

Ngành Điện

Dự phóng 3Q24F: Sự trở lại của Thủy điện

3Q24E – Thủy điện được huy động mạnh mẽ

Theo dữ liệu từ EVN, sản lượng điện tiêu thụ trong 3Q24E ước tính đạt 81 tỷ kWh (+9% n/n). Sự phục hồi của nền kinh tế, một phần thể hiện qua các chỉ số PMI và giá trị xuất nhập khẩu, được xem là động lực cho sự tăng trưởng khả quan của sản lượng tiêu thụ điện trong kỳ.

Trong 3Q24E, chúng tôi ước tính sản lượng thủy điện đạt 37 tỷ kWh, chiếm 45% hệ thống điện (+22% n/n). Trong đó, hệ số công suất (CF) ước đạt 75%, tăng 47% n/n so với mức 51% được ghi nhận trong 3Q24E. Nguyên nhân chính do sự ảnh hưởng của bão Yagi và sự chuyển pha sang chu kỳ La-Niña. Nhóm NLTT cũng ghi nhận tăng trưởng sản lượng tích cực, đạt mức 10 tỷ kWh (+13% n/n), chiếm 12% tỷ trọng hệ thống điện.

Ở chiều hướng ngược lại, nhóm nhiệt điện than đã có một quý chậm lại trong 3Q24, khi giảm 7% n/n về sản lượng, đạt 29 tỷ kWh. Kém khả quan, nhóm nhà máy điện khí ghi nhận giảm đáng kể sản lượng về mức 4.1 tỷ kWh (-29% n/n).

DPPA – Hướng đi mới cho các dự án năng lượng tái tạo

Cơ chế mua bán Điện trực tiếp (DPPA) - Nghị định 80/2024/NĐ-CP, đã có hiệu lực từ ngày 03/07/2024, giữa các đơn vị phát điện năng lượng tái tạo và các khách hàng tiêu thụ điện lớn. Điểm mới của nghị định này, cung cấp nhiều lợi ích cho các nhà đầu tư phát triển các dự án năng lượng tái tạo mới.

- Thúc đẩy thị trường hóa mạnh mẽ hơn giữa người mua và người bán. Thay vì so với trước đây, EVN đóng vai trò là người mua duy nhất.
- Người bán và người mua có thể tự do đàm phán về sản lượng và giá bán. Điều này đảm bảo hơn về tính hiệu quả và giảm thiểu rủi ro cho các dự án mới.

Trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng các dự án NLTT nằm gần các khu công nghiệp sẽ có nhiều lợi thế, khi chúng không tác động nhiều đến hệ thống truyền tải và lưới điện. Đồng thời, các nhà đầu tư có mối quan hệ tốt với các khu công nghiệp cũng đang có lợi thế khá lớn. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi nhận thấy vẫn còn nhiều vấn đề cần cải thiện để NLTT phát triển bền vững hơn.

Khuyến nghị

Chúng tôi vẫn khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **QTP (23.400 VND, +64%)** trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá thị trường có thể biến động ngược lại trong ngắn hạn khi KQKD dự kiến kém khả quan trong 3Q24F.

Bên cạnh, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ** cho **POW** và **NT2**. Thêm vào đó, chúng tôi cũng đánh giá cao KQKD của REE trong 3Q24F nhờ những động lực đến từ (1) mảng thủy điện hưởng lợi từ chuyển pha của chu kỳ El-Nino sang La-Niña, và (2) ghi nhận tăng trưởng từ dự án Etown 6 và nhà ở Bồ Xuyên - Thái Bình sẽ hỗ trợ tích cực cho NPAT trong 2H24F.

TRUNG LẬP (Duy trì)

Công ty	K/N	GMT (đồng)
QTP	MUA	23,400
REE	KHÔNG XẾP HẠNG	
POW	NẮM GIỮ	
NT2	NẮM GIỮ	

Phòng Phân Tích

researchdept@kisvn.vn

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	BUY	2022A	10,417	968	764	1,405	13,694	12.4	9.0	11.1	1.3	6.3
	GMT (đồng)	23,400	2023A	12,058	703	612	1,125	11,761	10.7	7.9	10.9	1.3	9.7
	Vốn hóa (Tỷ đồng)	14,100	2024F	11,889	294	242	444	10,705	4.8	3.5	26.5	1.3	22.2
		7,065	2025F	11,741	737	661	1,215	10,420	13.9	10.5	9.7	1.4	8.9
			2026F	11,741	864	788	1,449	10,370	16.8	13.0	8.1	1.4	7.6
CTCP Cơ điện lạnh (REE)	Khuyến nghị	N/A	2022A	9,372	3,663	3,515	7,527	43,507	18.7	10.7	11.1	1.3	10.3
	GMT (đồng)	N/A	2023A	8,570	2,954	2,787	5,322	42,269	13.3	8.1	8.3	1.3	11.3
	Vốn hóa (Tỷ đồng)	67,400	2024F	10,542	2,577	2,608	5,516	39,762	14.5	7.5	12.0	1.7	15.5
		23,215	2025F	9,362	3,232	3,068	6,490	43,298	15.7	9.1	10.2	1.5	12.4
			2026F	9,191	3,020	2,898	6,130	46,649	13.7	8.8	10.8	1.4	13.2
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)	Khuyến nghị	HOLD	2022A	28,224	2,859	2,553	824	13,031	7.0	4.6	11.1	1.3	9.4
	GMT (đồng)	15,100	2023A	27,945	1,404	1,329	430	13,430	3.5	2.1	19.8	0.8	22.0
	Vốn hóa (Tỷ đồng)	13,150	2024F	32,092	3,279	2,834	1,133	14,563	8.6	3.4	10.9	0.9	12.6
		30,795	2025F	28,140	1,123	306	122	14,685	0.9	0.3	101.0	0.9	37.0
			2026F	27,559	457	(320)	(128)	14,557	(0.9)	(0.4)	(96.5)	0.9	90.9
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)	Khuyến nghị	HOLD	2022A	8,788	950	883	2,961	16,027	20.0	12.6	11.1	1.3	8.0
	GMT (đồng)	19,900	2023A	6,386	441	473	1,586	15,062	10.6	6.0	14.9	1.6	13.9
	Vốn hóa (Tỷ đồng)	19,800	2024F	5,939	(266)	(167)	(561)	13,000	(4.1)	(2.1)	(34.1)	1.5	(18.7)
		5,699	2025F	3,738	(97)	6	20	11,520	0.2	0.1	947.9	1.7	(51.4)
			2026F	4,486	97	198	665	10,686	6.2	3.7	28.8	1.9	51.2

Nguồn: Bloomberg, KISVN ước tính

Bảng 2: Dự phóng KQKD 3Q24F

(Tỷ đồng, %)

	Doanh thu			LNST		
	3Q24F	n/n	q/q	3Q24F	n/n	q/q
QTP	2,411	(4)	(34)	(78)	(774)	(149)
REE	3,245	65	49	866	86	114
POW	6,902	22	(27)	548	947	22
NT2	1,753	115	(19)	(68)	(25)	(143)
Danh mục KIS theo dõi	14,311	31	(18)	1,268	213	12

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

MỤC LỤC

I. 3Q24F – Thủy điện tăng trưởng mạnh mẽ	4
3Q24E – Tiêu thụ điện tiếp tục tăng trưởng	4
Thủy điện hưởng lợi nhờ chu kỳ La-Niña	5
II. DPPA – Hướng đi mới cho các dự án năng lượng tái tạo	9
III. Rủi ro cần cân nhắc	10
IV. Kết quả kinh doanh của các công ty niêm yết trong 3Q24F	11
QTP – Chờ đợi chu kỳ mới	11
REE – Mảng điện kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ	12
POW – Tăng trưởng từ nền thấp	13
NT2 – LNST dự kiến giảm mạnh	14

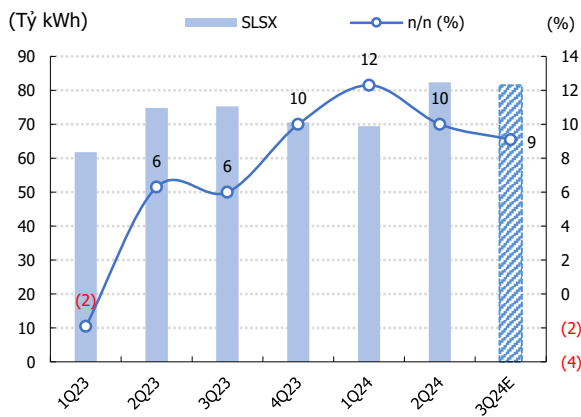
I. 3Q24E – Thủy điện tăng trưởng mạnh mẽ

3Q24E – Tiêu thụ điện tiếp tục tăng trưởng

Theo dữ liệu từ EVN, sản lượng điện tiêu thụ trong 3Q24F ước tính đạt 81 tỷ kWh (+9% n/n, biểu đồ 1). Sự phục hồi của nền kinh tế, một phần thể hiện qua các chỉ số PMI (Biểu đồ 3) và giá trị xuất nhập khẩu (Biểu đồ 4), được xem là động lực cho sự tăng trưởng khả quan của sản lượng tiêu thụ điện trong kỳ.

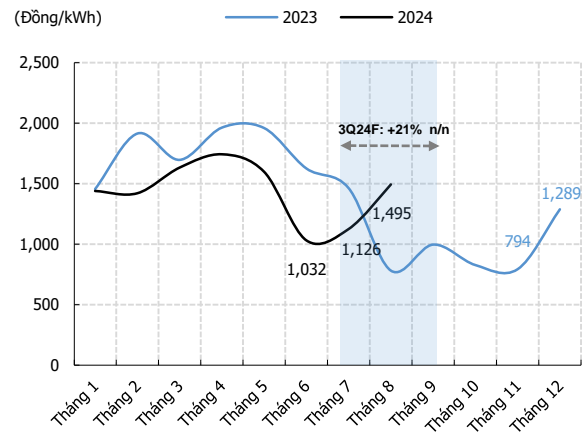
Mặc dù tỷ trọng sản lượng huy động từ các nguồn nhiệt điện giảm 15% n/n, chiếm 36% tỷ trọng toàn hệ thống trong 3Q24F. Tuy nhiên, giá thị trường điện toàn phần (FMP) tăng 21% n/n và -10% q/q trong 3Q24F (Biểu đồ 2). Nguyên nhân chủ yếu đến từ tiêu thụ điện cả nước trong 3Q24E tiếp tục tăng trưởng ở mức 9% n/n. Bên cạnh giá than và giá khí lần lượt tăng 15% n/n và 3% n/n là hai nguyên nhân chính khiến giá FMP tăng mạnh trong 3Q24F.

Biểu đồ 1. Sản lượng điện tiêu thụ trong 3Q24F ước tính đạt 81 tỷ kWh (+9% n/n)



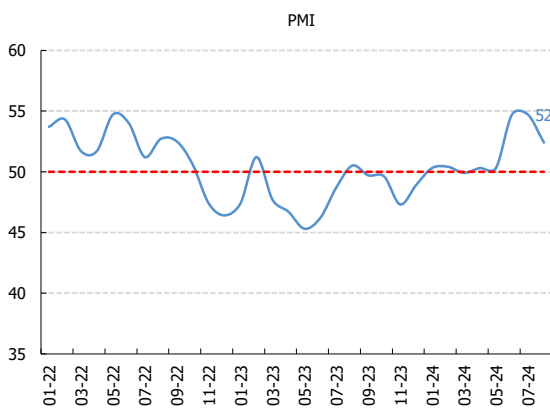
Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 2. Giá bán điện ước tính ghi nhận 1,311 đồng/kWh (+21% n/n)



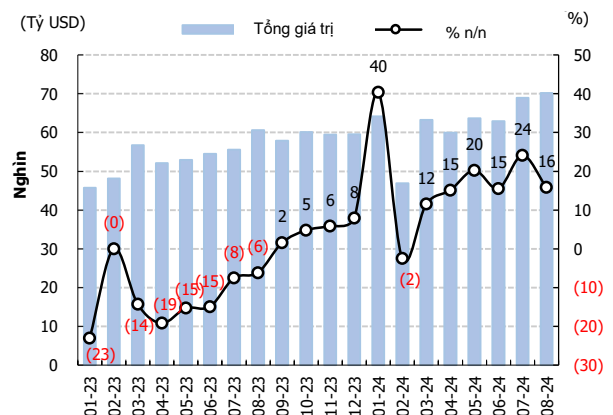
Nguồn: POW, KISVN

Biểu đồ 3. PMI trong 3Q24F tiếp tục xu hướng phục hồi...



Nguồn: EVN, KISVN

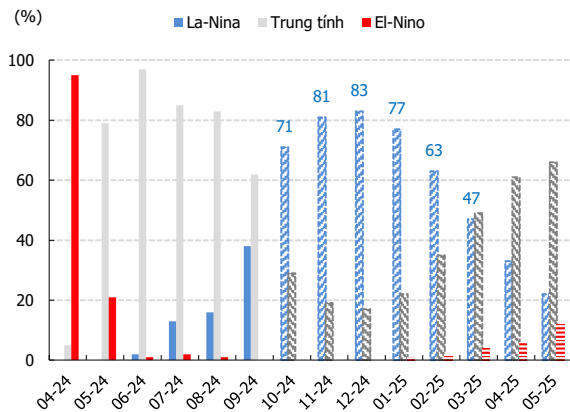
Biểu đồ 4. ...và giá trị xuất nhập khẩu ghi nhận tăng trưởng hai con số trong tháng 7-8, phần nào cho thấy dấu hiệu phục hồi của nền kinh tế



Nguồn: GSO, KISVN

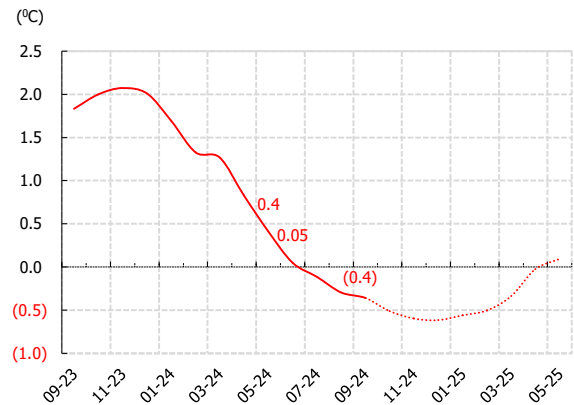
Thủy điện hưởng lợi nhờ chu kỳ La-Niña

Biểu đồ 5. La-Niña khả năng kéo dài đến cuối năm 2025



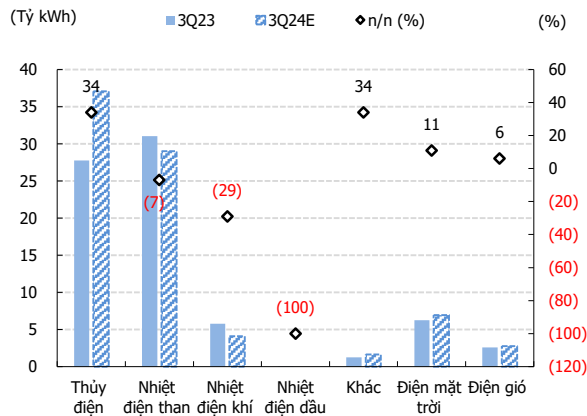
Nguồn: NOAA, KISVN

Biểu đồ 6. Nhiệt độ vùng 3.4 xu hướng tiếp tục giảm trong 6 tháng cuối năm 2024



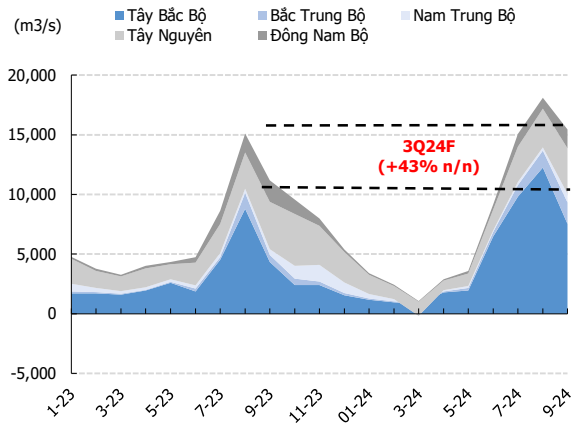
Nguồn: NOAA, KISVN

Biểu đồ 7. Sản lượng thủy điện cải thiện đáng kể trong 3Q24F, đạt 37 tỷ kWh (+34% n/n)



Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 8. Lưu lượng nước tại hồ thủy điện trên khắp cả nước trong 3Q24F cho thấy sự cải thiện đáng kể +43% n/n



Nguồn: EVN, KISVN

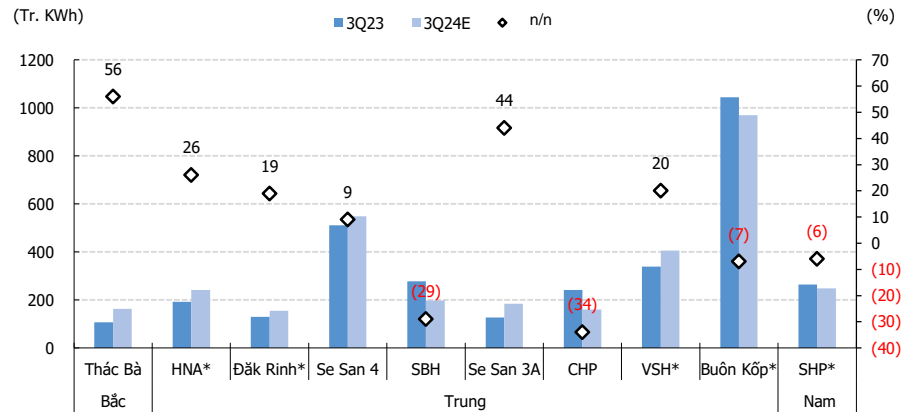
- Thủy điện:** Trong 3Q24F, chúng tôi ước tính sản lượng thủy điện đạt 37 tỷ kWh (+34% n/n, biểu đồ 7), chiếm 46% sản lượng hệ thống (+22% n/n, biểu đồ 10). Hệ số công suất (CF) ước đạt mức 75%, tăng 47% n/n so với mức 51% trong 3Q23. Sự đột biến chủ yếu đến từ tác động mạnh mẽ của bão Yagi và chuyển pha sang chu kỳ La-Niña.

Theo dữ liệu từ EVN, lưu lượng nước bình quân tại các hồ thủy điện trên khắp cả nước tăng 43% n/n trong 3Q24E (Biểu đồ 8). Dữ liệu cũng cho thấy sự tích cực khi lưu lượng nước tại khu vực Tây Bắc Bộ (+68% n/n) và Bắc Trung Bộ (+91% n/n). Do đó, chúng tôi đánh giá hệ số CF tại các nhà máy thủy điện tại hai khu vực này sẽ cải thiện đáng kể. Ngược lại, khu vực Đông Nam Bộ khả năng sẽ trải qua một quý kém khả quan, khi lưu lượng nước ghi nhận chỉ ở mức 1,777 m³/s (-21% n/n, biểu đồ 8).

Dữ liệu thống kê sản lượng của một số nhà máy thủy điện tại các khu vực cũng cho thấy kết quả tương tự trong 3Q24F, cụ thể: TBC (+56% n/n), HNA (+56% n/n), Đăk đrinh (+19% n/n), S3A (+44% n/n) và SHP

(-6% n/n) (Biểu đồ 9). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng sản lượng của các nhà máy thủy điện và biên LNG sẽ tiếp tục được cải thiện cho đến hết năm 2024, theo xác suất cao ~60 – 80% (Biểu đồ 5, 6) do pha La-Niña khả năng sẽ kéo dài đến hết năm 2025.

Biểu đồ 9. Sản lượng ghi nhận tại các hồ thủy điện trên khắp cả nước ghi nhận khả quan svck 2023



Ghi chú:

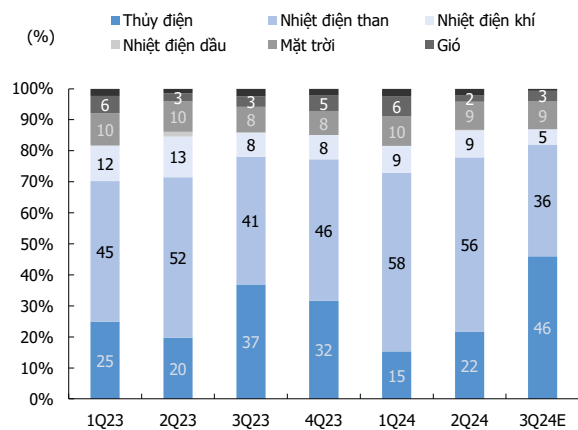
HNA*, Đắk đĩnh*, Buôn Kốp*, SHP* dữ liệu ghi nhận trong 3Q24F, trong đó dữ liệu T9 là số liệu ước tính.

"Buôn Kốp" là số liệu ghi nhận của tổng 3 nhà máy thủy điện Buôn Tua Srah, TĐ Srêpok 3, TĐ Buôn Kốp

CHP dữ liệu ghi nhận bao gồm cả nhà máy ĐMT Cư Jut (50MW)

Nguồn: EVN, TBC, S4A, SBH, S3A, CHP, SHP, POW, PGV, KISVN

Biểu đồ 10. Tỷ trọng sản lượng nhóm thủy điện tăng trưởng mạnh trong 3Q24F, trong khi nhóm nhiệt điện suy giảm



Nguồn: EVN, KISVN

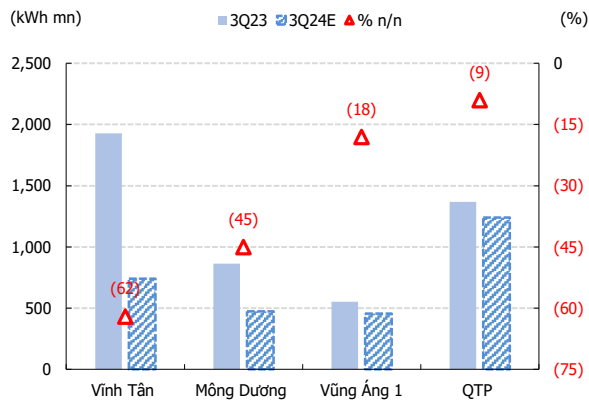
Biểu đồ 11. Hệ số công suất (CF) của nhóm nhiệt điện than trong 3Q24E giảm mạnh về mức 48% (-11% n/n)

Quý	Thủy điện (%)	Nhiệt điện than (%)	Nhiệt điện khí (%)	Nhiệt điện dầu (%)	Mặt trời (%)	Gió (%)
1Q23	31%	50%	45%	0%	34%	32%
2Q23	29%	68%	59%	7%	38%	17%
3Q23	51%	54%	34%	2%	31%	22%
4Q23	43%	57%	34%	0%	27%	29%
1Q24	21%	65%	38%	0%	33%	36%
2Q24	36%	74%	42%	6%	38%	14%
3Q24E	75%	48%	24%	0%	35%	24%

Nguồn: EVN, KISVN

- Nhiệt điện than:** Sản lượng nhóm nhà máy nhiệt điện than ghi nhận 29 tỷ kWh (-7% n/n, biểu đồ 7). Hệ số CF giảm 48% (-11%, biểu đồ 11) do A0 ưu tiên huy động các nguồn điện giá bán thấp.

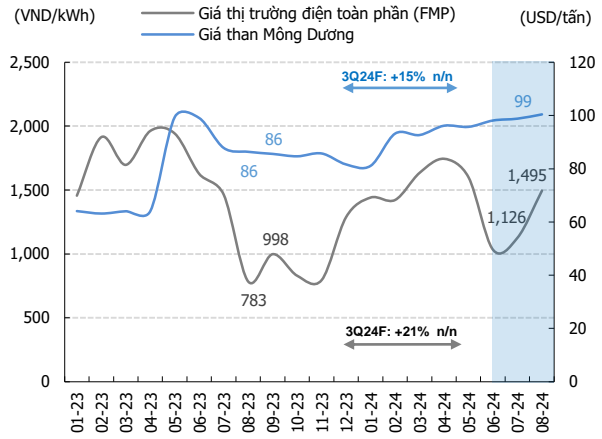
Biểu đồ 12. Sản lượng các nhà máy nhiệt điện than giảm mạnh trong 3Q24F



Nguồn: EVN, KISVN

Ghi chú: Dữ liệu Vĩnh Tân, Mông Dương, Vũng Áng 1 chỉ ghi nhận trong T7-T8
QTP: Sản lượng T9 ước tính từ dữ liệu vận hành 6 tháng cuối năm 2024 của EVN

Biểu đồ 13. Giá than trong 3Q24F hưởng lợi từ FMP tăng 21% n/n do tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện cả nước

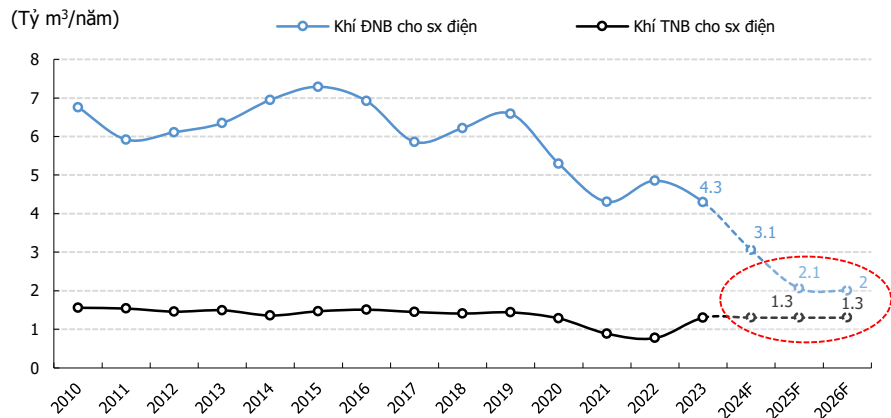


Nguồn: PGV, POW, KISVN

Trong đó, các nhà máy nhiệt điện than đều ghi nhận sản lượng giảm trong 3Q24F, như Vĩnh Tân (-62% n/n), Mông Dương (-45% n/n), Vũng Áng (-18% n/n) và QTP (-9% n/n) trong 3Q24F (Biểu đồ 12) và điều này khả năng sẽ tiếp tục kéo dài sang 4Q24F.

Về biên lợi nhuận gộp, mặc dù giá than đầu vào ước tính tăng +15% n/n và +3% q/q (Biểu đồ 13), tuy nhiên do sự tăng nhanh hơn của giá FMP +21% yoy. Do đó, chúng tôi cho rằng biên LNG của các nhà máy nhiệt điện than trong 3Q24F sẽ có thể đi ngang hoặc chỉ giảm nhẹ.

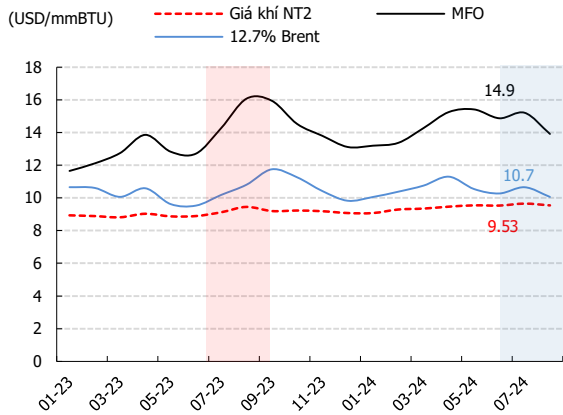
Biểu đồ 14. Nguồn cung khí khu vực Đông Nam Bộ tiếp tục suy giảm



Nguồn: EVN, KISVN

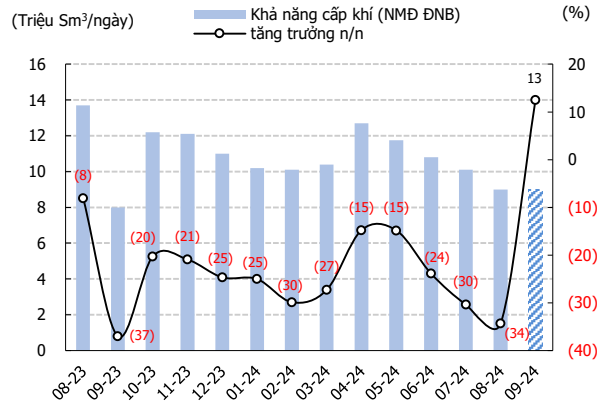
Dữ liệu về nguồn cung khí cho sản xuất điện

Biểu đồ 15. Số liệu ước tính cho thấy giá khí trong 3Q24F tăng 3%, dù cho giá MFO và dầu Brent đều giảm



Nguồn: PGV, KISVN

Biểu đồ 16. ... nguyên nhân đến từ nguồn cung khí giảm, phải huy động những nguồn khí có chi phí cao như Sao Vàng Đại Nguyệt

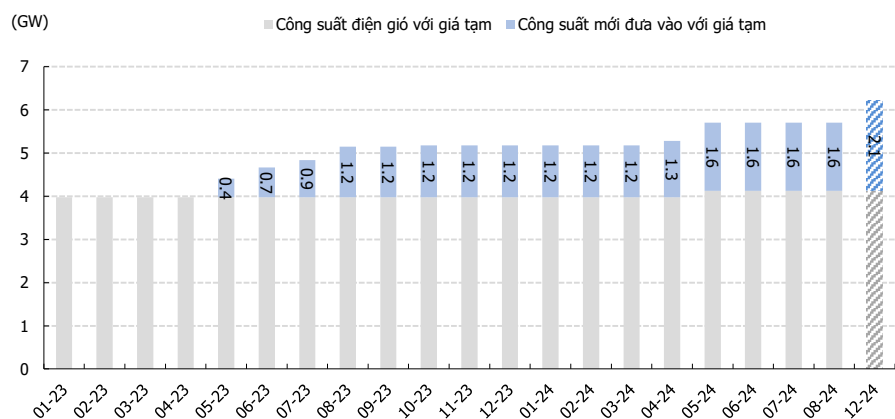


Nguồn: PGV, POW, KISVN
Dữ liệu về khả năng cấp khí cho sản xuất điện – khu vực ĐNB

- Nhiệt điện khí:** Theo phân tích của chúng tôi, trong 3Q24F, sản lượng huy động của các nhà máy điện khí giảm mạnh -29% n/n hoặc -42% q/q, sản lượng ước đạt 4.1 tỷ kWh (biểu đồ 7). Hệ số CF ở mức ~24%, -29% n/n hoặc -42% q/q (Biểu đồ 11).

Giá khí đầu vào trong 3Q24F khả năng tăng nhẹ (+3% n/n hoặc +1% q/q) (Biểu đồ 15), dù cho giá FO ghi nhận giảm đến 15% n/n vào tháng 8. Nguyên nhân đến từ việc hạn chế về nguồn cung khí các mỏ Đông nam bộ, trong tháng 8 ghi nhận chỉ đạt 9 Sm³/ngày (-34% n/n, biểu đồ 16), đã khiến PVN phải huy động các nguồn khí có chi phí cao như Sao Vàng - Đại Nguyệt. Tuy nhiên, hỗ trợ tích từ giá FMP tăng +21% n/n trong 3Q24F, dự kiến sẽ hạn chế sự ảnh hưởng của việc tăng giá khí và suy giảm CF lên biên LNG của các nhà máy nhiệt điện khí trong kỳ.

Biểu đồ 17. Hệ thống khả năng bổ sung 0.5GW (+73% n/n) năng lượng tái tạo trong 6 tháng cuối năm 2024



Nguồn: EVN, KISVN

- Năng lượng tái tạo:** Trong 3Q24F, nhóm năng lượng tái tạo ghi nhận sản lượng đạt 10 tỷ kWh (+9% n/n, biểu đồ 7), chiếm ~12% sản lượng hệ thống (Biểu đồ 10). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ (1) mức tiêu thụ điện trong 3Q24E dự kiến tăng 9% n/n (Biểu đồ 1) và (2) ước tính bổ sung 0.5GW (+73% n/n, Biểu đồ 16) từ các dự án điện gió chuyển tiếp.

Ước tính hệ số CF của điện mặt trời và điện gió lần lượt ghi nhận 35% (+11% n/n) và +24% (+12% n/n), chiếm 9% (+4% n/n) và 4% (+2% n/n) sản lượng toàn hệ thống trong 3Q24E (Biểu đồ 10, 11).

II. DPPA – Hướng đi mới cho các dự án năng lượng tái tạo

Cơ chế mua bán Điện trực tiếp (DPPA) - Nghị định 80/2024/NĐ-CP, đã có hiệu lực từ ngày 03/07/2024, giữa các đơn vị phát điện năng lượng tái tạo và các khách hàng tiêu thụ điện lớn. Cơ chế mới được thực hiện thông qua hai hình thức: (1) DPPA kết nối qua đường dây riêng, (2) thông qua lưới điện quốc gia và tham gia mua bán trên thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM).

- Bên bán: Các đơn vị sản xuất điện năng lượng tái tạo có công suất từ 10MW trở lên.
- Bên mua: Các khách hàng tiêu thụ bình quân từ 200,000 kWh/tháng trở lên trong 12 tháng gần nhất, áp dụng cho cả khách hàng mua qua đường dây tư nhân hoặc mua từ lưới điện quốc gia.

Những điểm mới của nghị định này mang lại nhiều lợi ích cho nhà đầu tư phát triển các dự án năng lượng tái tạo mới:

- (1) Thúc đẩy thị trường hóa mạnh mẽ hơn giữa người mua và người bán. Thay vì so với trước đây, EVN đóng vai trò là người mua duy nhất.
- (2) Người bán và người mua có thể tự do đàm phán về sản lượng và giá bán. Điều này đảm bảo hơn về tính hiệu quả và giảm thiểu rủi ro cho các dự án mới.

Trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng các dự án năng lượng tái tạo nằm gần các khu công nghiệp sẽ có nhiều lợi thế khi chúng không tác động nhiều đến hệ thống truyền tải và lưới điện. Đồng thời, các nhà đầu tư có mối quan hệ tốt với các khu công nghiệp cũng đang có lợi thế khá lớn. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi nhận thấy vẫn còn nhiều vấn đề cần cải thiện để NLTT phát triển bền vững hơn.

Tuy nhiên, về lâu dài, chúng ta cần giải quyết nhanh chóng một số thách thức, cụ thể: (a) Do các nguồn năng lượng tái tạo thiếu tính ổn định, vì thế, A0 cần thực hiện các chính sách điều độ phù hợp để duy trì sự cân bằng và ổn định cho hệ thống. Ngoài ra, (b) việc khuyến khích các hợp đồng mua bán điện trực tiếp đồng nghĩa với việc EVN phải tăng cường sử dụng các nguồn điện có chi phí phát điện cao để cân bằng hệ thống. Từ đó, gây ra thách thức lớn về tài chính cho EVN. Bên cạnh, (c) Việt Nam chưa áp dụng cơ chế giá điện hai thành phần, do đó sự chuẩn bị và sẵn sàng cung cấp công suất cho khách hàng DPPA là khá tốn kém. Không có phí công suất cho các nguồn điện truyền thống, tạo ra môi trường kinh doanh không công bằng.

III. Rủi ro cần xem xét

Trong ngắn hạn, điều kiện thời tiết luôn là vấn đề khó khăn, là động lực thúc đẩy cải thiện CF của các nhà máy thủy điện. Do đó, đây là rủi ro then chốt hàng đầu cần được theo dõi thường xuyên để cung cấp thông tin cập nhật chính xác hơn về hoạt động của các doanh nghiệp điện. Ngoài ra, việc đảm bảo sự ổn định của nguồn cung khí cũng là yếu tố quyết định thiết yếu trong hoạt động của các doanh nghiệp nhà máy điện chạy bằng khí.

IV. Kết quả kinh doanh của các công ty niêm yết trong 3Q24F

QTP – Chờ đợi chu kỳ mới

Bảng 3. Dự phóng KQKD 3Q24F của QTP

(Tỷ đồng, %)

	3Q23A	2Q24A	3Q24F		2024F		Đồng thuận thị trường		
			yoy	qoq		yoy	3Q24F	2024F	
Doanh thu	2,507	3,628	2,411	(4)	(34)	11,889	(1)	N/A	11,622
LN gộp	63	211	(49)	(179)	(123)	406	(50)	N/A	922
Chi phí QLBH	23	25	22	(4)	(11)	112	(1)	-	-
Lợi nhuận hoạt động	39	186	(72)	(282)	(139)	294	(58)	-	-
Lãi/(lỗ) khác	(27)	(8)	(7)	(75)	(11)	(18)	(67)	-	-
LNTT	12	178	(78)	(738)	(144)	276	(57)	-	-
LNST	12	160	(78)	(774)	(149)	248	(59)	N/A	612
LNST CTM	12	160	(78)	(774)	(149)	248	(59)	N/A	612

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

Dự phóng: Trong 3Q24F, chúng tôi ước tính KQKD có thể suy giảm nhẹ khi doanh thu đạt mức 2,411 tỷ đồng (-4% n/n), nguyên nhân chủ yếu đến từ:

- Sản lượng của QTP trong 3Q24F ước tính đạt 1,432 triệu kWh (+10% n/n) theo kế hoạch huy động của EVN trong 6 tháng cuối năm 2024.
- Bên cạnh, đây cũng là thời điểm nhà máy nhiệt điện Mông Dương đi vào thời kỳ bảo dưỡng sửa chữa, vì vậy chúng tôi cho rằng đây sẽ là yếu tố tích cực tác động đến sản lượng huy động của QTP trong 3Q24F.

Hơn thế nữa, chúng tôi dự phóng LNST của QTP ước tính đạt -78 tỷ đồng, giảm 774% n/n do rủi ro từ suy giảm biên LNG, vì giá than có khả năng tăng 15% so với cùng kỳ năm trước. Điểm sáng duy nhất đến từ chi phí lãi vay ước tính giảm ~ 30 tỷ đồng mỗi quý. Tuy nhiên, yếu tố tích cực này khó có thể bù đắp được sự sụt giảm mạnh của biên LNG trong 3Q24F.

Khuyến nghị: Chúng tôi tin tưởng triển vọng tích cực của QTP trong dài hạn, nhờ QTP đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì hệ thống điện. Trên cơ sở đó, chúng tôi vẫn khuyến nghị **MUA** đối với **QTP (23,400VND, +64%)** trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá thị trường có thể biến động ngược chiều trong ngắn hạn, ảnh hưởng từ KQKD dự kiến kém khả quan trong 3Q24F.

REE – Mạng điện kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ

Bảng 4. Dự phóng KQKD 3Q24F của REE

(Tỷ đồng, %)

	3Q23A	2Q24A	3Q24F		2024F		Đồng thuận thị trường		
			yoy	qoq		yoy	3Q24F	2024F	
Doanh thu	1,962	2,181	3,245	65	49	10,542	23	N/A	9,864
Điện & Nước	927	919	1,434	55	56	4,673	(4)	-	-
Cơ điện lạnh	711	935	1,348	90	44	4,222	59	-	-
Bất động sản	267	360	463	73	29	1,647	54	-	-
LNG	654	680	1,188	82	75	6,909	42	N/A	3,963
Chi phí QLBH	97	174	161	66	(7)	1,057	40	-	-
Lợi nhuận hoạt động	557	506	1,027	84	103	5,852	43	-	-
Lãi/(lỗ) khác	(9)	3	(9)	0	(362)	283	178	-	-
LNTT	526	474	980	86	107	2,860	(6)	-	-
LNST	465	404	866	86	114	2,608	(6)	N/A	2,476

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

Dự phóng: Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của REE lần lượt đạt 3,245 tỷ đồng (+65% n/n) và 866 tỷ đồng (+86% n/n). Động lực tăng trưởng mạnh mẽ được thúc đẩy bởi hiệu suất hoạt động hiệu quả của các nhà máy, cụ thể:

- **Mạng tiện ích:** Doanh thu và lợi nhuận gộp ước tính đạt 1,350 tỷ đồng (+51% n/n) và 740 tỷ đồng (+134% n/n). Tăng trưởng chủ yếu được thúc đẩy bởi nhóm thủy điện hưởng lợi đáng kể từ sự chuyển pha sang chu kỳ La-Niña. Điều này được thể hiện qua dữ liệu lưu lượng nước tại các hồ thủy điện, tăng 43% n/n.
- **Mạng Cơ điện lạnh:** Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận gộp dự kiến đạt 1,348 tỷ đồng (+75% n/n) và 175 tỷ đồng (+8% n/n), được thúc đẩy bởi gia tăng doanh số bán điều hòa đạt mức 56% n/n. Bên cạnh đó, yếu tố tích cực từ giá trị hợp đồng cơ điện lạnh ký mới trong nửa đầu năm 2024.
- **Mạng Bất động sản:** Doanh thu dự kiến ghi nhận 463 tỷ đồng (+73% n/n), khả năng đạt triển vọng tích cực nhờ vào ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ dự án Light Square và Etown 6. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp ước đạt 318 tỷ đồng (+51% n/n).

POW – Tăng trưởng từ nền thấp

Bảng 3. Dự phóng KQKD 3Q24F của POW

(Tỷ đồng, %)

	3Q23A	2Q24A	3Q24F		2024F		Đồng thuận thị trường		
			yoy	qoq		yoy	3Q24F	2024F	
Doanh thu	5,679	9,407	6,902	22	(27)	31,831	14	N/A	31,529
LN gộp	307	724	837	173	16	4,119	89	N/A	2,574
Chi phí QL BH	149	181	124	(16)	(31)	888	14	-	-
Lợi nhuận hoạt động	158	543	712	350	31	3,231	130	-	-
Lãi/(lỗ) khác	(76)	(92)	(135)	77	47	(208)	(217)	-	-
LNTT	82	451	577	605	28	3,062	110	-	-
LNST	52	450	548	947	22	2,790	110	N/A	1,297

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

Dự phóng: Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của POW sẽ đạt lần lượt là 6,902 tỷ đồng (+22% n/n) và 548 tỷ đồng (+947% n/n). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ sản lượng điện ghi nhận là 3,557 triệu kWh (+32% n/n), chủ yếu nhờ vào cải thiện công suất của nhà máy nhiệt điện khí Cà Mau và Nhơn Trạch 2, cụ thể:

- **Nhóm thủy điện:** Sản lượng điện ước tính đạt 385 triệu kWh, tăng 19% n/n, nhờ tác động từ chu kỳ La-Niña khả năng kéo dài đến đầu năm 2025. Điều này tác động tích cực đến hệ số CF của các nhà máy thủy điện như Đăk Đrinh và Hòa Na trong 3Q24F.
- **Nhóm nhiệt điện than:** Chúng tôi dự báo sản lượng điện trong 3Q24F sẽ đạt 800 triệu kWh (-14% n/n) do A0 ưu tiên huy động các nguồn điện rẻ hơn như thủy điện. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự tích cực từ giá bán điện tăng nhanh hơn (FMP +21% n/n) so với giá than (TKV +15% n/n) trong 3Q24F sẽ hạn chế phần nào tác động của sự suy giảm hệ số công suất các nhà máy điện than.
- **Nhóm nhiệt điện khí:** Trong 3Q24F, sản lượng điện khí ước tính đạt 2,372 triệu kWh (+63% n/n), nhờ (1) A0 tăng cường huy động các nhà máy nhiệt điện khí để bù đắp phần công suất thiếu hụt, khi nhà máy BOT Phú Mỹ 3 hết hợp đồng và Phú Mỹ 2.2 bắt đầu giai đoạn đại tu. Tuy nhiên, tương tự như các nhà máy điện than của POW, chúng tôi cho rằng, sự tích cực của FMP sẽ bù đắp phần nào tác động của sự suy giảm hệ số công suất các nhà máy điện khí và sự ảnh hưởng từ giá khí.

Khuyến nghị: Chúng tôi tin tưởng triển vọng tích cực của POW trong ngắn, trung và dài hạn khi các nhà máy của POW đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định hệ thống điện. Hơn nữa, việc đi vào hoạt động của NT3 & 4 từ năm 2025 cũng là yếu tố hỗ trợ tích cực cho sự tăng trưởng của doanh nghiệp. Tuy nhiên, ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng giá thị trường của POW hiện đã phản ánh phần lớn giá trị nội tại của doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu **POW** trong 3Q24F.

NT2 – LNST dự kiến giảm mạnh

Bảng 4. Dự phóng KQKD 3Q24F của NT2

(Tỷ đồng, %)

	3Q23A	2Q24A	3Q24F		2024F		Đồng thuận thị trường		
			yoy	qoq		yoy	3Q24F	2024F	
Doanh thu	816	2,186	1,766	116	(19)	5,939	(7)	N/A	5,640
LN gộp	(132)	130	(41)	(69)	(132)	(243)	(148)	N/A	104
Chi phí QL BH	(16)	(18)	28	(272)	(257)	23	(66)	-	-
Lợi nhuận hoạt động	(116)	148	(69)	(40)	(147)	(266)	(160)	-	-
Lãi/(lỗ) khác	25	11	4	(82)	(60)	84	13	-	-
LNTT	(91)	159	(65)	(28)	(141)	(182)	(135)	-	-
LNST	(124)	122	(68)	(45)	(156)	(167)	(135)	N/A	28
LNST CTM	(124)	122	(68)	(45)	(156)	(167)	(135)	N/A	28

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

Dự phóng: Chúng tôi dự phóng doanh thu của NT2 đạt 1,766 tỷ đồng (+116% n/n, chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) giá bán điện (FMP) trong 3Q24F ghi nhận ở mức 1,311 đồng/kWh (+21% n/n). Bên cạnh (2) sản lượng huy động trong 3Q24 được tăng mạnh, so cùng kỳ nhà máy đang trong giai đoạn đại tu, cùng với việc (3) A0 ưu tiên huy động nhằm bù đắp phần công suất thiếu hụt của hai nhà máy BOT Phú Mỹ 3 hết hợp đồng và Phú Mỹ 2.2 đi vào thời kỳ bảo dưỡng.

Về lợi nhuận, giá khí bình quân trong 3Q24F khả năng vẫn neo ở mức cao so với cùng kỳ năm 2023, đạt 9.5 USD/mmBTU (+2% n/n), do nguồn cung khí tiếp tục suy giảm tại khu vực Đông Nam Bộ, dẫn đến phải huy động các mỏ khí đắt tiền như Sao Vàng Đại Nguyện. Bên cạnh, áp lực từ chi phí tài chính tăng cao. Đây là những yếu tố khiến LNST của NT2 trong 3Q24F ghi nhận mức -68 tỷ đồng (-45% n/n).

Khuyến nghị: Chúng tôi tin tưởng vào triển vọng tích cực của NT2 trong dài hạn, do nhà máy đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì hệ thống điện. Tuy nhiên, trong 2H24F, NT2 khả năng sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng tiêu cực do (1) giá khí khả năng vẫn neo mức cao so với cùng kỳ và (2) A0 mở rộng công suất các nguồn năng lượng tái tạo. Trên cơ sở này, chúng tôi duy trì quan điểm **NĂM GIỮ** đối với **NT2** trong 6 tháng cuối năm 2024.

■ **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 2/10/2024.

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 chép, 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 Biểu đồ 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 Biểu đồ 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 chép, 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..