trong 1Q24, doanh thu của NT2 ghi nhận giảm mạnh 88% n/n, đạt 262 tỷ đồng. Trong đó sản lượng 1Q24 chỉ đạt 151 triệu kWh (-62% q/q và -86% n/n) và giá bán bình quân giảm mạnh xuống còn 1,620 đồng mỗi kWh (-64% q/q và -22% n/n). Nguyên nhân chủ yếu đến từ (1) giá khí tự nhiên vẫn neo ở mức cao, trong khi giá than đã có sự hạ nhiệt. Đồng thời, (2) hệ thống vừa bổ sung thêm 1.6 GW công suất điện gió.

Kết quả cho thấy, lợi nhuận gộp và LNST được ghi nhận lần lượt là 225 tỷ đồng (-190% n/n) và 158 tỷ đồng (-168% n/n).

**Bảng 8. Dự phóng kết quả kinh doanh của NT2 trong 2H24**

(tỷ đồng, %)

	2H23	1H24F	2H24F		2024F		Đồng thuận thị trường		
			n/n	q/q	yoy	2H24F	2024F		
Doanh thu	2,017	2,353	2,141	6	(9)	4,494	(30)	-	4,690
GP	95	(3)	83	(13)		80	(84)	-	-
EBT	172	61	106	(38)	74	166	(75)	-	-
LNST	116	22	100	(14)	355	122	(75)	-	(114)

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

### 2H24F – Áp lực từ nguồn công suất điện gió và giá khí neo mức cao:

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu trong 2H24F sẽ có sự cải thiện nhẹ, đạt 2,141 tỷ đồng (+6% n/n), trong đó sản lượng ước tính tăng 17% n/n, dựa trên nhu cầu tiêu thụ cả nước ước tính tăng trưởng 8% n/n trong 2H24F, theo tính toán từ phương án 4A của EVN.

Tuy nhiên, chúng tôi ước tính LNST có thể ghi nhận là 100 tỷ đồng (-14% n/n) chủ yếu do giá thị trường điện toàn phần (FMP), dự kiến sẽ giảm mạnh trong khi trong khi giá khí tự nhiên được dự báo tăng nhẹ trong 2H24F. Những bất lợi này tạo áp lực đáng kể lên biên lợi nhuận gộp của NT2.

Trong 2024F, doanh thu và LNST có thể ghi nhận lần lượt là 4,494 tỷ đồng (-30% n/n) và 122 tỷ đồng (-75% n/n).

**Định giá:** Chúng tôi ước tính 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 duy trì quan điểm **NĂM GIỮ** đối với **NT2** (GMT: 19,900 đồng) trong 2H24F.

**Rủi ro:** (1) Thách thức từ giá khí tự nhiên duy trì ở mức cao ở khu vực Đông Nam Bộ. Ngoài ra, (2) áp lực từ nguồn cung khí tự nhiên đang dần cạn kiệt ở khu vực Đông Nam Bộ ngày càng gia tăng. Hơn nữa, (3) việc tăng công suất điện gió trong hệ thống cũng là yếu tố bất lợi ảnh hưởng đến hệ số công suất của 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 các 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 23/12/2020.

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

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 23/12/2020.

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 © 2020 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.