

Phục hồi theo hình chữ K; Mua vào PC1, Giảm tỷ trọng PGV

Nguyễn Hoàng Nam
 Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
 nam.nhoang@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 190

- Trong 10 năm qua, nhu cầu điện của Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 8,1%, được thúc đẩy bởi tăng trưởng GDP bình quân ở mức cao 6%.
- Chính phủ đã ban hành rất nhiều quy định nhằm giải quyết nhu cầu cấp bách liên quan đến hoạt động đầu tư hạ tầng, trong đó có cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA), nghị định phát triển điện mặt trời mái nhà và khung giá phát điện cho nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG.
- HSC giảm 4,5% giá mục tiêu đối với PC1 xuống 28.000đ, với tiềm năng tăng giá là 21%. Cổ phiếu đang được định giá thấp và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Trong khi đó, chúng tôi giảm 33% giá mục tiêu đối với PGV xuống 17.000đ, với rủi ro giảm giá là 12%. Cổ phiếu đang được định giá cao, theo quan điểm của chúng tôi.

Môi trường pháp lý thuận lợi

Nhu cầu điện tại Việt Nam đạt 251 tỷ kWh trong năm 2023, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 8,1% trong 10 năm qua. Tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ này được thúc đẩy bởi tốc độ tăng trưởng GDP bình quân cũng ở mức cao là 6% trong thập kỷ qua.

Nhằm thúc đẩy sự phát triển nguồn phát điện mới tại Việt Nam, HSC nhận thấy có rất nhiều diễn biến tích cực về mặt pháp lý:

- Dự thảo Luật Điện lực bao gồm: (1) các biện pháp hỗ trợ hoạt động phát triển nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG (2) những quy định mới về việc phát triển năng lượng hạt nhân (3) cơ chế giải quyết tình trạng chậm triển khai dự án, (4) hợp đồng chênh lệch (CfD) để hỗ trợ phát triển các dự án thuộc cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) và (5) lựa chọn nhà đầu tư dựa trên đấu thầu để đảm bảo tính minh bạch và công bằng trong phân bổ dự án.
- Giá LNG đầu vào dùng cho phát điện trước khi khấu trừ thuế GTGT, chi phí lưu trữ, chi phí tái hóa khí và phân phối được quy định ở mức tối đa là 12,97 USD/MMBTU. Quyết định trên đã tạo điều kiện cho kế hoạch phát triển 2 nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG đầu tiên tại Việt Nam.
- Chính phủ đã phê duyệt cơ chế mua bán điện trực tiếp, cho phép các nhà máy điện năng lượng tái tạo bán điện trực tiếp cho khách hàng sử dụng điện lớn.
- Nghị định mới cũng khuyến khích phát triển các dự án điện mặt trời mái nhà, chủ yếu sản xuất điện phục vụ cho tiêu thụ tại chỗ (tự sản tự tiêu).

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

HSC điều chỉnh tăng 0,2-8,2% dự báo lợi nhuận của PC1 giai đoạn 2024-2026 nhờ sản lượng tiêu thụ quạt niken tăng và chi phí đơn vị giảm, được bù trừ bởi tỷ suất lợi nhuận bị thu hẹp ở mảng xây lắp điện. Mặt khác, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận của PGV xuống mức lỗ 0,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 và lợi nhuận 1 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (từ lợi nhuận lần lượt 2,3 nghìn tỷ đồng và 2,5 nghìn tỷ đồng trước đó) do giá khí đốt và than đầu vào tăng cao. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với lợi nhuận thuần 1,8 nghìn tỷ đồng.

Khuyến nghị

HSC khuyến nghị Mua vào đối với PC1 (từ Tăng tỷ trọng) và Giảm tỷ trọng đối với PGV (từ Tăng tỷ trọng). Tại giá mục tiêu mới, PC1 có tiềm năng tăng giá là 21%, dựa trên dự báo lợi nhuận thuần vững chắc với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm là 20,2% và mức định giá tương đối thấp. Trong khi đó, chúng tôi khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với PGV do dự báo lợi nhuận kém tích cực với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 1,5% và không chi trả cổ tức bằng tiền mặt do Công ty tập trung thanh toán bớt khoản nợ khá lớn. Trong khi đó, GEG vẫn là lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành Dịch vụ tiện ích – Điện nhờ giá bán điện tại dự án Tân Phú Đông có khả năng tăng sau khi hoàn thành thương lượng với EVN.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)		
			Cũ	Mới Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
GEG	11,100	Mua vào	-	16,857	-	51.9	17.4	11.9	7.11	5.91	3.43	3.43
PC1	23,100	Mua vào	-	28,000	-	21.2	17.3	12.7	7.47	7.25	0	0
PGV	19,400	Giảm tỷ trọng	-	17,000	-	(12.4)	N/a	22.2	6.66	5.78	3.42	0
POW	12,400	Tăng tỷ trọng	-	13,500	-	8.87	17.9	14.6	9.07	7.47	2.42	2.42
REE	67,200	Tăng tỷ trọng	-	74,600	-	11.0	11.1	10.6	7.21	6.52	1.49	2.23

Giá cổ phiếu tại ngày 29/11/2024.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Chuyển sang nền kinh tế phát thải carbon thấp 3

Báo cáo thành phần

CTCP Xây lắp điện 1 (PC1) 13

Tổng Công ty Phát điện 3 - CTCP (PGV) 21

Chuyển sang nền kinh tế phát thải carbon thấp

Chính phủ đã ban hành nhiều nghị định nhằm hỗ trợ phát triển năng lượng tái tạo và các nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG và hỗ trợ phát triển kinh tế. HSC dự báo những nghị định này sẽ cần nhiều thời gian hơn để thảo luận và triển khai. Trong ngắn hạn, những quy định mới này có thể được xem là động lực tăng trưởng cho ngành. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu PC1, nhờ có lợi nhuận thuần được dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm là 20,2%, nhờ KQKD của mảng khai thác quặng niken cao hơn dự báo. HSC khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với PGV do lợi nhuận kém tích cực và có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm ở mức 0,9%.

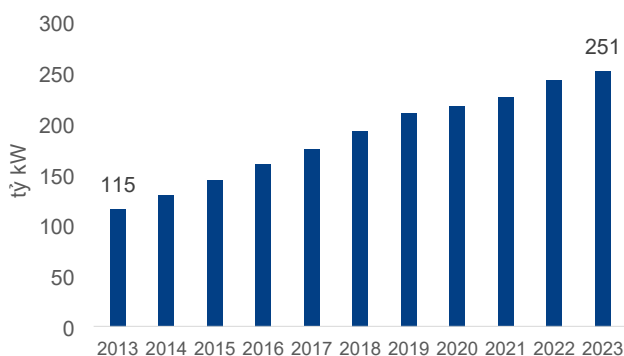
Bối cảnh ngành

So sánh nhu cầu điện với tốc độ tăng trưởng GDP

Nhu cầu điện tại Việt Nam đạt 251 tỷ kWh trong năm 2023 từ 115 tỷ kWh trong năm 2013, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 8,1% trong 10 năm qua. Tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ này được thúc đẩy bởi tốc độ tăng trưởng GDP bình quân cũng ở mức cao là 6% trong 10 thập kỷ qua. Theo đó, nhu cầu điện tăng cao hơn 1,4 lần so với tốc độ tăng trưởng GDP trong cùng kỳ.

Biểu đồ 1: Nhu cầu điện trong 10 năm qua

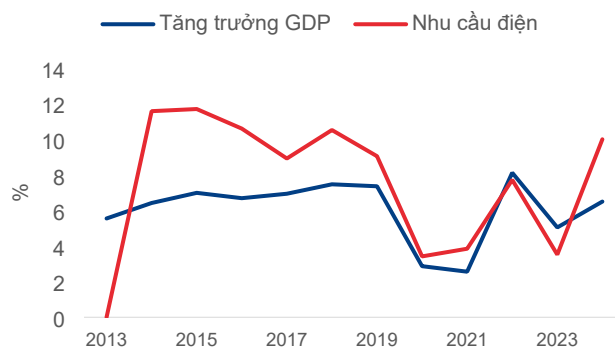
Tăng lên 251 tỷ kWh trong năm 2023...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 2: Nhu cầu điện và tốc độ tăng trưởng GDP

...cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP là 1,37 lần trong 10 năm

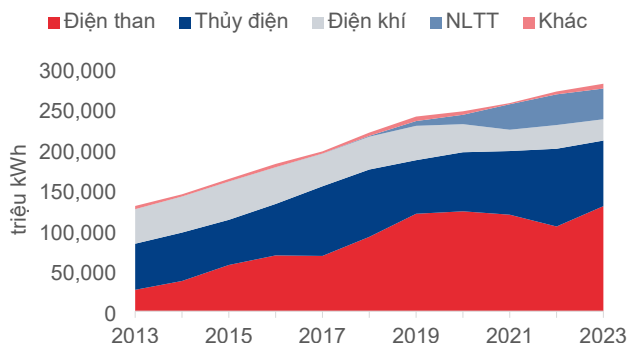


Nguồn: HSC ước tính

Xét về mặt đóng góp vào tổng sản lượng phát điện của toàn hệ thống, điện than đóng góp 130 tỷ kWh, tương đương 46% tổng sản lượng điện trong năm 2023. Kế đến, thủy điện có mức đóng góp lớn thứ 2 với 81 tỷ kWh, tương đương 29% tổng công suất phát điện. Trong khi đó, các nhà máy điện khí chỉ đóng góp 26 tỷ kWh, hoặc 13% trong cơ cấu sản lượng điện trong năm 2023, sau khi giảm từ mức đóng góp 33% trong năm 2013. Nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm này là do sản lượng khí đốt tự nhiên trong nước giảm, trong khi Việt Nam không nhập khẩu bất kỳ khối lượng LNG đáng kể nào, ngoại trừ Q4/2023 đến nay khi kho cảng LNG Thị Vải đi vào hoạt động.

Biểu đồ 3: Sản lượng điện của Việt Nam theo loại hình

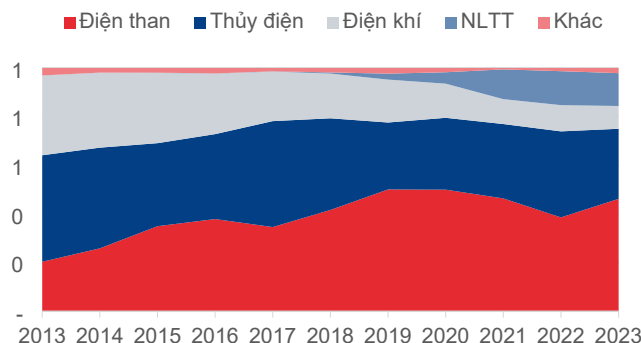
Nhiệt điện than đóng góp 130 tỷ KWh trong năm 2023...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 4: Cơ cấu điện sản xuất

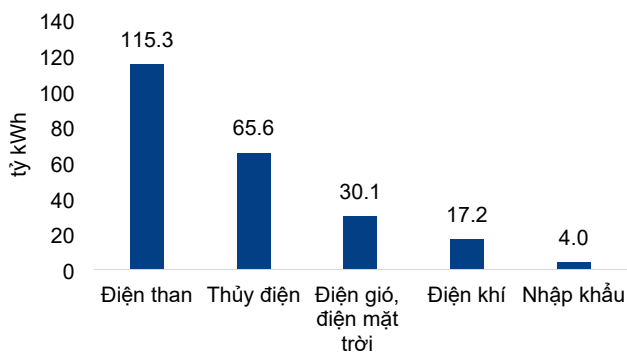
...và đóng góp 46% tổng lượng phát điện



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 5: Sản lượng phát điện của Việt Nam 9 tháng đầu năm

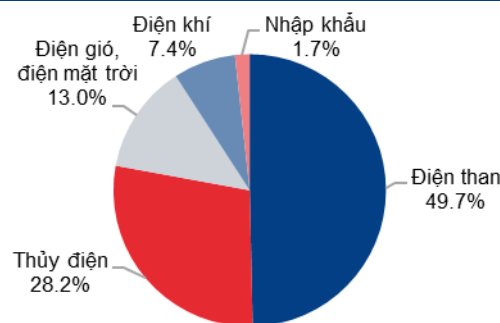
Điện than đóng góp 115,3 tỷ kWh...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 6: Cơ cấu sản lượng phát điện 9 tháng đầu năm

...tương đương 49,7% tổng sản lượng

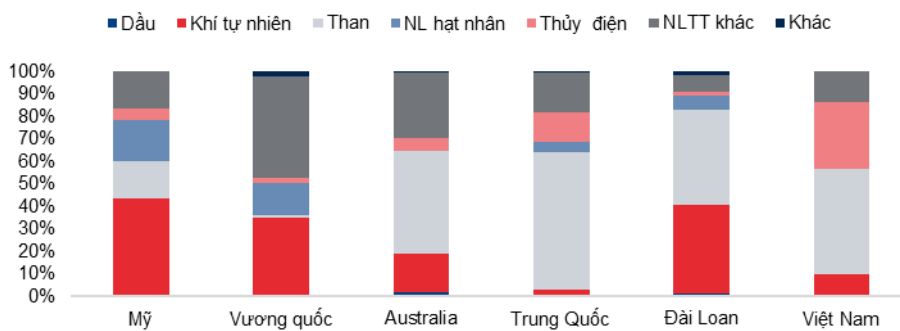


Nguồn: HSC ước tính

Các nhà máy điện khí và than đóng góp 57,1% vào tổng sản lượng điện trong năm 2023. Trong khi đó, các nhà máy phát điện vốn lệ thuộc vào thời tiết như thủy điện, điện gió, điện mặt trời đóng góp 41,2% tổng sản lượng điện. Do công suất phát điện năng lượng tái tạo đang có xu hướng tăng trên toàn hệ thống, việc vận hành hệ thống sẽ khó khăn hơn và đòi hỏi phải đầu tư thêm vào lưới truyền tải điện. Xét về cơ cấu sản xuất điện, Việt Nam tương tự như Trung Quốc khi các nhà máy điện than và thủy điện đóng góp một phần đáng kể vào cơ cấu, trong khi cả hai đều đang bổ sung thêm công suất phát điện tái tạo.

Biểu đồ 7: Cơ cấu sản xuất điện theo nguồn điện năm 2023 của một số nước

Cơ cấu sản lượng điện sản xuất của Việt Nam giống với Trung Quốc với thủy điện và nhiệt điện than chiếm tỷ trọng lớn



Nguồn: HSC ước tính

Phát triển nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG

Trong khi xu hướng đầu tư vào phát thải carbon thấp đang diễn ra, HSC nhận thấy Việt Nam chọn nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG làm công suất phát điện chuyên tiếp phục vụ cho quá trình chuyển đổi dài hạn sang năng lượng tái tạo vào năm 2050.

Nhìn vào danh sách các dự án nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG sắp triển khai tại Việt Nam, nhà máy có thể vận hành thương mại sớm nhất là nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4, vào tháng 6 và tháng 9/2025. Chúng tôi cho rằng tiến độ xây dựng 2 nhà máy này được triển khai nhanh chóng là nhờ quyết tâm của Chính phủ trong việc đáp ứng nhu cầu điện ngày càng tăng và tránh tình trạng thiếu điện trong những năm tới. Điều này đã xảy ra ở miền Bắc trong năm 2023. Tại buổi trao đổi với nhà đầu tư gần đây, BLĐ cho biết 94% hợp đồng EPC đã hoàn thành. Trở ngại còn lại là giải phóng mặt bằng và đường dây đấu nối từ nhà máy điện vào đường dây 220kV Mỹ Xuân – Cát Lái. Dự án đường dây truyền tải dài 6,8 km này dự kiến sẽ được khởi công trong Q1/2025 và hoàn thành trong Q3/2025.

Nhằm chuẩn bị nguồn LNG đầu vào cho nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4, PVGas (GAS; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu: 85.000đ) đã hoàn thành công tác xây dựng kho cảng LNG Thị Vải (giai đoạn 1) trong Q4/2023 với khả năng tiếp nhận 1 triệu tấn LNG mỗi năm và có kế hoạch mở rộng công suất lên 3 triệu tấn mỗi năm trong thời gian tới để đáp ứng nhu cầu của các nhà máy nhiệt điện mới cũng như phục vụ nhu cầu của ngành công nghiệp.

Bảng 8: các dự án nhiệt điện LNG triển khai đến năm 2030

Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 dự kiến đi vào hoạt động năm 2025

Dự án	Công suất (MW)	Vị trí	Nhà đầu tư	Năm bắt đầu xây dựng	Đi vào hoạt động (kế hoạch)
Nhơn Trạch 3 & 4	1,600	Miền nam	PVN (POW)	2021	2025 (*)
Hiệp Phước I	1,200	Miền nam	IPP	2022	2025
Long An I	1,500	Miền nam	IPP	2023	2029-2030
Thái Bình	1,500	Miền bắc	IPP	2025	By 2030
Bạc Liêu	3,200	Miền nam	BOT	N/a	2027-2029
Quảng Ninh	1,500	Miền bắc	PVN & Tokyo Gas	N/a	2028-2029
Quảng Trạch II	1,500	Miền trung	EVN	N/a	2029-2030
Hải Lăng I	1,500	Miền nam	BOT	N/a	2028-2029
Cà Ná	1,500	Miền nam	BOT	N/a	2029-2030
Sơn Mỹ Tôi	2,250	Miền nam	BOT	N/a	2027-2029
Sơn Mỹ II	2,250	Miền nam	PVN	N/a	2027-2029
Nghi Sơn	1,500	Miền bắc	IPP	N/a	2029-2030
Quỳnh Lập/Nghi Sơn	1,500	Miền bắc	N/a	N/a	2029-2030
Tổng cộng	21,024				

Ghi chú: Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 dự kiến đi vào hoạt động T9/2025
 Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Các cảng nhập khẩu LNG

Các cảng Thị Vải và Hải Linh đang hoạt động, các cảng còn lại đang trong quá trình quy hoạch

	Công suất (triệu tấn/năm)	Nhà đầu tư	Vốn đầu tư (triệu USD)	Thời gian đi vào hoạt động
Cảng LNG Thị Vải giai đoạn 1	1	GAS	262	2023 (*)
Cảng LNG Hải Linh	3.4	Hải Linh, AG&P	500	2024 (*)
Cảng LNG Hải Phòng Northern LNG Storage giai đoạn 1	0.7	ITECO	118	2026
Cảng LNG Sơn Mỹ giai đoạn 1	3.6	GAS, AES	1400	2023-2025
Cảng LNG Tây Nam (FSRU/trên bờ) tại Cà Mau, Kiên Giang	1-3	GAS	N/a	2022-2025
Cơ sở LNG Đông Nam (dự kiến tại Tiền Giang)	4-6	N/a	N/a	2022-2025
Cảng FSRU Thái Bình	0.2-0.5	GAS	N/a	2026 - 2030
Tổng cộng	13.9-18.2			

Nguồn: HSC ước tính

Môi trường pháp lý: Cập nhật

Dự thảo Luật Điện lực mới

HSC kỳ vọng Luật Điện lực mới sẽ giải quyết được tình trạng thiếu điện cũng như đưa ra sự hỗ trợ dài hạn cho việc phát triển các nhà máy phát điện mới. Dựa trên dự thảo mới nhất, những nội dung chính của luật mới bao gồm: (1) các biện pháp hỗ trợ việc phát triển nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG trở thành nguồn phát điện chính và tăng cường hỗ trợ công tác vận hành mạng lưới điện (2) những quy định mới về việc phát triển năng lượng hạt nhân (3) cơ chế giải quyết tình trạng chậm triển khai dự án, bao gồm việc rút giấy phép đối với các dự án chậm triển khai trên 12 tháng, (4) hợp đồng chênh lệch (CfD) để hỗ trợ phát triển các dự án thuộc cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) và (5) lựa chọn nhà đầu tư dựa trên đấu thầu để đảm bảo tính minh bạch và công bằng trong phân bổ dự án (6) phát triển các dự án điện khẩn cấp, bao gồm phát điện và đường dây truyền tải điện. Luật Điện lực mới dự kiến sẽ thay thế luật Điện lực đã được phê duyệt vào năm 2004.

Quy định mới về giá LNG đầu vào, nhưng khung giá phân phối chưa được ban hành

Trong tháng 5/2024, Bộ Công Thương ban hành Quyết định 1260/QĐ/BCT quy định giá bán điện đối với nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG dao động trong khoảng 0 – 2.590đ/kWh (tương đương 10,4 US cent/kWh). Mức giá LNG đầu vào tối đa dành cho các nhà máy nhiệt điện trước khi khấu trừ thuế GTGT, chi phí lưu trữ, chi phí tái hóa khí và phân phối được quy định ở mức tối đa là 12,97 USD/MMBTU. HSC nhận thấy quyết định này tạo điều kiện cho việc phát triển 2 nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG đầu tiên tại Việt Nam do PV Power (POW; Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu là 13.500đ; Nhà nước nắm phần lớn cổ phần) đầu tư.

Đối với khung giá phân phối LNG (chi phí lưu trữ, chi phí tái hóa khí và phân phối), chúng tôi dự báo sẽ được phê duyệt trong năm 2025 khi nhà máy Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 đi vào hoạt động như đã được đề cập trong Báo cáo ngành gần đây '[Lĩnh vực hạ nguồn dầu khí: Nhiều hợp đồng sắp tới!](#)'. Khung giá phân phối LNG có thể sẽ được áp dụng cho các nhà máy điện khí tại Việt Nam như Phú Mỹ và Nhơn Trạch 1, 2.

Cơ chế mua bán điện trực tiếp

Chính phủ đã phê duyệt cơ chế mua bán điện trực tiếp (theo Nghị định 80/2024/NĐ-CP), với thời gian bắt đầu có hiệu lực từ ngày 3/7/2024. Cơ chế (1) cho phép các nhà máy phát điện tái tạo bán điện trực tiếp cho khách hàng dùng điện lớn (khách hàng có nhu cầu trên 200.000 kWh mỗi tháng) và (2) đảm bảo người mua có thể đạt được chứng chỉ năng lượng tái tạo. Được phê duyệt trước thời hạn chúng tôi dự báo là cuối năm 2024, nghị định đã được nghiên cứu và thảo luận trong hơn 7 năm. Lưu ý, có 2 phương thức để bán điện tái tạo cho khách hàng dùng điện lớn:

- Thông qua đường dây truyền tải vật lý kết nối giữa bên bán và bên mua. Phương pháp này có thể được sử dụng cho nhiều loại điện tái tạo khác nhau như điện gió, điện mặt trời, thủy điện nhỏ, điện sinh khối, điện địa nhiệt, điện sóng biển, điện thủy triều, điện hải lưu, điện mặt trời mái nhà cũng như các loại năng lượng tái tạo khác.
- Sử dụng 'cơ chế DPPA ảo', tận dụng đường dây truyền tải hiện có của EVN nhưng chỉ áp dụng cho các nhà máy điện mặt trời và điện gió có công suất tối thiểu 10MW.

HSC kỳ vọng Nghị định này sẽ có tác động ban đầu tích cực lên tâm lý thị trường, cụ thể là lên giá cổ phiếu của các công ty năng lượng tái tạo như GEG, REE và PC1, cùng nhiều công ty khác. Sau khi thảo luận với một số công ty trong ngành, chúng tôi hiểu rằng đường dây truyền tải riêng theo cơ chế DPPA trực tiếp sẽ là một dự án riêng biệt, và cần phải điều chỉnh quy hoạch truyền tải quốc gia cũng như quy hoạch sử dụng đất của các tỉnh. Điều này cho thấy quá trình phát triển của cơ chế DPPA trực tiếp có thể sẽ dài hơn và phức tạp hơn nhiều so với kỳ vọng trước đây.

Chúng tôi cũng dự báo giá bán cho bên mua điện theo cơ chế DPPA sẽ cao hơn giá điện của EVN do (1) sẽ có nhiều khách hàng mua điện hơn, (2) khách hàng mua điện cũng sẽ nhận được chứng chỉ năng lượng tái tạo (3) khách hàng có thể nhận được xếp hạng tín dụng thấp hơn EVN, do đó người bán cần phải đưa ra giá bán cao hơn để bù đắp cho rủi ro đối tác.

Cho đến nay, chúng tôi rất mong chờ dự án DPPA đầu tiên (có khả năng là hợp đồng PPA đấu nối trực tiếp) ký hợp đồng sau bốn tháng kể từ khi nghị định này có hiệu lực. Đối với hợp đồng theo 'cơ chế DPPA ảo', việc triển khai đầy đủ đòi hỏi phải thông qua Luật Điện lực mới (có thể vào tháng 11-12 năm nay), cho phép tất cả các tính năng quan trọng của DPPA có hiệu lực, chẳng hạn như hợp đồng chênh lệch.

Nghị định cho điện mặt trời mái nhà tự sản tự tiêu

Nhằm khuyến khích việc sử dụng điện tái tạo và giảm nhu cầu đầu tư vào mạng lưới truyền tải điện, Chính phủ đã ban hành Nghị định 135/2024/NĐ-CP về các dự án điện mặt trời mái nhà, sản xuất điện cho nhu cầu tiêu thụ tại chỗ. Tóm lại, nguồn điện từ hệ thống điện mặt trời mái nhà không dùng hết được bán lại cho hệ thống điện quốc gia tối đa 20% công suất lắp đặt thực tế. Giá mua là giá điện bán buôn bình quân của thị trường trong năm trước liền kề do Công ty Vận hành hệ thống điện và thị trường điện Quốc gia (NSMO - đơn vị mới độc lập với EVN, được chuyển đổi từ Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia) công bố, tùy thuộc vào quy hoạch điện quốc gia (công suất tối đa 2.600MW cho các hệ thống điện mặt trời áp mái bổ sung đến năm 2030). Nếu các chủ đầu tư quyết định không bán lại lượng điện dư thừa cho lưới điện quốc gia, thì họ có thể phát triển thêm nguồn điện mà không bị giới hạn công suất. HSC cũng nhận thấy rằng mục đích của nghị định này cũng nhằm giảm bớt thủ tục hành chính cũng như quy trình đăng ký phát triển dự án. Nhiều tỉnh, thành bắt đầu ban hành hướng dẫn làm rõ, đơn giản hóa quy trình phát triển các dự án điện mặt trời mái nhà có công suất từ 1MW trở xuống như TP.HCM, Bình Phước.

Mục đích quan trọng của nghị định mới này là nhằm khuyến khích phát triển năng lực tái tạo trong dân cư cũng như trong công nghiệp tại Việt Nam, với mục tiêu chính là tự tiêu thụ và có cơ hội bán lại lượng điện dư cho lưới điện quốc gia với mức giá được công bố hằng năm.

Chúng tôi kỳ vọng nghị định này sẽ có lợi cho các đơn vị phát triển, vì thời gian hoàn vốn cho các dự án điện mặt trời mái nhà chỉ có thể từ 3 đến 4 năm, nhưng vẫn có thể được cấp chứng chỉ năng lượng tái tạo. Ngoài ra, Chính phủ có thể áp dụng mức công suất cao hơn là 7.000MW cho dự án [điện mặt trời mái nhà tự sản tự tiêu](#) (dựa trên công suất sẵn có của hệ thống), cao hơn nhiều so với mức 2.600MW đã đề cập ở trên. Khả năng tăng mức trần công suất cho điện mặt trời tùy thuộc vào quyết định của Chính phủ cũng như tình hình vận hành và tốc độ tăng trưởng về nhu cầu ở Việt Nam.

Chiến lược của công ty

PC1

Đối với PC1, mảng kinh doanh chính bao gồm triển khai các gói thầu EPC cho các dự án năng lượng tái tạo trên đất liền và khai thác quặng niken. Công ty đang mở rộng triển khai các gói thầu EPC tại các nước khác như dự án trang trại điện gió Camarines Sur (58,5MW) tại Philippines với thời gian hoàn thành dự kiến vào năm 2026. Ngoài ra, PC1 cũng mở rộng dự án khai thác quặng niken với việc xin cấp phép cho dự án khai thác quặng niken giai đoạn 2 ở tỉnh Cao Bằng. Sau 9 tháng, Công ty xuất khẩu 55.000 tấn quặng niken với tổng doanh thu 1,4 nghìn tỷ đồng và đóng góp 29% tổng lợi nhuận.

PGV

PGV ưu tiên ưu tiên giảm dư nợ vốn đang ở mức cao, thậm chí trong năm Công ty ghi nhận mức lợi nhuận thấp. Có đến 89,5% sản lượng điện của Công ty được sản xuất từ các nhà máy nhiệt điện than và khí đốt (khí đốt: 44,8% và than: 37%). Sự lệ thuộc vào các nhà máy nhiệt điện thường có tác động tiêu cực đến lợi nhuận của Công ty trong giai đoạn *La Nina*, vì EVN ít cần đến các nhà máy này khi có nguồn thủy điện dồi dào. Bất chấp một năm đầy khó khăn, PGV cố gắng trả bớt 4,2 nghìn tỷ đồng nợ trong 9 tháng đầu năm 2024.

Trong tương lai, Công ty có kế hoạch bổ sung thêm công suất cho các dự án đang có sẵn:

- Nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG Long Sơn (3,6 – 4,5 GW) tại tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu.
- Nhà máy thủy điện Srepok 3 mở rộng (110MW).
- Dự án điện gió ngoài khơi tại tỉnh Bình Thuận (1.000MW), hợp tác với Corico Generation.
- Dự án phát điện linh hoạt công suất 300MW tại tỉnh Ninh Bình.

Bảng 10: Cơ cấu công suất phát điện, PGV

Điện khí và điện than đóng góp 89,5% vào tổng công suất phát điện

Loại hình	Công suất (MW)	Tỉ lệ
Điện khí	2,930	49.0%
Điện than	2,424	40.5%
Thủy điện	586	9.8%
Điện mặt trời	43	0.7%
Tổng cộng	5,983	100.0%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận mới

Đối với PC1, HSC điều chỉnh giảm lần lượt 2,4%, 5,4% và 6% dự báo doanh thu giai đoạn 2024-2026, nhưng tăng 15,2%, 3,1% và 3,9% dự báo lợi nhuận gộp. Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận gộp là do mảng khai thác quặng niken có mức đóng góp lợi nhuận cao hơn. Cụ thể, hoạt động khai thác quặng niken dự kiến đóng góp 407 tỷ đồng vào lợi nhuận gộp năm 2025 (hoặc 20% tổng lợi nhuận gộp, cao hơn 9% so với dự báo trước đó). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 20,2% trong giai đoạn 2022-2025, do năm 2023 có mức nền thấp với lợi nhuận thuần chỉ 137 tỷ đồng. Chúng tôi cũng dự báo PC1 sẽ ghi nhận lợi nhuận thuần thấp hơn trong Q4/2024 với 78 tỷ đồng (giảm 36,5% so với quý trước) dựa trên cơ sở đồng USD mạnh lên trong quý).

Bảng 11: Dự báo cũ và dự báo mới, PC1

Nâng bình quân 3,8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

(tỷ đồng, %)	2022	2023	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	8,358	7,803	10,615	11,382	12,195	10,370	12,036	12,972	2.4%	-5.4%	-6.0%
Lợi nhuận gộp	1,595	1,574	1,991	2,066	2,260	1,728	2,004	2,174	15.2%	3.1%	3.9%
Lợi nhuận thuần	460	137	477	652	799	441	634	797	8.2%	2.8%	0.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, PC1

HSC dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2022-2025 tăng trưởng với CAGR là 20,2%

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	CAGR (22-25)
Doanh thu thuần	36.0%	7.2%	7.1%	13.4%
Lợi nhuận gộp	26.5%	3.7%	9.4%	12.3%
Lợi nhuận thuần	249.6%	36.5%	22.6%	20.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Dự báo Q4/2024

Dự báo lợi nhuận thuần Q4 đạt 101 tỷ đồng, giảm 36,5% so với quý trước

Tỷ đồng	Q4/23	Q4/24F	So với cùng kỳ	So với quý trước
Doanh thu thuần	2,663	3,077	15.6%	37.9%
Lợi nhuận gộp	518	501	-3.3%	3.9%
Lợi nhuận thuần	134	78	-41.4%	-50.9%

Nguồn: HSC ước tính

Đối với PGV, HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần xuống mức lỗ 211 tỷ đồng trong năm 2024 nhưng lợi nhuận 981 tỷ đồng trong năm 2025 do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 kém tích cực và KQKD Q4/2024 không chắc chắn (khi hiện tượng thời tiết có thể xảy ra với khả năng 50-55%, theo [Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn quốc gia](#)). Môi trường kinh doanh sẽ tốt hơn trong tháng 10/2025 khi EVN có thể tăng giá bán lẻ điện, tạo điều kiện để Công ty có được sản lượng hợp đồng cao hơn cho các nhà máy điện nhiệt.

Dựa trên tốc độ tăng trưởng đề cập trong dự báo mới, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong giai đoạn 2023-2026 là 1,5% do dự báo Công ty sẽ không bổ sung dự án mới vào danh mục dự án trong ngắn hạn.

Trong khi đó, HSC dự báo PGV ngưng kế hoạch cổ tức bằng tiền trong năm 2025 do lỗ dự kiến lỗ 211 tỷ đồng trong năm 2024. Cho năm 2026, PGV được dự báo sẽ tiếp tục chi trả cổ tức bằng tiền với lợi suất cổ tức là 3,2%. Trong quá khứ, tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức của PGV đã đạt mức 73% trong 4 năm qua.

HSC dự báo lợi nhuận thuần Q4/2024 của PGV sẽ đạt mức khiêm tốn 248 tỷ đồng, tăng 202% so với cùng kỳ nhưng giảm 50% so với quý trước do đồng USD tăng giá so với VND trong quý (tỷ giá USD/VND Q3/2024 giảm 2,8% so với quý trước).

Bảng 14: Dự báo cũ và dự báo mới, PGV

HSC giảm 69% dự báo lợi nhuận thuần 'cốt lõi' năm 2025

(tỷ đồng, %)	2023	Dự báo mới		Dự báo lần đầu	2026	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2024	2025			2024	2025	2024	2025
Doanh thu thuần	45,862	40,691	40,952	41,161	40,022	39,841	2%	3%	
Lợi nhuận gộp	4,518	3,925	4,126	4,178	4,522	4,516	-13%	-9%	
Thu nhập/chi phí lãi vay	(2,993)	(3,410)	(2,106)	(1,148)	(1,066)	(873)	220%	141%	
LNTT	1,241	61	1,563	2,591	2,920	3,220	-98%	-51%	
Lợi nhuận thuần	1,065	(211)	981	1,802	2,337	2,577	-109%	-62%	
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(492)	174	174	174	0	0	nm	nm	
Lợi nhuận thuần "cốt lõi"	1,558	(385)	807	1,628	2,337	2,577	-116%	-69%	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Tăng trưởng theo dự báo mới, PGV

Dự báo CAGR củ lợi nhuận thuần "cốt lõi" giai đoạn 2023-2026 là 1,5%

	2024F	2025F	2026F	CAGR (23-26)
Doanh thu thuần	-11.3%	0.6%	0.5%	-3.5%
Lợi nhuận gộp	-13.1%	5.1%	1.3%	-2.6%
Lợi nhuận thuần	-119.8%	N/m	83.8%	19.2%
Lợi nhuận thuần "cốt lõi"	-124.7%	-309.3%	101.9%	1.5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Dự báo Q4/2024, PGV

Dự báo lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 248 tỷ đồng, giảm 50% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước
Doanh thu thuần	9,773	7,104	11,266	15%	59%
Lợi nhuận gộp	778	414	1,930	148%	366%
Lợi nhuận thuần	82	491	248	202%	-50%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá các công ty do tính chất dài hạn của các dự án hạ tầng cơ bản đang được triển khai. Đối với PC1, Công ty đang mở rộng hoạt động khai thác quặng niken và bổ sung thêm các nhà máy thủy điện vào danh mục dự án điện tái tạo. Đối với PGV, Công đang sở hữu và vận hành 6GW công suất phát điện tại Việt Nam, chủ yếu là công suất điện khí và điện than.

Một số thông tin chi tiết và giả định của chúng tôi như sau:

- HSC giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% từ 8,5% cho cả PC1 và PGV sau khi giảm các giả định để phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ gần đây.
- Chúng tôi giữ nguyên hệ số beta (PC1: 1,2 lần; PGV: 1,1 lần).
- Theo đó, giả định WACC đối với PC1 và PGV sẽ ở lần lượt mức 9,6% và 10,3% (so với 10,3% và 10,7% trước đó).
- Đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn, chúng tôi tăng lần lượt 3% và 1% đối với PC1 và PGV (từ 2% và -1% trước đó).
- Thời gian định giá theo phương pháp DCF áp dụng cho PC1 và PGV là đến năm 2028.
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024).

Dựa trên những giả định này, chúng tôi lưu ý giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ đóng góp 87% giá trị doanh nghiệp PC1 và 64% giá trị doanh nghiệp PGV (so với 88% và 54% trước đó) – tất cả các giá trị được nêu trước khi điều chỉnh cho nợ thuần – và giá trị hiện tại của dòng tiền trong kỳ dự báo đóng góp phần còn lại.

Áp dụng phương pháp định giá này, giá mục tiêu mới của PC1 sẽ là 28.000đ, giảm 4% so với 29.304đ trước đó, với khuyến nghị Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) do giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây. Giá mục tiêu mới cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 15,4 lần. Đối với PGV, giá mục tiêu mới là 17.000đ, giảm 33% so với dự báo trước đó ở mức 25.300đ, cho thấy P/E dự phóng năm 2025 của cổ phiếu là 23,7 lần. PC1 là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành nhờ có lợi nhuận tích cực, với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 27% cũng như nhiều động lực tăng trưởng từ nhiều lĩnh vực khác nhau.

Bối cảnh định giá

Diễn biến cổ phiếu trong thời gian gần đây

Cả PC1 và PGV đều diễn biến kém tích cực hơn VN Index trong 3 tháng qua.

Bảng 17: Diễn biến giá cổ phiếu PC1, PGV, và chỉ số VN Index trong 3-12 tháng

PC1 và PGV đều có diễn biến kém tích cực so với chỉ số trong 3-12 tháng qua

	3M	12M
PC1	-13.1%	-4.3%
PGV	-12.6%	-9.5%
VN Index	-4.4%	+10.6%

 Tính đến 22/11/2024
 Nguồn: HSC ước tính

So với các công ty cùng ngành

So với 5 công ty thuộc ngành Dịch vụ tiện ích – Điện trong danh sách khuyến nghị, PC1 có P/E dự phóng năm 2025 là 10,4 lần, thấp hơn 15% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 12,2 lần. Trong khi đó, PGV đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 22,2 lần, cao hơn 82% so với bình quân các công ty cùng ngành.

Ngoài ra, xét về mặt P/E trượt dự phóng 1 năm, PC1 đang giao dịch ở mức 12,1 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,6 lần. PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,5 lần, theo ước tính của chúng tôi.

Bảng 18: So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực

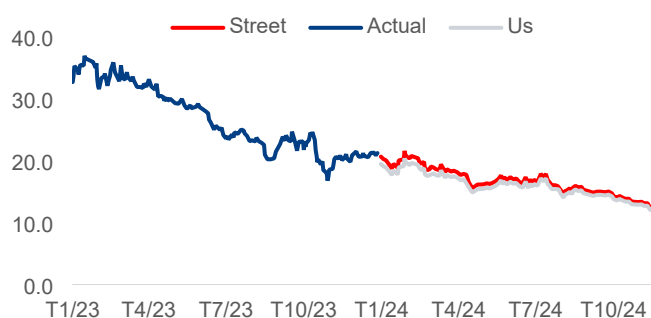
Dựa trên P/E năm 2025, PC1 đang giao dịch ở mức rẻ hơn trong khi PGV đang ở mức cao hơn

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		PE	
		2024	2025	2024	2025
PetroVietnam Power (POW)	1,119	9.1	7.5	17.9	14.6
Gialai Electricity (GEG)	145	7.1	5.9	17.4	11.9
Refrigeration Electrical Eng. (REE)	1,237	7.2	6.5	11.1	10.6
Bình quân ngành	834	7.8	6.6	15.5	12.4
PC1	322	7.5	7.2	17.3	12.7
PC1 chênh lệch/chiết khấu	-61%	-4%	9%	12%	3%
PGV	855	6.7	5.8	N/m	22.2
PGV chênh lệch/chiết khấu	3%	-14%	-13%	N/m	80%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 19: P/E trượt dự phóng 1 năm, PC1

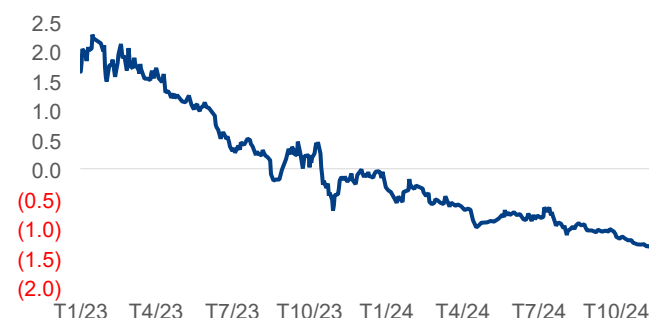
PC1 hiện giao dịch tại P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 20: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PC1

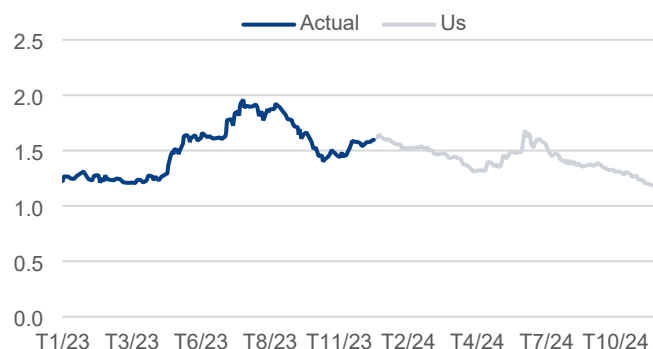
...và thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân P/E quá khứ



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 21: P/B trượt dự phóng 1 năm, PGV

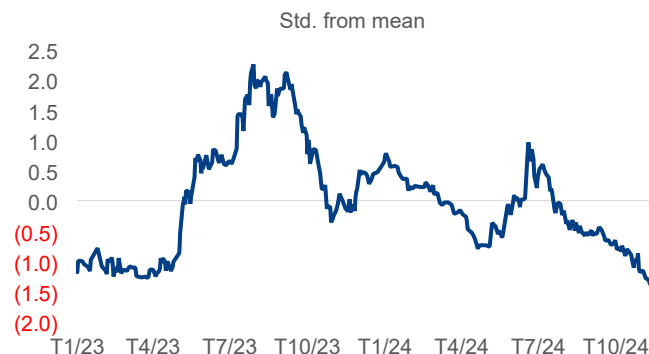
PGV hiện giao dịch với /B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 22: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PGV

... thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với P/B bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro

Rủi ro giảm

- Nếu Chính phủ ban hành chính sách quyết liệt hơn trong việc giải quyết những thách thức ngày càng tăng của ngành điện, ví dụ như cho phép tư nhân tham gia vào việc phát triển mạng lưới truyền tải điện hoặc cho phép các KCN tự phát triển các hệ thống điện mặt trời phục vụ cho nhu cầu tại chỗ, PC1 sẽ là đơn vị hưởng lợi lớn nhất trong các công ty tiện ích, nhờ có kinh nghiệm vững chắc trong hoạt động xây dựng điện.
- Giá quặng niken giảm (đối với PC1). Chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy đối với giá quặng niken. Nếu giá niken giảm 20% xuống 15.000 USD/tấn, giá mục tiêu của PC1 sẽ giảm xuống 18.150đ, dựa trên sản lượng tiêu thụ hiện tại là 75.000 tấn/năm, với giá bán quặng niken quy đổi là 20 triệu đồng/tấn.
- Việc chậm trễ trong hoàn tất cổ phần hóa (đối với PGV) có thể làm chậm tiến độ huy động vốn cho các dự án phát điện mới của Công ty.

Rủi ro tăng

- Chỉ số DXY yếu đi có thể giúp cải thiện lợi nhuận trong ngắn đối với các công ty tiện ích có nợ bằng USD cao như PGV.
- Giá LNG và than giảm có thể giúp tăng sản lượng tiêu thụ của PGV.
- EVN trả cho PGV khoản lỗ tỷ giá tích lũy trong giai đoạn 2019-2023 là 3,8 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi không phản ánh các khoản lợi nhuận tiềm năng này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ28,000 (từ VNĐ29,304)

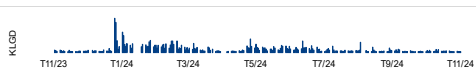
Tiềm năng tăng/giảm: 21.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024) 23,100

Mã Bloomberg	PC1 VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	21,610-27,653
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,960
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,262
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	326
Slg CP lưu hành (tr.đv)	358
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	179
Slg CP NN được mua (tr.đv)	115
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.0%
Tỷ lệ freefloat	71.2%
Cổ đông lớn	Trịnh Văn Tuấn (21.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.16)	(6.13)	(1.43)
So với chỉ số	(0.33)	(5.03)	(17.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,201	1,186	1.3
2025F	1,640	1,867	(12.2)
2026F	2,010	2,512	(20.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Từ một công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng điện, PC1 đang dần mở rộng sang đầu tư vào các dự án phát điện tái tạo. Ngoài ra, PC1 cũng có một số dự án phát triển bất động sản.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Mảng khai khoáng niken hỗ trợ lợi nhuận

- HSC nâng khuyến nghị đối với PC1 lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng, trong khi điều chỉnh giảm 4% giá mục tiêu xuống 28.000đ sau khi phân tích KQKD Q3/2024 và mảng khai khoáng niken.
- Cho năm 2024-2025, chúng tôi tăng lần lượt 8,2% và 2,8% dự báo lợi nhuận thuần, cho thấy tốc độ tăng trưởng mới là 2,5 lần trong năm nay và 36,5% trong năm sau. Mảng khai khoáng niken mới của PC1 dự kiến sẽ đóng góp 14% vào doanh thu thuần trong năm 2025.
- Giá mục tiêu theo phương pháp DCF cho thấy P/E dự phóng năm 2024 và 2025 ở mức 21 lần và 15,3 lần. PC1 hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2024

Sau khi Công ty công bố KQKD Q3/2024 cao hơn dự báo, HSC xem xét lại dự báo lợi nhuận, nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng khai khoáng niken tăng nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp mảng xây lắp điện lại giảm. LNST Q3/2024 đạt 259 tỷ đồng, tăng 6,5 lần so với cùng kỳ từ mức nền thấp trong Q3/2023, với sự đóng góp tích cực vào lợi nhuận gộp của mảng phát điện (42% tổng lợi nhuận gộp) và mảng khai khoáng niken (29% tổng lợi nhuận gộp). Trong 9 tháng đầu năm 2024, cả hai mảng kinh doanh đều ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 3,74 điểm phần trăm và 6,56 điểm phần trăm so với 9 tháng đầu năm 2023.

Tác động: Tăng 8,2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024

HSC điều chỉnh tăng 8,2%, 2,8% và 0,2% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 trên cơ sở sản lượng tiêu thụ quặng niken tăng lên 75.000 tấn/năm (từ 30.000 tấn) nhờ xuất khẩu tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2024 và việc giảm giá vốn hàng bán trên mỗi đơn vị xuống 18,1 triệu đồng/tấn nhờ chi phí hoạt động giảm 19%. Lợi nhuận gộp mảng xây dựng được điều chỉnh giảm 13,6% cho năm 2024 và giảm 20,8% cho năm 2025-2026 do tỷ suất lợi nhuận giảm (7% trong 9 tháng đầu năm 2024 so với 11,6% trong 9 tháng đầu năm 2023) và áp lực mở rộng kinh doanh ra quốc tế. Mặc dù lợi nhuận thuần giai đoạn 2022-2026 có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 20,2%, công ty không chia cổ tức trong giai đoạn dự báo do đối mặt với khoản nợ cao. Dự báo EPS của chúng tôi sát với bình quân dự báo thị trường trong năm 2024 nhưng thấp hơn 12-20% trong năm 2025-2026.

Định giá và khuyến nghị

HSC đưa ra giá mục tiêu mới của PC1 sẽ là 28.000đ, giảm 4% so với 29.304đ trước đó, với khuyến nghị Mua vào. Giá mục tiêu mới cho thấy PC1 có P/E dự phóng năm 2024-2025 lần lượt là 21 lần và 15,3 lần. PC1 hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,6 lần. PC1 là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành nhờ có lợi nhuận tích cực, với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 20,2% cũng như nhiều động lực tăng trưởng từ nhiều lĩnh vực khác nhau. Giá cổ phiếu diễn biến kém tích cực hơn VN Index trong 3 tháng và 12 tháng qua do tốc độ phát triển năng lượng tái tạo còn chậm tại thị trường Việt Nam.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,903	1,940	2,211 ▲	2,297 ▲	2,473 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	460	137	477 ▲	652	799
EPS ĐC (đồng)	1,365	496	1,201	1,640 ▼	2,010 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	14,305	14,491	16,518 ▲	18,476 ▲	20,877 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.27	8.71	7.47	7.25	6.15
P/E ĐC (lần)	16.9	46.6	19.2	14.1	11.5
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.61	1.59	1.40	1.25	1.11
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	17.3	(63.7)	142	36.5	22.6
ROAE (%)	9.37	2.65	8.61	10.4	11.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Niken bù trừ cho phần sụt giảm lợi nhuận kém tích cực của mảng xây dựng

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng do giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây và việc đưa ra các giả định định giá mới, cũng như giảm 4% giá mục tiêu xuống 28.000đ sau khi (1) lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (2) tăng dự báo lợi nhuận gộp nhờ mức đóng góp cao hơn từ mảng khai khoáng niken để bù trừ cho phần đóng góp lợi nhuận sụt giảm từ mảng xây lắp điện. Theo quan điểm của chúng tôi, PC1 vẫn còn hấp dẫn và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn 15% so với bình quân của các đối thủ cạnh tranh.

Tổng quan về HSKD

PC1 đang có 5 mảng kinh doanh chính bao gồm xây lắp điện, sản xuất công nghiệp, đầu tư năng lượng, phát triển BĐS và thương mại. Đáng lưu ý, 74% doanh thu trong 9 tháng đầu năm 2024 của PC1 – bao gồm xây lắp điện, kinh doanh điện, sản xuất kết cấu thép, và hầu hết doanh thu kinh doanh – được thúc đẩy bởi nhu cầu điện ngày càng tăng trên cả nước.

Lợi thế cạnh tranh

PC1 bắt đầu hoạt động trong lĩnh vực xây dựng đường dây và trạm điện từ năm 1963 với tư cách là một công ty Nhà nước, và theo thời gian đã chuyển đổi hoàn toàn thành một công ty tư nhân với tư cách là tổng thầu/EPC đáng tin cậy cho các dự án truyền tải điện quốc gia và các dự án năng lượng tái tạo. Gần đây, Công ty mở rộng sang đầu tư/vận hành thủy điện nhỏ, nhà máy điện tái tạo, khu công nghiệp và phát triển BĐS nhà ở. PC1 đang hưởng lợi từ nhu cầu điện ngày càng tăng và tổng vốn đầu tư cho việc phát triển điện trong 10 năm tới.

Nâng cao công suất

Phát điện

PC1 đang có danh mục dự án năng lượng điện nhỏ và đa dạng. Công suất vận hành đạt 313MW, không đổi trong ba năm qua, bao gồm 169MW thủy điện quy mô nhỏ và 144MW điện gió với giá FIT là 8,5 US cent/kWh. Công ty có kế hoạch mở rộng công suất trong tương lai với dự án Bảo Lạc A (thủy điện nhỏ 30MW) và Thương Hà (thủy điện nhỏ 13MW), dự kiến khởi công từ năm 2025.

HSC kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận của PC1 trong dài hạn sẽ rõ ràng hơn từ năm 2025 sau khi Luật Điện lực sửa đổi và nhiều quy định hỗ trợ khác cho ngành điện có thể thu hút các khoản đầu tư lớn trong trung và dài hạn để phát triển cơ sở hạ tầng điện – lĩnh vực mà PC1 đang hoạt động.

Cơ hội tăng trưởng trong dài hạn

Chúng tôi dự báo PC1 sẽ hưởng lợi trong hoạt động sản xuất quặng niken. Dự án sản xuất quặng niken (giai đoạn 1) đang hoạt động với 70% công suất, với sản lượng tiêu thụ đạt 75.000 tấn quặng niken mỗi năm, và PC1 dự kiến phát triển giai đoạn 2 (theo báo [Công Thương](#)).

Phân tích KQKD Q3/2024

LNST Q3/2024 đạt 259 tỷ đồng (tăng 6,5% so với cùng kỳ từ mức nền rất thấp trong Q3/2023). Theo đó, LNST 9 tháng đầu năm 2024 đạt 578 tỷ đồng (tăng 5,2% so với cùng kỳ), hoàn thành 102% dự báo trước đó cho cả năm 2024 của HSC và đạt 110% kế hoạch cho cả năm do Công ty đề ra. Loại trừ tác động từ biến động tỷ giá (Q3/2024 – lãi tỷ giá 96 tỷ đồng; Q3/2023 – lỗ tỷ giá 99 tỷ đồng), LNST Q3/2024 đạt 163 tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ nhưng giảm 22% so với quý trước.

Mức đóng góp lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2024 của mảng phát điện và mảng sản xuất quặng niken lần lượt ở mức 42% và 29%, trong khi mảng EPC đóng góp chỉ 11%. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng điện và mảng khai khoáng niken cũng tăng lần lượt 3,7 điểm phần trăm và 6,6 điểm phần trăm lên 52,8% và 30,4%.

Dưới đây chúng tôi trình bày sự phân bổ tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng khai khoáng niken, được duy trì ở mức 28-36% trong ba quý đầu năm 2024. Trong khi đó, tỷ suất

lợi nhuận của mảng EPC thể hiện xu hướng giảm do hoạt động phát triển các dự án năng lượng tái tạo tại Việt Nam không thuận lợi.

Trong 9 tháng đầu năm 2024, sản lượng xuất khẩu của PC1 đạt 55.000 tấn quặng niken tinh chế với tổng doanh thu 1,4 nghìn tỷ đồng. Công ty có kế hoạch xuất khẩu 11.500 tấn trong Q4/2024.

Bảng 23: Tỷ suất lợi nhuận gộp của theo mảng kinh doanh

Tỷ suất lợi nhuận của mảng sản xuất quặng niken 9 tháng đầu năm 2024 đạt 30,4%

	3Q23	3Q24	9M23	9M24
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21.5%	21.6%	20.5%	19.8%
EPC	6.9%	4.4%	11.6%	7.0%
Sản xuất công nghiệp	11.0%	10.7%	9.7%	9.1%
Điện	50.4%	52.0%	49.0%	52.8%
Quặng Niken	23.8%	28.6%	23.8%	30.4%

Nguồn: PC1, HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận mới

Xét về các động lực tăng trưởng chính cho giai đoạn 2024-2026, HSC giả định sản lượng tiêu thụ bình quân 75.000 tấn/năm, cao hơn nhiều so với dự báo trước đó là 30.000 tấn/năm do tốc độ tăng trưởng doanh thu xuất khẩu tăng mạnh hơn trong 9 tháng đầu năm. HSC dự báo giá bán bình quân mỗi tấn quặng niken cho từng năm là 25 triệu đồng/23 triệu đồng/23,5 triệu đồng do giá niken ổn định ở mức 18,2 nghìn USD/tấn trong Q4/2024 và áp dụng giá dự báo bình quân của Bloomberg để đưa vào mô hình dự báo. HSC cũng điều chỉnh giảm 18,7% tỷ lệ giá vốn hàng bán trên mỗi đơn vị sản phẩm/tấn xuống 18,11 triệu đồng (chi phí sản xuất bình quân cho mỗi tấn sản phẩm trong 9 tháng đầu năm 2024) từ 22,3 triệu đồng do chi phí vận hành giảm trong 9 tháng đầu năm 2024 khi Công ty đẩy mạnh sản lượng sản xuất.

Trong khi đó, chúng tôi cũng giảm lần lượt 13,6%, 20,8% và 20,8% dự báo lợi nhuận gộp mảng xây lắp điện cho năm 2024, 2025 và 2026 do tỷ suất lợi nhuận gộp của dự án đường dây truyền tải 500kV thấp hơn dự báo. Tỷ suất lợi nhuận gộp của các dự án năng lượng tái tạo truyền thống đạt 7% trong 9 tháng 2024 (so với 11,6% trong 9 tháng 2023). Ngoài ra, do thiếu các dự án năng lượng tái tạo mới tại Việt Nam, PC1 đang mở rộng hoạt động xây lắp sang các nước khác như Philippines, Lào và Úc, điều này có thể tạo ra thêm áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của mảng này.

Ngoài ra, chúng tôi dự báo PC1 sẽ không chi trả cổ tức tiền mặt trong ba năm tới do tỷ lệ nợ thuần/vốn chủ sở hữu cao ở mức 145% trong năm 2024 và kế hoạch mở rộng HĐKD đầy tham vọng.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 19,5%, 25,7% và 26,2% dự báo lợi nhuận gộp giai đoạn 2024-2026 dựa trên những thay đổi liên quan đến các động lực tăng trưởng chính. Ngoài ra, dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 cũng được điều chỉnh tăng lần lượt 13,5%, 24,0% và 18,2%.

Dựa trên các giả định mới, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong giai đoạn 2022-2026 là 20,2%, chủ yếu nhờ tốc độ tăng trưởng kép hàng năm mảng khai khoáng (21,1%), xây lắp điện (30,1%) và phát điện (12,1%).

Bảng 24: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, PC1

Nâng 3,8% dự báo lợi nhuận thuần trong 3 năm tới

(Tỷ đồng, %)	Dự báo mới					Dự báo cũ			Điều chỉnh		
	2022	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	8,358	7,803	10,615	11,382	12,195	10,370	12,036	12,972	2.4%	-5.4%	-6.0%
Điện	1,715	1,461	1,661	1,783	1,919	1,498	1,768	1,908	10.9%	0.8%	0.6%
Xây dựng	4,864	2,618	3,927	4,320	4,752	5,000	6,000	6,600	-21.5%	-28.0%	-28.0%
Sản xuất công nghiệp	645	1,165	1,398	1,538	1,615	1,281	1,410	1,480	9.1%	9.1%	9.1%
Khai thác nicken	0	722	1,876	1,723	1,765	837	840	840	124.1%	105.1%	110.1%
BDS	51	187	0	150	150	0	150	150	nm	0.0%	0.0%
Quản lý BDS KCN	0	614	615	615	615	615	615	615	0.0%	0.0%	0.0%
Thương mại & mảng khác	1,083	1,036	1,139	1,253	1,378	1,139	1,253	1,378	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận gộp	1,595	1,574	1,991	2,066	2,260	1,728	2,004	2,174	15.2%	3.1%	3.9%
Điện	740	823	898	997	1,043	752	890	991	19.4%	12.0%	5.3%
Xây dựng	237	314	432	475	523	500	600	660	-13.6%	-20.8%	-20.8%
Sản xuất công nghiệp	116	126	138	145	145	128	141	148	8.0%	3.1%	-1.8%
Khai thác nicken	231	517	364	407	411	168	171	171	116.8%	138.0%	140.1%
BDS	79	0	54	54	54	0	54	54	nm	0.0%	0.0%
Quản lý BDS KCN	139	154	154	154	154	123	123	123	25.0%	25.0%	25.0%
Thương mại & mảng khác	31	57	25	28	30	57	25	28	-56.0%	10.0%	10.0%
Lợi nhuận thuần	460	137	477	652	799	441	634	797	8.2%	2.8%	0.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 25: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, PC1

Chúng tôi dự báo mảng khai thác nicken sẽ dẫn đầu tăng trưởng lợi nhuận thuần trong 3 năm tới

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	CAGR (22-26)
Doanh thu thuần	36.0%	7.2%	7.1%	13.4%
Lợi nhuận gộp	26.5%	3.7%	9.4%	12.3%
Điện	9.1%	11.0%	4.7%	12.1%
Xây dựng	37.5%	10.0%	10.0%	30.1%
Sản xuất công nghiệp	10.0%	5.0%	0.0%	7.7%
Khai thác nicken	-29.6%	11.7%	0.9%	21.1%
BDS	nm	0.0%	0.0%	-11.9%
Quản lý BDS KCN	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%
Thương mại & mảng khác	-56.0%	10.0%	10.0%	-1.2%
Lợi nhuận gộp	249.6%	36.5%	22.6%	20.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Dự báo giá niken, PC1

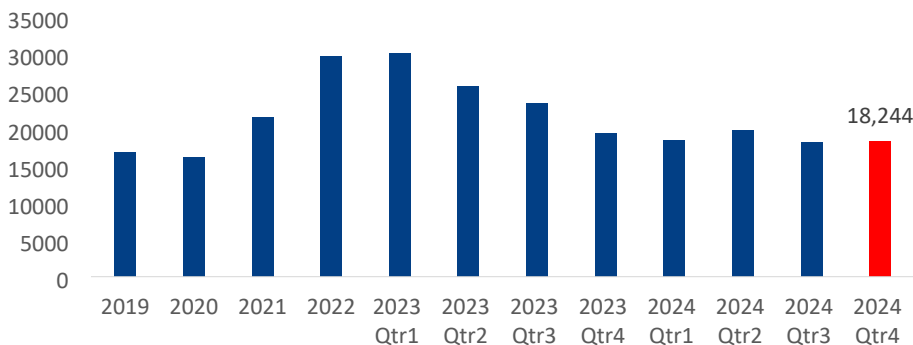
Dự báo giá niken năm 2025-2026 lần lượt là 17.174 USD/tấn và 17.600 USD/tấn

	2023	2024	2025	2026
Trung vị theo dự báo của Bloomberg	24,545	17,223	17,174	17,600
Thay đổi	-17%	-30%	0%	2%

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 27: Giá niken, PC1

Giá niken sẽ ổn định ở mức 18.000 USD/tấn trong quý 4/2024



Nguồn: HSC ước tính

Nâng khuyến nghị lên Mua vào do giá cổ phiếu giảm gần đây; giảm nhẹ 4% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá PC1 khi Công ty đang mở rộng hoạt động khai thác quặng niken và bổ sung thêm các nhà máy thủy điện vào danh mục dự án điện tái tạo.

Một số thông tin chi tiết và giả định của chúng tôi như sau:

- HSC giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% từ 8,5% đối với PC1 sau khi giảm các giả định để phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ.
- Chúng tôi giữ nguyên hệ số beta 1,2 lần.
- Theo đó, WACC của PC1 đạt 9,6% (so với 10,3% trước đó).
- Đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn, chúng tôi tăng từ 2% lên 3% do tiềm năng tăng trưởng lớn từ Luật Điện lực mới.
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024).

Dựa trên những giả định này, HSC lưu ý rằng giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ đóng góp 83% giá trị doanh nghiệp của PC1 (so với 87% trước đó) – tất cả các giá trị được nêu trước khi điều chỉnh cho nợ thuần – và giá trị hiện tại của dòng tiền trong kỳ dự báo đóng góp phần còn lại.

Với phương pháp định giá này, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới của PC1 sẽ là 28.000đ, giảm 4% so với 29.304đ trước đó, với khuyến nghị Mua vào. Giá mục tiêu mới cho thấy PC1 có P/E dự phóng năm 2024-2025 lần lượt là 21 lần và 15,3 lần. PC1 là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành nhờ có lợi nhuận tích cực, với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 20,4% cũng như nhiều động lực tăng trưởng từ nhiều lĩnh vực khác nhau.

Bảng 28: Dòng tiền tự do không bao gồm vốn vay của DN, PC1

Tổng cộng đạt 2,7 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2028

Tỷ đồng	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	1,318	1,184	1,433	1,515	1,650	1,727	1,777
Thu nhập thuần trừ nợ vay	1,169	923	1,146	1,212	1,320	1,381	1,437
Cộng: Khấu hao	627	776	892	906	923	945	960
Trừ: Vốn đầu tư	(1,729)	(385)	(524)	(1,276)	(132)	(144)	(144)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(490)	(857)	(1,402)	(968)	(1,131)	(1,166)	(75)
UFCF	(423)	457	112	(127)	981	1,016	1,437
Chiết khấu	0%	0%	0%	100%	91%	83%	76%
Giá trị hiện tại của UFCF	-	-	-	(127)	895	846	1,111
Tổng UFCF				2,746			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 29: Định giá DCF, PC1

Giá mục tiêu mới là 28.000đ

Tỷ đồng	Cuối năm-2025
Tổng giá trị hiện tại	2,746
Tăng trưởng dài hạn	3.0%
Giá trị dài hạn	23,208
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	17,619
Tổng giá trị hiện tại	20,364
Cộng: Tiền	2,352
Trừ: Tổng nợ	(10,617)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(2,085)
Giá trị vốn CSH	10,014
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	358
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	28,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 30: Tính toán WACC, PC1

Phần bù rủi ro vốn CSH giả định là 7,5% - 8,5%

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	7.5%
Phần bù rủi ro vốn CSH	1.2
Beta	13.1%
Chi phí vốn CSH	8.5%
Lãi suất	20.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	6.8%
Chi phí nợ	45.0%
Tỷ trọng vốn CSH	55.0%
WACC	9.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

So với các công ty cùng ngành

So với 5 công ty thuộc ngành Dịch vụ tiện ích – Điện trong danh sách khuyến nghị, PC1 có P/E dự phóng năm 2025 là 12,7 lần, cao hơn 3% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 12,4 lần. Ngoài ra, cổ phiếu còn có P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,6 lần.

Bảng 31: So sánh các công ty HSC khuyến nghị, PC1

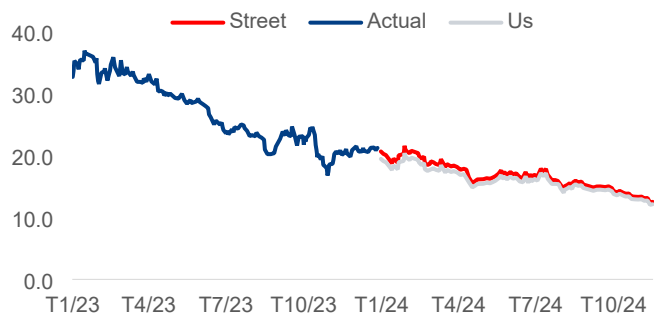
PC1 hiện giao dịch ở mức chiết khấu so với các công ty cùng ngành theo P/E năm 2025

DN	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		PE	
		2024	2025	2024	2025
PetroVietnam Power	1,119	9.1	7.5	17.9	14.6
Gialai Electricity	145	7.1	5.9	17.4	11.9
Refrigeration Electrical Eng.	1,237	7.2	6.5	11.1	10.6
Bình quân ngành điện	834	7.8	6.6	15.5	12.4
PC1	322	7.5	7.2	17.3	12.7
PC1 Chênh lệch/(chiết khấu)	-61%	-4%	9%	12%	3%
PGV	855	6.7	5.8	N/m	22.2
PGV Chênh lệch/(chiết khấu)	3%	-14%	-13%	N/m	80%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 32: P/E trượt dự phóng 1 năm, PC1

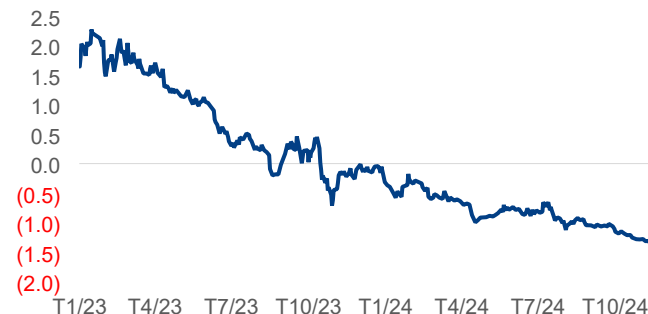
PC1 hiện giao dịch tại /E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 33: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PC1

...và thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân P/E quá khứ



Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro

Động lực tăng trưởng tiềm năng

- Nếu Chính phủ ban hành chính sách quyết liệt hơn trong việc giải quyết những thách thức ngày càng tăng của ngành điện, ví dụ như cho phép tư nhân tham gia vào việc phát triển mạng lưới truyền tải điện hoặc cho phép các KCN tự phát triển các hệ thống điện mặt trời phục vụ cho nhu cầu tại chỗ, PC1 sẽ là đơn vị hưởng lợi lớn nhất trong các công ty tiện ích, nhờ có kinh nghiệm vững chắc trong hoạt động xây dựng điện.

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo

- Giá quặng niken giảm (đối với PC1). Chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy đối với giá niken. Nếu giá niken giảm 20% xuống 15000 USD/tấn, giá mục tiêu của PC1 sẽ giảm xuống 18.150đ, dựa trên sản lượng tiêu thụ hiện tại là 75.000 tấn/năm, với giá bán quặng niken quy đổi là 20 triệu đồng/tấn.

Bảng 34: Phân tích độ nhạy với giá quặng niken, PC1

Kịch bản cơ sở của HSC đối với giá quặng niken năm 2024-2026 lần lượt là 18,7 nghìn USD/17,1 nghìn USD /17,6 nghìn nghìn USD /tấn

		Giá niken (USDk/tấn)				
		12.0	15.0	18.7	22.4	26.9
		Giá bán quặng niken của PC1 (triệu đồng/tấn)				
		16.0	20.0	25.0	30.0	36.0
Khối lượng bán (tấn/năm)	25,000	22,832	25,458	28,742	32,025	35,965
	50,000	16,551	21,804	28,371	34,937	42,817
	75,000	10,271	18,150	28,000	37,850	49,669
	150,000	(8,571)	7,189	26,888	46,587	70,226
	250,000	(33,693)	(7,427)	25,405	58,237	97,635

Ghi chú: đối với năm 2025-26, chúng tôi sử dụng trung vị trong dự báo của Bloomberg cho giá niken. Phân tích độ nhạy sử dụng cùng một tỷ lệ thay đổi về giá niken cho các năm tới.
 Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	8,358	7,803	10,615	11,382	12,195
Lợi nhuận gộp	1,595	1,574	1,991	2,066	2,260
Chi phí BH&QL	(277)	(391)	(672)	(674)	(709)
Thu nhập khác	19.7	10.8	0	0	0
Chi phí khác	(61.1)	(28.7)	0	0	0
EBIT	1,276	1,164	1,319	1,392	1,550
Lãi vay thuần	(671)	(785)	(581)	(484)	(403)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.70	1.58	114	124	100
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	605	381	852	1,031	1,248
Chi phí thuế TNDN	(68.5)	(83.9)	(170)	(206)	(250)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(77.1)	(160)	(205)	(173)	(199)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	460	137	477	652	799
Lợi nhuận thuần ĐC	488	177	430	587	719
EBITDA ĐC	1,903	1,940	2,211	2,297	2,473
EPS (đồng)	1,286	382	1,335	1,823	2,234
EPS ĐC (đồng)	1,365	496	1,201	1,640	2,010
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	2,581	2,112	2,352	1,501	1,709
Đầu tư ngắn hạn	1,006	769	538	592	651
Phải thu khách hàng	3,174	2,803	3,874	4,073	4,314
Hàng tồn kho	890	921	1,211	1,343	1,414
Các tài sản ngắn hạn khác	261	240	332	358	382
Tổng tài sản ngắn hạn	7,913	6,845	8,307	7,868	8,471
TSCĐ hữu hình	9,972	9,610	9,286	9,714	8,997
TSCĐ vô hình	1,302	1,236	1,192	1,135	1,060
Bất động sản đầu tư	271	146	146	146	146
Đầu tư dài hạn	1.44	1.22	4.82	4.82	4.82
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,537	1,605	1,605	1,605	1,605
Tài sản dài hạn khác	758	781	776	776	776
Tổng tài sản dài hạn	13,841	13,380	13,010	13,381	12,589
Tổng cộng tài sản	21,754	20,225	21,317	21,248	21,060
Nợ ngắn hạn	3,677	2,838	3,715	3,984	4,268
Phả trả người bán	1,285	1,049	1,049	1,049	1,049
Nợ ngắn hạn khác	564	550	812	726	811
Tổng nợ ngắn hạn	5,950	4,709	6,096	6,333	6,791
Nợ dài hạn	8,284	7,902	6,902	5,902	4,402
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	316	305	305	305	305
Nợ dài hạn khác	11.6	10.8	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	8,612	8,218	7,207	6,207	4,707
Tổng nợ phải trả	14,582	12,957	13,325	12,556	11,509
Vốn chủ sở hữu	5,116	5,183	5,908	6,608	7,467
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,057	2,085	2,085	2,085	2,085
Tổng vốn chủ sở hữu	7,173	7,267	7,992	8,693	9,551
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,754	20,225	21,317	21,248	21,060
BVPS (đ)	14,305	14,491	16,518	18,476	20,877
Nợ thuần*/(tiền mặt)	9,380	8,629	8,266	8,384	6,961

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	1,276	1,164	1,319	1,392	1,550
Khấu hao	(627)	(776)	(892)	(906)	(923)
Lãi vay thuần	(671)	(785)	(581)	(484)	(403)
Thuế TNDN đã nộp	(68.5)	(83.9)	(170)	(206)	(250)
Thay đổi vốn lưu động	123	37.2	(761)	(389)	(164)
Khác	3.67	(158)	(44.0)	(7.16)	(43.0)
LCT thuần từ HKKD	1,289	950	655	1,211	1,614
Đầu tư TS dài hạn	(1,729)	(385)	(524)	(1,276)	(132)
Góp vốn & đầu tư	(2,490)	(1,097)	231	(53.8)	(59.2)
Thanh lý	3.22	197	0	0	0
Khác	407	1,344	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(3,808)	58.5	(293)	(1,330)	(191)
Cổ tức trả cho CSH	(40.0)	(124)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	97.4	3.21	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,754	(1,371)	(123)	(732)	(1,215)
Khác	0	(1.58)	0.89	0	0
LCT thuần từ HĐTC	2,812	(1,493)	(122)	(732)	(1,215)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,292	2,581	2,112	2,352	1,501
LCT thuần trong kỳ	292	(484)	240	(851)	208
Ảnh hưởng của tỷ giá	(2.85)	14.6	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,581	2,112	2,352	1,501	1,709
Dòng tiền tự do	(440)	565	131	(64.9)	1,483

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	19.1	20.2	18.8	18.1	18.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	22.8	24.9	20.8	20.2	20.3
Tỷ suất LNT (%)	5.50	1.75	4.50	5.73	6.55
Thuế TNDN hiện hành (%)	11.3	22.1	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(15.0)	(6.64)	36.0	7.22	7.14
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	99.7	1.96	14.0	3.90	7.66
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	17.3	(63.7)	142	36.5	22.6
Tăng trưởng EPS (%)	(33.8)	(70.3)	250	36.5	22.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	17.3	(63.7)	142	36.5	22.6
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	9.37	2.65	8.61	10.4	11.4
ROACE (%)	8.90	7.44	8.59	9.24	10.6
Vòng quay tài sản (lần)	0.41	0.37	0.51	0.53	0.58
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.01	0.82	0.50	0.87	1.04
Số ngày tồn kho	48.0	54.0	51.3	52.6	51.9
Số ngày phải thu	171	164	164	160	158
Số ngày phải trả	69.3	61.5	44.4	41.1	38.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	190	169	145	131	97.4
Nợ/tài sản (%)	56.5	53.8	51.2	47.7	42.6
EBIT/lãi vay (lần)	1.90	1.48	2.27	2.88	3.85
Nợ/EBITDA (lần)	6.46	5.61	4.94	4.42	3.63
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.33	1.45	1.36	1.24	1.25
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.11	2.16	1.56	1.46	1.25
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.27	8.71	7.47	7.25	6.15
P/E (lần)	18.0	60.5	17.3	12.7	10.3
P/E ĐC (lần)	16.9	46.6	19.2	14.1	11.5
P/B (lần)	1.61	1.59	1.40	1.25	1.11
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

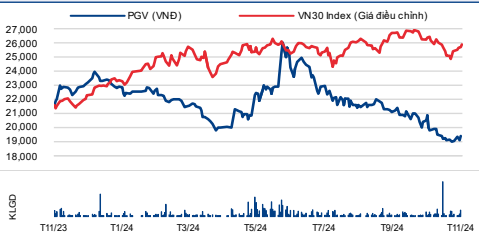
Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ17,000 (từ VNĐ25,300)

Tiềm năng tăng/giảm: -12.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	19,400
Mã Bloomberg	PGV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	19,000-26,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,340
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,795
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	860
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,123
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	562
Slg CP NN được mua (tr.đv)	562
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.02%
Tỷ lệ freefloat	2.10%
Cổ đông lớn	EVN (97.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá


Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(6.95)	(10.6)	(10.1)
So với chỉ số	(5.22)	(9.55)	(25.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	(343)	-	-
2025F	718	-	N/a
2026F	1,449	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Tổng công ty phát điện lớn thứ 2 Việt Nam với tổng công suất đạt 6,0 GW gồm cả thủy điện, điện khí, điện than, và điện mặt trời.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Nam
 Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
 nam.nhoang@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 190

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng, do lợi nhuận kém

- HSC hạ khuyến nghị đối với PGV xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 33% giá mục tiêu xuống 17.000đ sau khi phân tích lợi nhuận HĐKD cốt lõi Q3/2024 và triển vọng giai đoạn 2024-2026 kém tích cực.
- Lợi nhuận thuần năm 2024-2025 được điều chỉnh giảm xuống mức lỗ 0,2 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận 1 nghìn tỷ đồng (từ lợi nhuận 2,3 nghìn tỷ đồng và 2,5 nghìn tỷ đồng), với mức tăng trưởng 83,8% trong năm sau.
- Giá mục tiêu theo phương pháp DCF cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 23,7 lần. PGV hiện đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 22,2 lần, cao hơn 80% so với bình quân các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị.

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng, do lợi nhuận kém

Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi Q3/2024 kém tích cực do giá khí đốt và than tăng cao trong khi giá điện không tăng đáng kể do mức đóng góp sản lượng điện của các nhà máy thủy điện cao hơn. Tổng sản lượng tiêu thụ cũng giảm 19% so với cùng kỳ. Lợi nhuận thuần của PGV tăng tạm thời nhờ đồng USD giảm giá trong Q3/2024.

Tác động: Giảm 98% và 51% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025

Dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 được điều chỉnh giảm xuống mức lỗ 0,2 nghìn tỷ đồng (211 tỷ đồng) và lợi nhuận 1 nghìn tỷ đồng (từ lợi nhuận 1,8 nghìn tỷ đồng và 2,3 nghìn tỷ đồng trước đó) do giá khí đốt và than tăng cao, làm giảm sức cạnh tranh của PGV trên thị trường bán buôn điện. HSC cũng dự báo sản lượng điện bán ra từ các nhà máy điện than Mông Dương và Vĩnh Tân sẽ giảm 2,5 tỷ kWh trong năm 2024-2025. Dự báo mới cho năm 2024 thấp hơn mục tiêu của Công ty đề ra với lợi nhuận thuần đạt 196 tỷ đồng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với lợi nhuận thuần 1,8 nghìn tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

Dự báo mới khuyến nghị Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu 17.000đ do sản lượng điện giảm. Cụ thể, EVN giảm sản lượng huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG và than do chi phí đầu vào tăng, trong khi tăng sản lượng huy động từ các nhà máy thủy điện. Với giá cổ phiếu PGV giảm 23% trong 12 tháng qua, chúng tôi cho rằng đây là kết quả của một năm bất lợi với giá thị trường điện toàn phần (FMP) thấp trên thị trường điện bán buôn trong khi chi phí đầu vào than và khí đốt tăng nhanh hơn giá thị trường điện toàn phần (89,5% công suất phát điện của công ty sử dụng than và khí đốt). Giá trị giao dịch cũng ở mức rất thấp do tỷ lệ free float 2,1%. PGV đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 ở mức 22,2 lần, cao hơn 80% so với bình quân các công ty cùng ngành trong nước trong danh sách khuyến nghị, trong khi cổ phiếu cũng có P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. Chúng tôi dự báo Công ty sẽ không chi trả cổ tức bằng tiền trong năm 2025 nhưng kỳ vọng sẽ chi trả cổ tức trong năm 2026 với lợi suất cổ tức khiêm tốn ở mức 3,1%, thấp hơn mức lợi suất cổ tức 9-10% trong quá khứ.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	9,177	8,385	7,922 ▼	8,099	8,148
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,495	1,065	(211) ▼	981 ▼	1,802
EPS ĐC (đồng)	2,683	1,386	(343) ▼	718 ▼	1,449
DPS (đồng)	1,850	2,110	664 ▼	0 ▼	611
BVPS (đồng)	15,330	13,719	14,535 ▼	16,456	19,114
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.60	6.83	6.66	5.78	5.00
P/E ĐC (lần)	7.23	14.0	N/a	27.0	13.4
Lợi suất cổ tức (%)	9.54	10.9	3.42	0	3.15
P/B (lần)	1.27	1.41	1.33	1.18	1.01
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	39.1	(48.3)	(125)	309	102
ROAE (%)	14.6	6.53	(1.33)	5.63	9.02

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Sản lượng tiêu thụ giảm do giá nhiên liệu đầu vào tăng

Lợi nhuận HĐKD cốt lõi Q3/2024 kém tích cực mặc dù có động lực tăng trưởng trong ngắn hạn từ tỷ giá USD/VND giảm. Sản lượng tiêu thụ cũng giảm 19% so với cùng kỳ. HSC giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 lần lượt xuống mức lỗ 0,2 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận 1,8 nghìn tỷ đồng do giá khí và than đầu vào tăng và sản lượng tiêu thụ của hai nhà máy nhiệt điện than Mông Dương và Vĩnh Tân thấp hơn dự báo, cũng như giá điện bán buôn không thuận lợi. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với PGV xuống Giảm tỷ trọng từ Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu mới là 17.000đ (rủi ro giảm giá 12,6%). Giá mục tiêu mới cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 23,7 lần, cao hơn 91% so với bình quân các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị.

Tổng quan về HĐKD

Công suất phát điện

Công suất phát điện của PGV chủ yếu dựa vào các máy phát điện sử dụng nhiên liệu hóa thạch, với tổng công suất là 6GW, trong đó 2,9GW công suất phát điện bằng khí đốt, 2,4GW công suất phát điện bằng than và 0,6GW công suất thủy điện, đóng góp lần lượt 49%, 40,5% và 9,8% tổng công suất phát điện. Phần còn lại đến từ các dự án điện mặt trời quy mô nhỏ.

Bảng 35: Công suất phát điện, PGV

Tổng công suất phát điện đạt 6GW...

Nhà máy	Mã CK	Loại hình	Công suất thiết kế (MW)	Tỷ lệ sở hữu của PGV (%)
Tổng cộng			5,983	
Nhiệt Điện Phú Mỹ		Điện khí	2,540	100
Thủy điện Buôn Kuốp		Thủy điện	586	100
Nhiệt điện Vĩnh Tân		Điện than	1,244	100
Mông Dương		Điện than	1,080	100
Nhiệt Bà Rịa	BTP	Điện khí	390	80
Nhiệt điện Ninh Bình	NBP	Điện than	100	55
Điện mặt trời Vĩnh Tân		Điện mặt trời	43	100

Nguồn: PGV

Bảng 36: Cơ cấu phát điện, PGV

...trong đó, 89,5% đến từ điện khí và điện than

	Công suất (MW)	Tỷ trọng
Điện khí	2,930	49.0%
Điện than	2,424	40.5%
Thủy điện	586	9.8%
Điện mặt trời	43	0.7%
Tổng cộng	5,983	100.0%

Nguồn: PGV

Mở rộng công suất

Trong tương lai, PGV có kế hoạch bổ sung thêm công suất cho các dự án đang có sẵn, ưu tiên công suất phát điện xanh/sạch từ điện gió ngoài khơi, nhà máy điện linh hoạt, LNG và nhà máy thủy điện vừa và nhỏ. Một số thông tin liên quan đến các dự án mới:

- Nhà máy nhiệt điện LNG Long Sơn (3,6-4,5GW) với 1,5GW cho giai đoạn 1 (kế hoạch vận hành chính thức trong giai đoạn 2031-2035).
- Nhà máy thủy điện Srepok 3 mở rộng (110 MW).
- Dự án điện gió ngoài khơi tại tỉnh Bình Thuận (1.000 MW), hợp tác với Corico Generation.
- Dự án phát điện linh hoạt công suất 300MW tại tỉnh Ninh Bình.

Chúng tôi dự báo các dự án này sẽ được triển khai trong dài hạn và không được phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận. Ngoài ra, PGV vẫn đang dùng phần lớn lợi nhuận để chi trả cổ tức bằng tiền mặt, điều này sẽ tạo ra áp lực lên nguồn vốn để đầu tư vào các dự án mới.

Phân tích KQKD Q3/2024

Trong 9 tháng đầu năm 2024, lợi nhuận thuần của PGV đạt 459 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 1.246 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023) và lỗ HĐKD cốt lõi 45 tỷ đồng (9 tháng đầu năm 2023: 2,3 nghìn tỷ đồng). KQKD trên thấp hơn nhiều so với dự báo lợi nhuận thuần cho cả năm 2024 của chúng tôi ở mức 2,3 nghìn tỷ đồng và thấp hơn kế hoạch lợi nhuận thuần cho cả năm 2024 do Công ty đề ra ở mức 196 tỷ đồng. Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi bị ảnh hưởng bởi sự sụt giảm 77% (so với cùng kỳ) của lợi nhuận gộp do giá khí đốt và than tăng cao, trong khi giá điện bán buôn bình quân trên thị trường vẫn ở mức thấp.

Bảng 37: KQKD Q3/2024, PGV

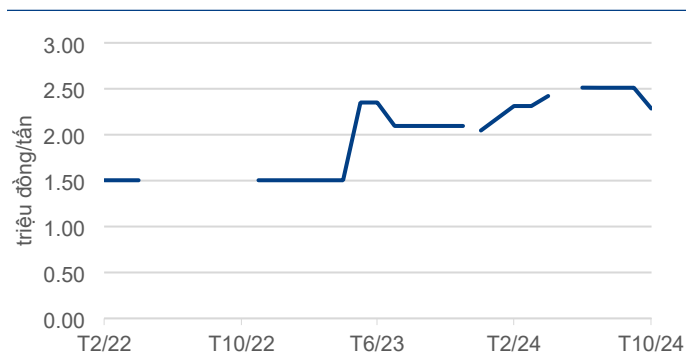
Lợi nhuận thấp hơn dự báo của HSC do giá nhiên liệu đầu vào cao

Tỷ đồng	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	So với cùng kỳ	% dự báo 2024 của HSC
Doanh thu	7,104	-22%	-44%	29,425	-18%	61%
Giá vốn hàng bán	-6,690	-17%	-43%	-27,430	0%	
Lợi nhuận gộp	414	-62%	-57%	1,995	-77%	
Chi phí BH&QL	-144	0%	4%	-391	-7%	
Thu nhập tài chính	74		166%	193	-30%	
Thu từ lãi tiền gửi	28	-43%	-19%	104	-33%	
Lãi tỷ giá đã ghi nhận	12		461%	36	-28%	
Khác	35			53		
Chi phí tài chính	146	-110%	-112%	-2,300	-14%	
Chi phí lãi vay	-528	-18%	-14%	-1,747	-5%	
Lỗ tỷ giá đã thực hiện	675			-554	-32%	
Lợi nhuận thuần	491			-459	-137%	-20%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	549			-414		
Lợi nhuận thuần cốt lõi	-58			-45		

Nguồn: HSC ước tính

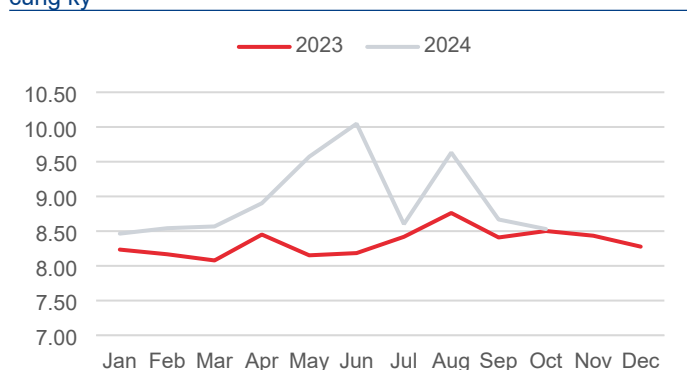
Biểu đồ 38: Giá than đầu vào cho nhiệt điện, PGV

Giá than trung bình 9 tháng đầu năm tăng 26,6% so với cùng kỳ


 Ghi chú: * cuối T9/2024 so với cuối T9/2023
 Nguồn: PGV

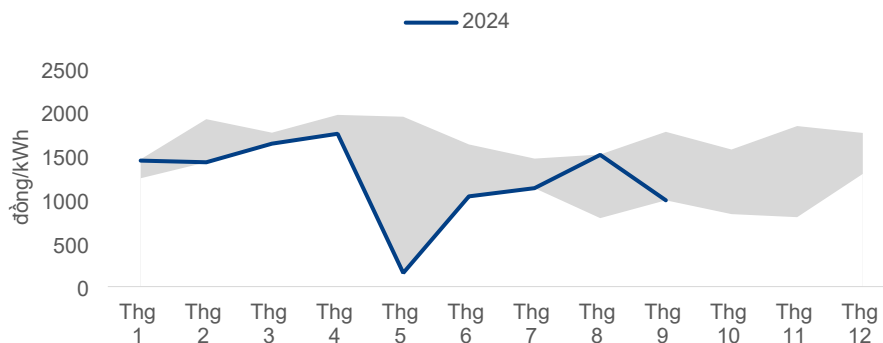
Biểu đồ 39: Giá khí tự nhiên, PGV

Giá khí tự nhiên bình quân 9 tháng đầu năm tăng 8,2% so với cùng kỳ


 Ghi chú: * cuối T9/2024 so với cuối T9/2023
 Nguồn: PGV

Biểu đồ 40: Giá phát điện toàn phần 2022 – 2024, PGV

Giá phát điện toàn phần năm 2024 thấp hơn 2 năm trước



Nguồn: PGV

Dự báo mới

HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 xuống mức lỗ 211 tỷ đồng và lợi nhuận 1 nghìn tỷ đồng (từ 1,8 nghìn tỷ đồng và 2,3 nghìn tỷ đồng trước đó) do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 kém khả quan khi giá khí đốt và than tăng cao. Sản lượng tiêu thụ 10 tháng đầu năm 2024 đạt 21,5 tỷ kWh và chúng tôi dự báo Công ty có thể sản xuất 22,5 tỷ kWh điện trong năm 2024-2025 do sản lượng đóng góp từ các nhà máy nhiệt điện than Mông Dương và Vĩnh Tân dự kiến giảm 2,5 tỷ kWh (giảm lần lượt 1 tỷ kWh và 1,5 tỷ kWh, tương đương 13% và 20% sản lượng điện hàng năm của 2 nhà máy). Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp năm 2024-2025 sẽ đạt lần lượt 3,9 nghìn tỷ đồng và 4,1 nghìn tỷ đồng, giảm 13% và 9% so với dự báo trước đó. Đồng USD tăng giá lần lượt 4,9% và 2% trong năm 2024-2025 (sát với dự báo kinh tế vĩ mô của chúng tôi) dẫn đến lợi nhuận thuần thấp hơn.

Cho năm 2026, HSC dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 41,1 nghìn tỷ đồng và 1,8 nghìn tỷ đồng dựa trên sản lượng tiêu thụ không đổi và tỷ giá USD/VND tăng ở mức 0% (theo quan điểm của chúng tôi), thấp hơn 2 năm trước đó.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm lần lượt là -3,5% và 1,5% do Công ty không bổ sung thêm công suất phát điện mới trong giai đoạn dự báo. Trong khi đó, sản lượng khí thiên nhiên trong nước giảm. Chúng tôi dự báo điện sản xuất từ LNG sẽ không được ưu tiên huy động trên thị trường bán buôn do chi phí phát điện cao hơn so với các nguồn khác.

Bảng 41: Dự báo cũ và dự báo mới, PGV

Hạ dự báo lợi nhuận thuần xuống mức -211 tỷ đồng và 1,0 tỷ đồng từ mức tương ứng là 1,8 nghìn tỷ đồng và 2,3 nghìn tỷ đồng

(tỷ đồng, %)	Dự báo mới			Dự báo lần đầu 2026	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2023	2024	2025		2024	2025	2024	2025
Doanh thu thuần	45,862	40,691	40,952	41,161	40,022	39,841	2%	3%
Lợi nhuận gộp	4,518	3,925	4,126	4,178	4,522	4,516	-13%	-9%
Thu nhập/(chi phí) lãi thuần	(2,993)	(3,410)	(2,106)	(1,148)	(1,066)	(873)	220%	141%
LNTT	1,241	61	1,563	2,591	2,920	3,220	-98%	-51%
Lợi nhuận thuần	1,065	(211)	981	1,802	2,337	2,577	-109%	-62%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(492)	174	174	174	0	0	nm	nm
Lợi nhuận thuần "cốt lõi"	1,558	(385)	807	1,628	2,337	2,577	-116%	-69%
Tổng sản lượng (triệu kWh)	26,586	22,500	22,500	22,699	25,000	25,000	-10%	-10%
Lợi nhuận gộp (đồng/kWh)	170	174	183	184	181	181	-4%	2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 42: Tốc độ tăng trưởng theo giả định mới

Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi tăng trưởng 1,5% từ 2023-2026 do thiếu công suất phát điện mới

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	CAGR (23-26)
Doanh thu thuần	-11.3%	0.6%	0.5%	-3.5%
Lợi nhuận gộp	-13.1%	5.1%	1.3%	-2.6%
Lợi nhuận thuần	-119.8%	-564.7%	83.8%	19.2%
Lợi nhuận thuần "cốt lõi"	-124.7%	-309.3%	101.9%	1.5%

Nguồn: HSC ước tính

Giảm khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng; giảm 33% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá các công ty, do tính chất dài hạn của các dự án cơ sở hạ tầng cơ bản khi PGV sở hữu và vận hành công suất phát điện 6GW tại Việt Nam, chủ yếu là công suất phát điện từ khí đốt và than.

Một số thông tin chi tiết và giả định của chúng tôi như sau:

- HSC giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% từ PGV sau khi giảm các giả định để phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ.
- Chúng tôi giữ nguyên hệ số beta 1,1 lần.
- Theo đó, WACC của PGV đạt 10,3%, (so với 10,7% trước đó).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn được điều chỉnh tăng lên 1% từ -1% trước đó nhằm phản ánh tiềm năng tăng công suất trong tương lai.
- Thời gian định giá theo phương pháp DCF áp dụng cho PGV là đến năm 2028.
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024).

Dựa trên những giả định này, HSC lưu ý rằng giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ đóng góp 64% giá trị doanh nghiệp của PGV (so với 54% trước đó) – tất cả các giá trị được nêu trước khi điều chỉnh cho nợ thuần – và giá trị hiện tại của dòng tiền trong kỳ dự báo đóng góp phần còn lại.

Với phương pháp định giá này, giá mục tiêu mới là 17.000đ, giảm 33% so với dự báo trước đó ở mức 25.300đ, cho thấy P/E dự phóng năm 2025 là 23,7 lần, cao hơn bình quân các công ty cùng ngành.

Bối cảnh định giá

Diễn biến cổ phiếu trong thời gian gần đây

PGV diễn biến kém tích cực hơn VN Index trong 3 tháng và 12 tháng qua, chủ yếu do tình trạng thiếu hụt khí đốt tự nhiên trong nước gần đây trong khi các nhà máy thủy điện đóng góp nhiều hơn.

Bảng 43: Giá cổ phiếu PGV và VN Index trong 3-12 tháng qua

Giá cổ phiếu PGV kém tích cực so với chỉ số trong 3 tháng và 12 tháng qua

	3 tháng	12 tháng
PGV	-10.6%	-10.1%
Tương quan với VN Index	-8.9%	-24.5%

Nguồn: HSC ước tính

So với các công ty cùng ngành

So với 5 công ty thuộc ngành Dịch vụ tiện ích - Điện trong danh sách khuyến nghị, PGV có P/E dự phóng năm 2025 là 22,2 lần, cao hơn 80% so với bình quân các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị. Dựa trên giá mục tiêu 17.000đ, cổ phiếu

có P/E dự phóng năm 2025 là 23,7 lần, vẫn cao hơn bình quân các công ty cùng ngành.

Trong khi đó, cổ phiếu đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 1,5 lần.

Bảng 44: So sánh với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị

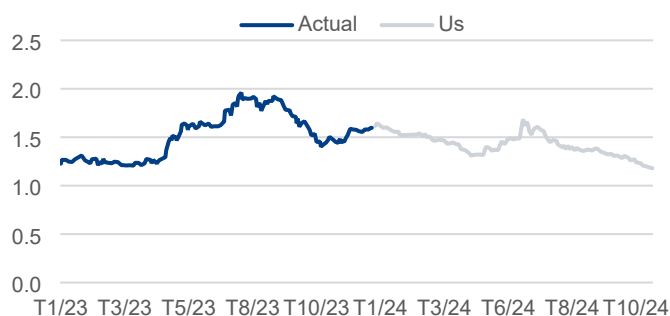
PGV is trading at a large premium in terms of P/E 2025

Name	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		PE	
		2024	2025	2024	2025
PetroVietnam Power	1,119	9.1	7.5	17.9	14.6
Gialai Electricity	145	7.1	5.9	17.4	11.9
Refrigeration Electrical Eng.	1,237	7.2	6.5	11.1	10.6
Bình quân ngành	834	7.8	6.6	15.5	12.4
PC1	322	7.5	7.2	17.3	12.7
PC1 chênh lệch/chiết khấu	-61%	-4%	9%	12%	3%
PGV	855	6.7	5.8	N/m	22.2
PGV chênh lệch/chiết khấu	3%	-14%	-13%	N/m	80%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 45: P/B trượt dự phóng 1 năm, PGV

PGV hiện giao dịch với /B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 46: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PGV

... thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với P/B bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro

Tiềm năng tăng

- Việc sửa đổi các quy định và Luật Điện lực (sửa đổi) sắp tới có thể mang lại lợi ích cho toàn ngành dịch vụ tiện ích – điện.
- EVN trả cho PGV khoản lỗ tỷ giá tích lũy trong giai đoạn 2019-2023 là 3,8 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi không phản ánh các khoản lợi nhuận tiềm năng này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Rủi ro giảm

- Việc chậm trễ trong hoàn tất cổ phần hóa đối với PGV có thể làm chậm tiến độ huy động vốn cho các dự án phát điện mới của Công ty.
- Chỉ số DXY mạnh lên có thể giúp cải thiện lợi nhuận trong ngắn hạn đối với các công ty tiện ích có nợ bằng USD cao như PGV.
- Giá than và khí đốt tăng cao.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	47,190	45,862	40,691	40,952	41,161
Lợi nhuận gộp	5,382	4,518	3,925	4,126	4,178
Chi phí BH&QL	(675)	(652)	(651)	(676)	(679)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,707	3,867	3,273	3,450	3,499
Lãi vay thuần	(2,220)	(2,993)	(3,410)	(2,106)	(1,148)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	514	376	198	218	240
Lợi nhuận khác	19.1	(8.75)	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	3,020	1,241	61.3	1,563	2,591
Chi phí thuế TNDN	(500)	(157)	(259)	(554)	(750)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(25.4)	(18.6)	(13.3)	(28.3)	(38.4)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	2,495	1,065	(211)	981	1,802
Lợi nhuận thuần ĐC	3,015	1,558	(385)	807	1,628
EBITDA ĐC	9,177	8,385	7,922	8,099	8,148
EPS (đồng)	2,221	948	(188)	873	1,604
EPS ĐC (đồng)	2,683	1,386	(343)	718	1,449
DPS (đồng)	1,850	2,110	664	0	611
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	1,728	510	72.0	994	2,048
Đầu tư ngắn hạn	3,838	2,935	2,935	2,935	2,935
Phải thu khách hàng	12,053	9,977	9,977	10,791	10,846
Hàng tồn kho	1,920	3,095	3,092	1,656	1,663
Các tài sản ngắn hạn khác	348	460	278	278	280
Tổng tài sản ngắn hạn	19,887	16,977	16,354	16,653	17,771
TSCĐ hữu hình	40,927	36,546	33,207	29,870	26,534
TSCĐ vô hình	600	592	582	570	557
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	590	536	537	537	537
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,027	1,985	2,183	2,402	2,642
Tài sản dài hạn khác	2,271	2,205	2,205	2,205	2,205
Tổng tài sản dài hạn	46,414	41,864	38,715	35,584	32,475
Tổng cộng tài sản	66,300	58,841	55,069	52,237	50,247
Nợ ngắn hạn	5,381	5,335	5,335	5,335	5,335
Phả trả người bán	5,051	4,101	4,412	4,419	4,438
Nợ ngắn hạn khác	2,453	1,958	1,958	1,958	1,958
Tổng nợ ngắn hạn	13,267	11,480	11,790	11,798	11,816
Nợ dài hạn	35,118	30,675	25,675	20,675	15,675
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	318	915	915	915	915
Tổng nợ dài hạn	35,437	31,590	26,590	21,590	16,590
Tổng nợ phải trả	48,704	43,070	38,380	33,388	28,406
Vốn chủ sở hữu	17,223	15,413	16,330	18,488	21,474
Lợi ích cổ đông thiểu số	374	359	359	362	366
Tổng vốn chủ sở hữu	17,597	15,771	16,688	18,850	21,840
Tổng nợ phải trả và VCSH	66,300	58,841	55,069	52,238	50,247
BVPS (đ)	15,330	13,719	14,535	16,456	19,114
Nợ thuần*/(tiền mặt)	38,771	35,500	30,938	25,017	18,962

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	4,707	3,867	3,273	3,450	3,499
Khấu hao	(4,470)	(4,519)	(4,649)	(4,649)	(4,649)
Lãi vay thuần	(2,220)	(2,993)	(3,410)	(2,106)	(1,148)
Thuế TNDN đã nộp	(577)	(445)	(259)	(554)	(750)
Thay đổi vốn lưu động	(9,167)	(10,133)	(1,819)	(337)	(102)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HKKD	156	(1,485)	5,707	7,071	7,158
Đầu tư TS dài hạn	(977)	(372)	(1,300)	(1,300)	(1,300)
Góp vốn & đầu tư	(5,049)	(2,884)	0	0	0
Thanh lý	5,450	3,755	0	0	0
Khác	310	523	155	150	196
LCT thuần từ HĐĐT	(265)	1,022	(1,145)	(1,150)	(1,104)
Cổ tức trả cho CSH	(38.6)	(40.1)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(637)	(1,139)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
Khác	120	424	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(556)	(755)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
Tiền & tương đương tiền đầu ki	2,393	1,728	510	72.0	994
LCT thuần trong kỳ	(665)	(1,218)	(438)	922	1,055
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.00	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối ki	1,728	510	72.0	994	2,048
Dòng tiền tự do	(821)	(1,857)	4,407	5,771	5,858

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.4	9.85	9.64	10.1	10.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	19.4	18.3	19.5	19.8	19.8
Tỷ suất LNT (%)	5.29	2.32	(0.52)	2.40	4.38
Thuế TNDN hiện hành (%)	16.6	12.7	423	35.4	29.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	25.0	(2.81)	(11.3)	0.64	0.51
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	12.3	(8.62)	(5.52)	2.24	0.60
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	39.1	(48.3)	(125)	309	102
Tăng trưởng EPS (%)	(20.6)	(57.3)	(120)	565	83.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	39.1	(48.3)	(125)	309	102
Tăng trưởng DPS (%)	85.0	14.1	(68.5)	(100)	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	83.3	223	(353)	0	38.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	14.6	6.53	(1.33)	5.63	9.02
ROACE (%)	8.52	7.70	7.22	8.24	8.87
Vòng quay tài sản (lần)	0.70	0.73	0.71	0.76	0.80
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.03	(0.38)	1.74	2.05	2.05
Số ngày tồn kho	16.8	27.3	30.7	16.4	16.4
Số ngày phải thu	105	88.1	99.0	107	107
Số ngày phải trả	44.1	36.2	43.8	43.8	43.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	225	230	189	135	88.3
Nợ/tài sản (%)	61.1	61.2	56.3	49.8	41.8
EBIT/lãi vay (lần)	2.12	1.29	0.96	1.64	3.05
Nợ/EBITDA (lần)	4.41	4.29	3.91	3.21	2.58
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.50	1.48	1.39	1.41	1.50
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.28	1.25	1.30	1.14	0.99
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.60	6.83	6.66	5.78	5.00
P/E (lần)	8.74	20.5	N/a	22.2	12.1
P/E ĐC (lần)	7.23	14.0	N/a	27.0	13.4
P/B (lần)	1.27	1.41	1.33	1.18	1.01
Lợi suất cổ tức (%)	9.54	10.9	3.42	0	3.15

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
 T: (+84 28) 3823 3299
 F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
 T: (+84 24) 3933 4693
 F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn