

Lợi nhuận ngành Điện & Dịch vụ tiện ích giảm khi Mỹ áp thuế

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

Natalie Nguyễn
 Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
 natalie.nguyen@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyễn Hoàng Thanh Nhã
 Chuyên Viên Phân Tích, Ngành Năng Lu
 nha.nht@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 271

- Mức thuế quan áp lên hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam có thể sẽ tạo ra tác động gián tiếp lên ngành Điện & Dịch vụ tiện ích Việt Nam.
- Các nhà máy nhiệt điện (vốn có chi phí sản xuất cao hơn) có thứ tự ưu tiên huy động thấp trong ngành điện sẽ bị ảnh hưởng nhiều hơn. Trong khi đó, cuộc chiến thuế quan có thể sẽ tạo ra tác động tiêu cực lên giá dầu thô, từ đó ảnh hưởng đến tất cả các công ty dầu khí trong danh sách khuyến nghị của HSC.
- Chúng tôi ưa thích cổ phiếu của các công ty tiện ích hơn năng lượng do có mức độ lệ thuộc vào giá dầu Brent thấp. Các cổ phiếu ưa thích của chúng tôi bao gồm GAS, BWE, GEG và PC1.

Các giả định chính cho việc phân tích độ nhạy

HSC tin rằng chính sách thuế 'đối ứng' của Mỹ sẽ tạo ra tác động tiêu cực gián tiếp lên ngành điện và tiện ích. Trong đó, chúng tôi ưa thích cổ phiếu của các công ty tiện ích hơn các công ty năng lượng do các công ty này có rủi ro lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng khi giá dầu giảm.

Trong ngành điện, chúng tôi dự báo cứ 1 điểm phần trăm giảm của GDP sẽ làm mức tăng trưởng về nhu cầu điện giảm 1,4 điểm phần trăm. Hơn nữa, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của các nhà máy nhiệt điện sẽ giảm mạnh hơn so với các nhà máy điện tái tạo, do chính sách ưu tiên huy động nguồn điện tái tạo. Với kịch bản thuế 46%, chúng tôi dự báo nhu cầu điện của Việt Nam sẽ tăng 8,7% trong năm 2025.

Bảng 1: Các giả định chính đối với 3 kịch bản thuế của Mỹ đối với các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam

Kịch bản tiêu cực nhất là thuế 46%, khiến GDP năm 2025 giảm 2,5%

Năm: 2025			
Thuế đối ứng của Mỹ đối với hàng nhập khẩu từ Việt Nam (%)	10	20-25	46
% tăng trưởng GDP giảm (điểm %)	0.7	1.8	2.5
% tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện giảm (điểm %)	1	2.52	3.5
% tăng trưởng nhu cầu điện giảm (% , trước thuế)	11.2	9.7	8.7

Nguồn: HSC ước tính

HSC nhận thấy rằng trong 3 kịch bản, tổng lợi nhuận thuần của ngành Điện và Dịch vụ tiện ích sẽ giảm 8%, 17% và 26% trong năm 2025, tương ứng với các mức thuế áp lên hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam. Trong danh sách khuyến nghị, chúng tôi ưa thích cổ phiếu GAS, BWE, GEG và PC1 nhờ có mức độ ảnh hưởng từ chính sách thuế của Mỹ thấp, nếu không muốn nói là được hưởng lợi từ việc này, vì nhập khẩu thêm nhiều khí LNG sẽ có lợi cho GAS trong dài hạn.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
BSR	16,150	Giảm tỷ trọng	-	17,200	-	6.50	80.1	38.5	25.6	11.0	0	0
BWE	44,300	Mua vào	-	55,300	-	24.8	14.3	12.1	-	-	0.10	2.93
GAS	58,100	Mua vào	-	85,000	-	46.3	12.3	8.85	8.65	6.42	10.3	6.88
GEG	13,100	Mua vào	-	17,800	-	35.9	39.9	12.6	8.37	6.45	0	0
OIL	10,100	Mua vào	-	14,200	-	40.6	18.2	20.4	19.0	24.4	2.48	2.48
PC1	20,950	Mua vào	-	28,000	-	33.7	15.7	11.5	7.13	6.91	0	0
PGV	18,700	Tăng tỷ trọng	-	20,000	-	6.95	N/a	18.8	7.67	5.82	3.56	0
PLX	35,350	Tăng tỷ trọng	-	45,300	-	28.1	17.5	19.2	10.3	10.7	2.83	3.39
POW	11,300	Tăng tỷ trọng	-	13,500	-	19.5	16.3	13.3	8.57	7.09	2.65	2.65
PVD	18,000	Mua vào	-	34,000	-	88.9	11.5	7.75	-	-	-	-
PVS	24,200	Mua vào	-	43,300	-	78.9	9.79	9.84	3.73	3.86	3.28	3.28
REE	67,500	Tăng tỷ trọng	-	77,000	-	14.1	14.9	12.2	9.81	8.63	1.48	2.22
TDM	54,500	Mua vào	-	66,000	-	21.1	29.6	20.3	-	-	2.75	2.94

Giá cổ phiếu tại ngày 11/4/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Lợi nhuận giảm với cả 3 kịch bản

HSC áp dụng cùng mức giả định giảm của tốc độ tăng trưởng GDP đã được đề cập ở phần trên cũng như giả định tỷ giá USD/VND giảm khi xét đến tất cả các công ty trong ngành Điện và Dịch vụ tiện ích. Sau đây là phân tích độ nhạy theo 3 kịch bản thuế quan:

Bảng 2: Phân tích độ nhạy của 3 kịch bản

Lợi nhuận thuần của ngành Điện và Dịch vụ tiện ích giảm 25% theo kịch bản tiêu cực

Tỷ đồng	Thuế 10% Lợi nhuận thuần 2025	Thuế 20-25% Lợi nhuận thuần 2025	Thuế 46% Lợi nhuận thuần 2025	Thuế 0% Lợi nhuận thuần 2025
PVD	1,226	1,151	1,075	1,291
PVS	1,139	1,031	1,176	1,176
GAS	14,736	13,400	12,343	15,379
BSR	895	844	712	1,302
PLX	1,840	1,267	707	2,384
OIL	441	372	280	512
BWE	769	719	713	804
TDM	257	253	248	295
PC1	545	493	441	652
GEG	371	371	371	371
REE	2,562	2,483	2,402	2,608
PGV	1,052	715	379	1,188
Tổng cộng	25,834	23,100	20,847	27,961
<i>Chênh lệch so với kịch bản cơ sở</i>	-8%	-17%	-25%	0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 3: Phân tích độ nhạy với tăng trưởng lợi nhuận thuần 2025

PLX and BSR chịu tác động mạnh nhất

Thuế của Mỹ với Việt Nam	10%	20-25%	46%
PVD	-5%	-11%	-17%
PVS	-3%	-12%	0%
GAS	-4%	-13%	-20%
BSR	-31%	-35%	-45%
PLX	-23%	-47%	-70%
OIL	-14%	-27%	-45%
BWE	-4%	-11%	-11%
TDM	-13%	-14%	-16%
PC1	-16%	-24%	-32%
GEG	0%	0%	0%
REE	-2%	-5%	-8%
PGV	-11%	-40%	-68%

Nguồn: HSC ước tính

- PVD:** HSC giảm 5%/10%/15% tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) đối với mảng dịch vụ hỗ trợ khoan cho từng kịch bản. Tỷ suất lợi nhuận gộp của các hợp đồng cung cấp dịch vụ khoan vẫn không đổi do được cố định cho cả năm 2025. Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng trong dài hạn đến từ việc giá dầu Brent giảm do cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung.
- PVS:** Hầu hết các hợp đồng EPC đã được ký kết. Đối với việc phân tích độ nhạy, HSC giảm tỷ suất lợi nhuận gộp đối với các hợp đồng EPC của các dự án điện tái tạo từ 4% xuống còn 3,5%/3%/2,5% để phản ánh chi phí tăng cao. Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng trong dài hạn đến từ khối lượng dự án chưa triển khai giảm và áp lực tỷ suất lợi nhuận (giá dầu Brent giảm).
- GAS:** GAS ít chịu tác động từ sự biến động của giá dầu hơn so với PVD và PVS. HSC giảm dự báo sản lượng khí thiên nhiên và LPG và giảm giá bán LPG.

- **Kịch bản cơ sở:** Giá LPG premium (phần chênh lệch so với giá LPG trên thị trường quốc tế) ở mức 50 USD/thùng, sản lượng khí thiên nhiên tăng trưởng 7%, sản lượng LPG tăng trưởng 2%.
- **Kịch bản trung bình:** Giá LPG premium ở mức 45 USD/thùng, sản lượng khí thiên nhiên tăng trưởng 3%, sản lượng LPG tăng trưởng 1%.
- **Kịch bản xấu nhất:** Giá LPG premium ở mức 40 USD/thùng, sản lượng khí thiên nhiên tăng trưởng 0%, sản lượng LPG tăng trưởng 0%.
- **BSR:** HSC giảm 5%/7%/10% dự báo sản lượng tiêu thụ và mức crack spread (chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm). Rủi ro đến từ khả năng giá dầu Brent giảm và mức crack spread thấp hơn trong bối cảnh suy thoái toàn cầu.
- **PLX:** HSC điều chỉnh giảm 50đ, 100đ, 150đ dự báo lợi nhuận gộp/lít và giảm 1%, 2%, 3% dự báo sản lượng tiêu thụ. Rủi ro đến từ lỗ hàng tồn kho do giá dầu giảm. Tốc độ tăng trưởng của sức tiêu thụ là 6,8% trong 10 năm qua, sát với tốc độ tăng trưởng GDP.
- **OIL:** Cũng giống như PLX, HSC điều chỉnh giảm 15đ, 30đ, 50đ dự báo lợi nhuận gộp/lít do OIL bán buôn nhiều hơn PLX nên có lợi nhuận gộp/lít thấp hơn. Dự báo sản lượng tiêu thụ được điều chỉnh giảm 1%, 2%, 3%. Rủi ro đến từ giá dầu và định giá lại hàng tồn kho.
- **BWE:** Giá nước tăng có thể dẫn đến nhu cầu nước phục vụ cho lĩnh vực công nghiệp giảm. Giảm 3,6%/1,1%/1,1% (từ mức hiện tại) giá định giá bán bình quân. Giảm dự báo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xuống còn 6,7%/6,3%/6,1% (từ 9,3%).
- **TDM:** Có lập luận tương tự với BWE. Dự kiến giá bán sẽ không tăng trong năm 2025. Giảm dự báo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xuống còn 2,7%/2,6%/2,1% (từ 5.5%).
- **PC1:** HSC sử dụng các kịch bản tỷ giá USD/VND: 26.000đ / 26.300đ / 26.600đ). Lợi nhuận thuần được dự báo đạt lần lượt 545 tỷ đồng / 493 tỷ đồng / 441 tỷ đồng.
- **GEG:** Dự kiến sẽ không bị ảnh hưởng vì toàn bộ danh mục đầu tư đều là năng lượng tái tạo và thủy điện, vốn được ưu tiên trong kế hoạch huy động quốc gia.
- **REE:** Giá văn phòng cho thuê được dự báo giảm 5%/15%/25% do nhu cầu có khả năng giảm tại TP.HCM. Mạng điện (chủ yếu là năng lượng tái tạo) có khả năng phục hồi tốt. Số lượng dự án chưa triển khai ở mảng cơ điện được giữ vững trong năm 2025.
- **PGV:** Nhu cầu thấp có thể ảnh hưởng đến hoạt động của nhà máy điện khí Phú Mỹ. Chúng tôi điều chỉnh giảm 10%/20%/30% giá định sản lượng sản xuất tại nhà máy điện Phú Mỹ theo 3 kịch bản. Áp lực tỷ giá cũng được phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận Công ty có dư nợ tính bằng USD.

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