

**Báo cáo ngành**

08/12/2022



**NGÀNH ĐIỆN: SẴN SÀNG CHO TĂNG TRƯỞNG XANH**

- Ngành điện Việt Nam đang chờ đợi những thông báo chính thức từ Quy hoạch điện 8 (QHĐ8) và chính sách giá cho NLTT để khởi động một chu kỳ phát triển mới.
- Chúng tôi nhận thấy nhiệt điện sẽ được hưởng lợi trong bối cảnh thủy điện giảm sút 2023-24. Trong khi NLTT vẫn cần cú hích từ chính sách.
- Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi bao gồm: PC1 và POW.

**QHĐ8 và chính sách giá NLTT là động lực cho một chu kỳ phát triển mới**

Sau nhiều những bản dự thảo, bức tranh ngành điện đang dần trở nên rõ ràng hơn. Theo đó, bản dự thảo T11/22 tập trung tối đa vào điện gió với mức tăng trưởng kép cao nhất đạt 16% trong 2022-45; tiếp tục loại bỏ 6.800MW điện than ra khỏi quy hoạch và dự kiến không tiếp tục phát triển điện khí sau 2035 đồng thời phải chuyển dần sang đốt kèm hydrogen. Ngoài ra, bản dự thảo mới đề suất chỉ tiếp tục phát triển 726MW công suất điện mặt trời trang trại đã hoàn thành xây dựng hoặc pháp lý, đồng thời khuyến khích tiếp tục phát triển điện mặt trời áp mái cho nhu cầu tự dùng, không bán lên lưới.

Khi QHĐ8 được chính thức ban hành, văn bản này sẽ tạo tiền đề cho chính sách giá NLTT chạy theo. Chúng tôi cho rằng đây là hai văn bản đóng vai trò quan trọng, mở ra một “sân chơi” mới cho các doanh nghiệp trong ngành trong giai đoạn phát triển tiếp theo của ngành điện Việt Nam. Với tiềm năng khổng lồ của NLTT, chúng tôi nhận thấy điện gió sẽ là tâm điểm phát triển trong giai đoạn 2022-30. Trong đó, điện khí cũng sẽ là sự đồng hành cần thiết để đảm bảo tính an toàn và ổn định của hệ thống.

**Triển vọng ngành năng lượng 2023-24 và lựa chọn cổ phiếu**

Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi cho rằng việc giá than nhập tiếp tục neo cao sẽ là cản trở chính cho tăng trưởng mảng điện than. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy áp lực sẽ nhẹ nhàng hơn đối với các doanh nghiệp than nội địa tại Miền Bắc, do giá điện thấp hơn cũng như những dự báo về nhu cầu điện tăng cao trong các năm tới tại khu vực này. Chúng tôi dần nhìn thấy sự kết thúc một chu kỳ tăng của thủy điện khi pha La Nina dự kiến kết thúc từ T1/23. Chúng tôi kỳ vọng điện khí sẽ tiếp tục tăng trưởng trong 2023-24, củng cố bởi nhu cầu phụ tải tăng cao và giá khí dự báo giảm. Chúng tôi tin rằng POW và NT2 sẽ hưởng lợi từ yếu tố này. Đối với NLTT, chúng tôi cho rằng việc tháo nút thắt chính sách sẽ mở ra một chu kỳ phát triển mới cho các doanh nghiệp có quy mô và năng lực. PC1, BCG, REE, GEG sẽ là những ứng cử viên trong giai đoạn này. Do đó, chúng tôi lựa chọn PC1 và POW.

**Rủi ro giảm giá** bao gồm: 1) Sản lượng điện tăng thấp hơn dự kiến; 2) giá đầu vào tăng mạnh, gây áp lực cạnh tranh cho các nguồn nhiệt điện; 3) QHĐ8 và chính sách giá NLTT ban hành chậm; 4) Áp lực kép từ tỉ giá và lãi vay.

**Hình 1: Diễn biến chỉ số P/B từ đầu năm nhóm cổ phiếu ngành điện**



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Hà Đức Tùng**

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

## Điểm nhấn ngành điện 10T22

### Tăng trưởng tiêu thụ điện thấp hơn kỳ vọng, đạt 6,3% svck trong 10T22

Theo EVN, tổng sản lượng điện tăng mạnh trong tháng 8 và tháng 9 lần lượt 10,7% và 16,9% từ mức nền thấp 2021, giúp sản lượng toàn quốc 10T22 tăng 6,3% svck đạt 204,5 tỷ kWh. Tuy nhiên, đây vẫn là mức tăng trưởng thấp hơn tăng trưởng GDP, đồng thời thấp hơn mức tăng trưởng dự báo trong dự thảo QHĐ8 do 1) Năm nay thời tiết ghi nhận trạng thái khá bất thường với lượng mưa dày và nhiệt độ mát hơn trung bình nhiều năm, trái ngược với mùa nắng nóng năm 2021; 2) Một số ngành công nghiệp thâm dụng điện ghi nhận mức giảm sản lượng mạnh như sắt, thép do nhu cầu giảm, chủ yếu từ bức tranh ảm đạm của bất động sản.

### Tỉ trọng sản lượng điện theo nguồn 10T22 (Đơn vị: %)

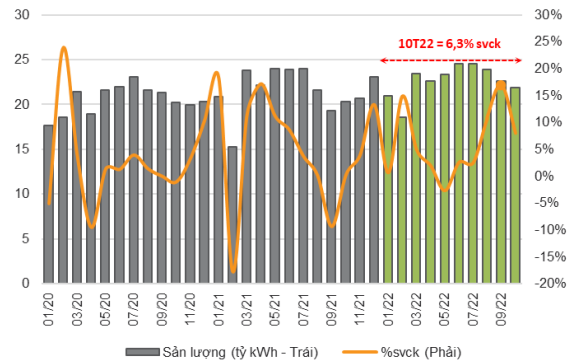
Nhờ pha thời tiết thuận lợi, thủy điện tiếp tục ghi nhận sản lượng huy động tích cực đạt 82 tỷ kWh (+30% svck), chiếm 37% tỉ trọng tổng sản lượng toàn ngành. Điện than ghi nhận mức huy động thấp hơn, giảm 14% svck với tỉ trọng sản lượng chỉ đạt 38% do giá than tăng mạnh, kéo theo nguồn cung than thiếu hụt cũng như giảm tính cạnh tranh của các nhà máy than nhập. NLTT ghi nhận mức tăng sản lượng 24% svck, chiếm 13% tổng sản lượng toàn quốc do tỉ lệ cắt giảm được cải thiện cùng với công suất bổ sung từ 4GW điện gió. Sản lượng điện khí chỉ tăng nhẹ 7% svck và chiếm 11% tỉ trọng sản lượng do giá khí vẫn đang neo ở mức cao cộng với tình trạng thừa nguồn tại khu vực miền Nam.

### Giá điện toàn phần (FMP) trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) tăng mạnh nhờ huy động nhiệt điện tích cực (Đơn vị: đồng/kWh)

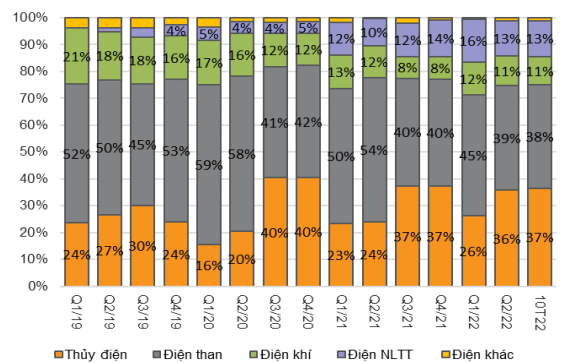
Giá FMP trung bình 9T22 đạt 1.478đ/kWh, tăng 41% svck trong đó, mức giá này đã tăng mạnh đạt 1.770đ/kWh sau khi giảm đáng kể từ tháng 5/22. Trong năm 2022, giá trần điện năng (SMP) được quy định ở mức khá cao 1.602đ/kWh, tăng 6,5% svck, tạo điều kiện cho nhiệt điện chào giá và huy động trên thị trường điện đặc biệt trong những thời điểm giá công suất (CAN) cao. Theo đó, việc nhiệt điện chào giá tích cực trên thị trường cạnh tranh đã kéo theo mức giá trung bình FMP tăng mạnh trong 9T22.

### Nhu cầu điện tăng cao các năm tới là yếu tố bản lề, củng cố triển vọng ngành điện

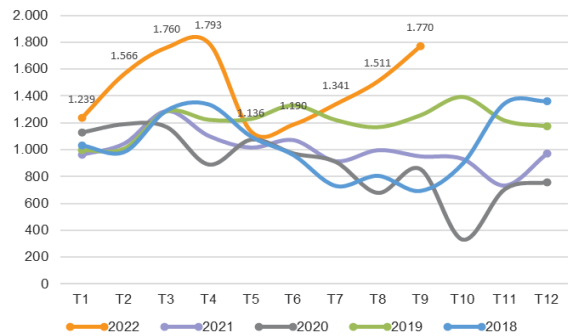
Chúng tôi cho rằng nhu cầu điện Việt Nam sẽ ghi nhận một mức tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2022-30, do dự báo GDP tăng trưởng nhanh chóng. Theo dự thảo QHĐ8, trong kịch bản phụ tải cao, nhu cầu điện dự báo sẽ tăng trưởng kép đạt 9,2% trong 2022-30. Chúng tôi cho rằng đây là một trong các yếu tố bản lề, củng cố triển vọng ngành điện khi các nhà máy được huy động ở mức công suất cao hơn.



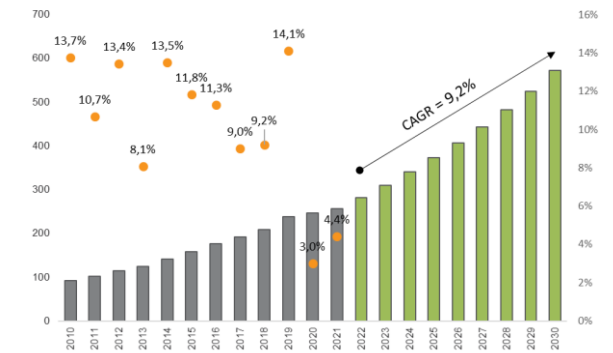
Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH



Nguồn: GENCO3, VNDIRECT RESEARCH



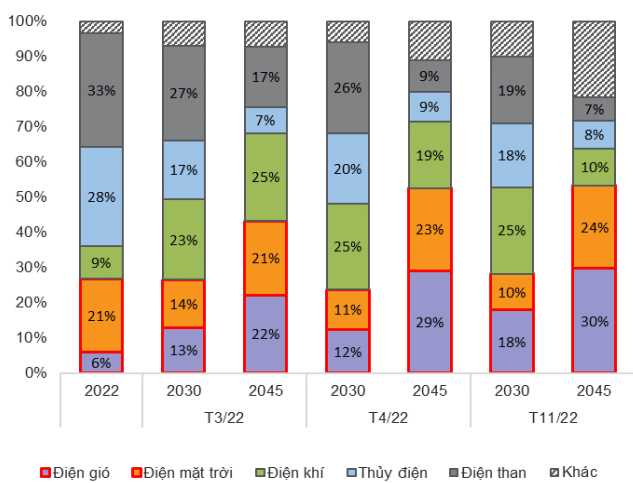
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dự thảo QHĐ 8

## Năng lượng tái tạo: Nóng lòng chờ đợi cú hích chính sách giá

### Dự thảo QHĐ 8 mới nhất tiếp tục củng cố triển vọng tươi sáng của năng lượng tái tạo (NLTT)

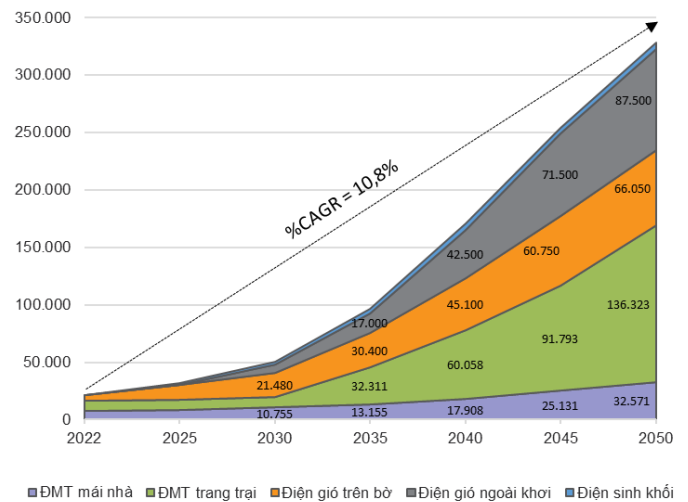
Sau rất nhiều những phiên thảo luận dựa trên những tinh thần mới, chỉ đạo mới từ Tờ trình số 2279/TTr-BCT ngày 29 tháng 4 năm 2022 (dự thảo quy hoạch điện 8 T4/22). Bộ Công thương (BCT) đã liên tục hoàn thiện và thực hiện các thủ tục thẩm định lại, và gần đây đã trình Thủ tướng Chính phủ dự thảo mới nhất trong tháng 11 vừa rồi. Theo đó, bản dự thảo mới đã tiếp thu và điều chỉnh những thông tin quan trọng, trong đó tiếp tục nâng cao tầm quan trọng của NLTT. Chúng tôi giữ vững quan điểm mảng điện này sẽ là mũi nhọn trong kế hoạch phát triển ngành điện của Việt Nam ở cả ngắn và dài hạn.

Hình 2: Bản dự thảo mới nhất tiếp tục nâng tỉ trọng phát triển công suất điện NLTT trong giai đoạn 2022-45...



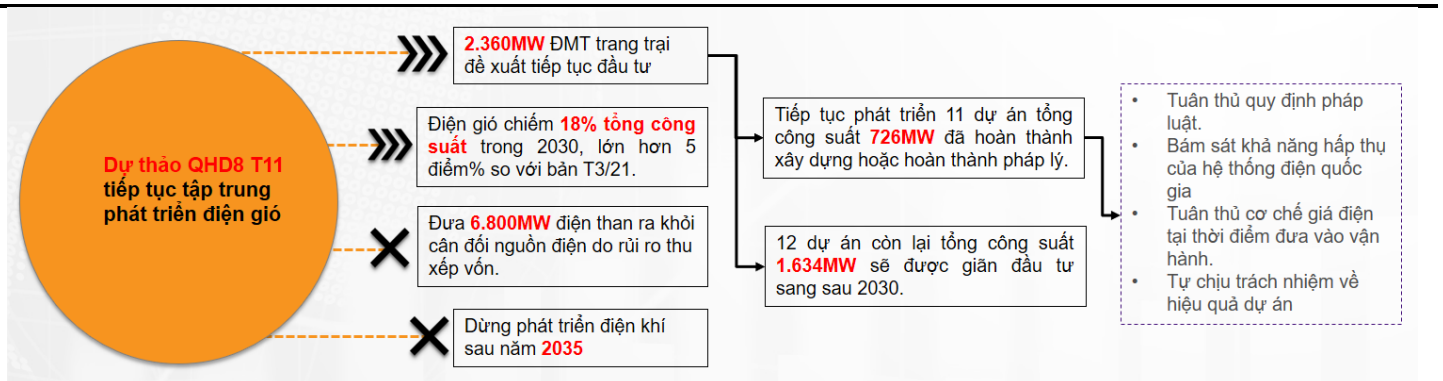
Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: ...Theo đó, NLTT càng củng cố vững chắc tầm quan trọng của mình trong giai đoạn này (Đơn vị: MW)



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Chúng tôi tổng hợp lại những điều chỉnh trong bản dự thảo QHĐ8 mới nhất

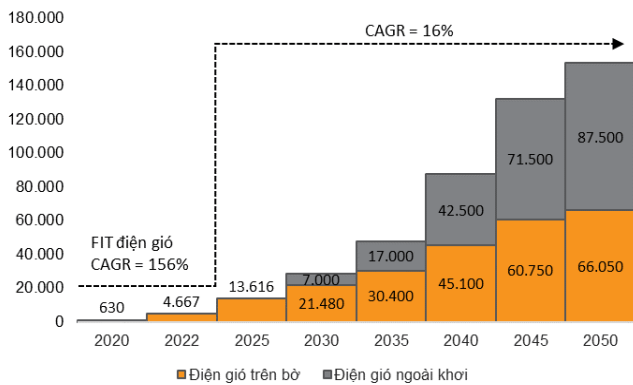


Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

**Đối với điện gió**, bản dự thảo T11/22 tiếp tục đề cao hơn nữa tầm quan trọng của điện gió với tỉ trọng lớn trong giai đoạn 2022-50. Chúng tôi nhận thấy sẽ tiếp tục có một giai đoạn phát triển nóng của nguồn điện này sau khi giai đoạn chạy đua FIT kết thúc. Dự kiến, tốc độ tăng trưởng kép công suất điện gió sẽ đạt mức 16% trong giai đoạn 2022-45, trong đó, công suất điện gió trên bờ sẽ tăng mạnh 4,6 lần từ mức 21.480MW trong năm 2030 lên đạt 66.050MW trong năm 2050. Bên cạnh đó, dự kiến nước ta sẽ ghi nhận 7.000MW điện gió ngoài khơi đầu tiên trong giai đoạn 2022-30, sau đó tăng trưởng công suất sẽ bắt

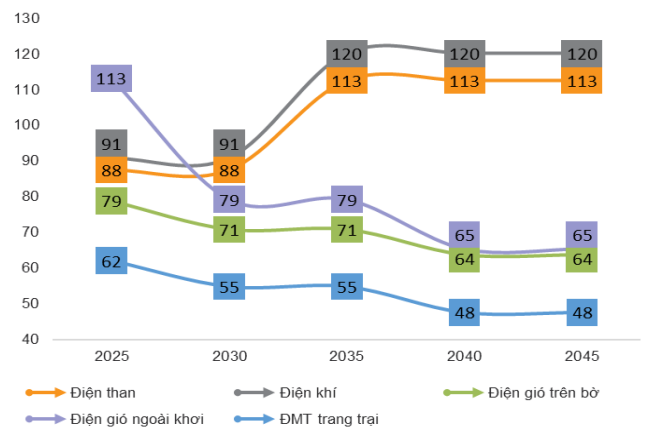
đầu tăng tốc và đạt 87.500MW trong 2050. Nhìn chung, công suất điện gió dự kiến sẽ chiếm 18% tổng công suất toàn hệ thống trong năm 2030, cao hơn 5 điểm % so với dự thảo T3/21, sau đó sẽ tụt xuống mức thấp nhất đạt 30% trong 2045. Ở một khía cạnh khác, chúng tôi nhận thấy xu hướng giảm giá chi phí quy dẫn (LCOE) cũng là một yếu tố quan trọng, thúc đẩy sự bùng nổ của nguồn điện này trong tương lai. Tuy rằng hiện tại suất đầu tư các dự án điện NLTT vẫn đang cao hơn so với nguồn điện truyền thống, con số này đang dần được thu hẹp nhanh chóng nhờ những cải thiện về hiệu quả công suất cũng như lợi thế kinh tế từ quy mô. Ở chiều ngược lại, dự kiến các nguồn nhiệt điện sẽ ghi nhận LCOE ngày càng tăng do những cải tiến “xanh” để giảm phát thải cũng như chi phí đầu vào ngày càng tăng cao.

Hình 5: Công suất điện gió dự kiến tăng trưởng kép với tốc độ cao nhất, đạt 16% trong giai đoạn 2022-50 (Đơn vị: MW)



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: LCOE của NLTT sẽ giảm dần trong khi LCOE các nguồn nhiệt điện dự kiến tăng cao trong 2025-45 (Đơn vị: USD/MWh)



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

**Đối với ĐMT trang trại**, sau khi phát triển ồ ạt trong giai đoạn 2019-21, và hiện tại đang chiếm tỉ trọng lớn đạt 21% tổng công suất hệ thống, nguồn điện này sẽ được dừng phát triển mới từ nay đến 2030. Ngoài ra, đối với 2.360MW điện mặt trời trữ giá FIT được Bộ Công thương (BCT) kiến nghị tiếp tục phát triển trong các dự thảo trước, con số đã được điều chỉnh giảm đáng kể trong bản dự thảo mới. Với những quan điểm rõ ràng sẽ hạn chế phát triển thêm các dự án điện mặt trời từ chính phủ trong giai đoạn 2022-30, BCT đã tiếp tục rà soát và đề xuất sẽ chỉ tiếp tục phát triển nốt 726,02MW đã hoàn thành xây dựng hoặc đã thu xếp đầy đủ thủ tục pháp lý. Còn lại 12 dự án với tổng công suất 1.634,4MW vẫn đang trong giai đoạn chuẩn bị thủ tục, sẽ cân nhắc giãn thời hạn phát triển sang sau năm 2030 để đảm bảo tính an toàn của hệ thống điện. Tuy rằng hiện tại các dự án này đang chưa được đưa vào phương án điều hành, chúng tôi cho rằng việc tiếp tục phát triển các dự án này là một phương án hợp lý để tránh các rủi ro pháp lý, kiện tụng cũng như đền bù cho nhà đầu tư. Ngoài ra, dự thảo QHĐ 8 mới nhất cũng khuyến khích phát triển các dự án **ĐMT mái nhà** cho mục đích tự sử dụng và không bán lên lưới. Theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ, BCT đang làm việc với các bên liên quan để xây dựng một khung chính sách tiếp tục phát triển các dự án này.

### EVN đã trình dự thảo khung giá cho các dự án NLTT chuyển tiếp – tín hiệu giải cứu đầu tiên cho các nhà đầu tư

Chúng tôi cho rằng yếu tố quyết định để đánh giá triển vọng của doanh nghiệp NLTT phụ thuộc vào khả năng phát triển công suất mới, điều mà hiện tại đang bất khả thi khi chúng ta đang chưa có một chính sách giá mới sau khi giá FIT kết thúc. Chúng tôi cho rằng với những định hướng rất rõ ràng trong QHĐ8, tập trung nguồn lực cho phát triển NLTT là một xu hướng tất yếu. Do đó, việc khẩn trương ban hành một cơ chế giá mới sẽ tháo gỡ những nút thắt, tạo điều



kiện phát triển lý tưởng cho nguồn NLTT nhằm đạt được những mục tiêu rất tham vọng của Việt Nam trong thời gian tới.

**Hình 7: Trong tháng 11, EVN đã trình lại BCT dự thảo khung giá cho dự án NLTT chuyển tiếp**

	Phương án 1	Phương án 2	Phương án 3	Phương án 4	Phương án kiến nghị
<b>Giá (đ/kWh)</b>					
DMT mặt đất	1.482,7	1.508,4	1.508,8	1.188,0	<b>1.188,0</b>
DMT nổi	1.740,8	1.569,8	NA	NA	<b>1.569,8</b>
Điện gió trên bờ	1.590,9	1.597,6	1.630,2	NA	<b>1.590,9</b>
Điện gió trên biển	1.971,1	1.944,9	1.974,0	NA	<b>1.944,9</b>
Phương pháp tính toán	Các thông số tính toán quy định tại TT15 của Bộ Công Thương	Tương tự phương án 1, trừ suất đầu tư xác định bằng bình quân suất đầu tư các dự án	Tương tự phương án 1, trừ suất đầu tư và sản lượng giá định theo phân bố chuẩn Gauss	Tính toán theo thông số các nhà máy ĐMT Phước Thái 2,3.	<b>Kiến nghị dựa trên giá thấp nhất của bốn phương án</b>

Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hiện tại, rất nhiều nhà đầu tư dự án NLTT trở giá FIT đang chịu áp lực chi phí rất lớn trong khi không thể bán điện lên lưới. Tuy nhiên, đã có những lối thoát đầu tiên cho những dự án này. Thực hiện Thông tư 15/2022/TT-BCT, EVN đang phối hợp với Bộ Công thương, tính toán khung giá cho các dự án NLTT chuyển tiếp. Theo đó, EVN đã tính toán theo bốn phương án, và chọn ra giá trị nhỏ nhất cho mỗi loại hình điện trong bốn phương án này. Theo đó, giá điện gió sẽ giảm khoảng 20-25% so với mức giá FIT trong khi giá điện mặt trời sẽ suất thấp hơn 50% và chỉ ở mức 1.188đ/kWh. Theo quan điểm của chúng tôi, tuy rằng việc được huy động là một tín hiệu đáng mừng cho nhà đầu tư, việc đề suất một mức giá quá thấp có thể sẽ không mang tính hỗ trợ quá tốt để các dự án vận hành hiệu quả. Chúng tôi nhận thấy sẽ vẫn còn những khó khăn cho điện mặt trời trong khi điện gió gặp ít áp lực hơn.

Chúng tôi cho rằng việc ban hành bản dự thảo này là một trong những bước đi tích cực và cần thiết, giúp dần nới lỏng những nút thắt chính sách đã kéo dài hơn một năm. Chúng tôi nhận thấy dự thảo chính sách giá chuyển tiếp sẽ tạo tiền đề cho các nhà đầu tư trở FIT có thể đàm phán PPA với EVN trong tương lai gần và hiện tại đã được trình lại Bộ Công thương để tiếp tục đánh giá và đưa ý kiến. Song song với đó, hiện tại Bộ Công thương cũng đang làm việc với các bộ ngành liên quan, khẩn trương xây dựng và phát triển cơ chế thí điểm đàm phán giá trực tiếp (DPPA) hoặc dự thảo cơ chế đấu thầu, tạo hành lang pháp lý cho giai đoạn phát triển tiếp theo của mảng năng lượng này.

### **Điện gió sẽ là điểm nhấn trong giai đoạn sau giá FIT. Doanh nghiệp nào sẽ nắm bắt được cơ hội này?**

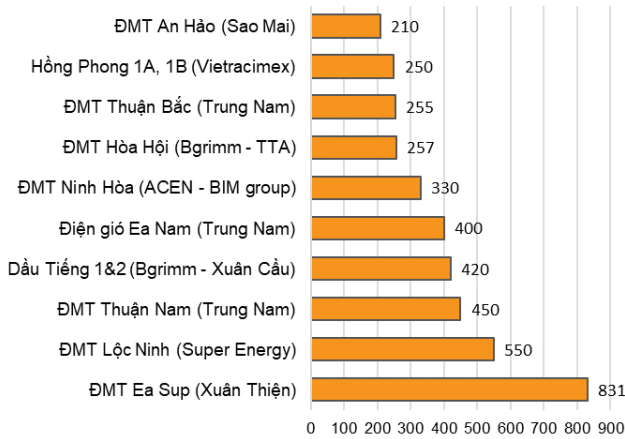
Khác với giai đoạn bùng nổ của giá FIT trong 2019-21, khi nhiều doanh nghiệp, bất kể quy mô lớn hay nhỏ, có hay không có kinh nghiệm đều tham gia chạy đua mảng điện này. Chúng tôi cho rằng giai đoạn đó đã kết thúc, và khi chính sách mới được ban hành, dù theo bất kỳ cơ chế nào, sẽ hướng đến một môi trường cạnh tranh khốc liệt nhưng lành mạnh hơn. Trong đó, những doanh nghiệp có lợi thế về quy mô, khả năng đàm phán giá và khả năng tiếp cận với dòng vốn lớn sẽ nắm trong tay những yếu tố quyết định để mở rộng danh mục và sở hữu “miếng bánh” lớn hơn trong ngành. Chúng tôi đưa ra một số những yếu tố sẽ là chủ đề chính cho giai đoạn phát triển sau giá FIT:

- Cạnh tranh giá và chi phí đầu tư sẽ là chủ đề chính trong các năm tới, giúp tăng tính hiệu quả của thị trường cũng như hấp dẫn được các doanh nghiệp thực sự có năng lực tham gia vào ngành.

- Doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có nhiều lợi thế trong việc đàm phán giá, đặc biệt trong bối cảnh thị trường điện bán lẻ đang dần được hình thành.

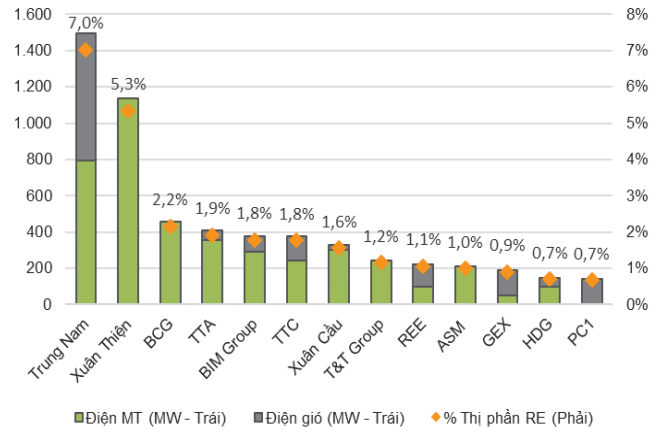
Doanh nghiệp có kinh nghiệm dày dặn trong việc phát triển và vận hành các dự án NLTT sẽ có năng lực đấu thầu tốt hơn nhờ khả năng quản lý hiệu quả, tiết kiệm chi phí cũng như tiềm lực tiếp cận các nguồn vốn lớn với chi phí rẻ.

Hình 8: Top 10 trang trại điện NLTT lớn nhất Việt Nam tính đến 2022 (Đơn vị: MW)



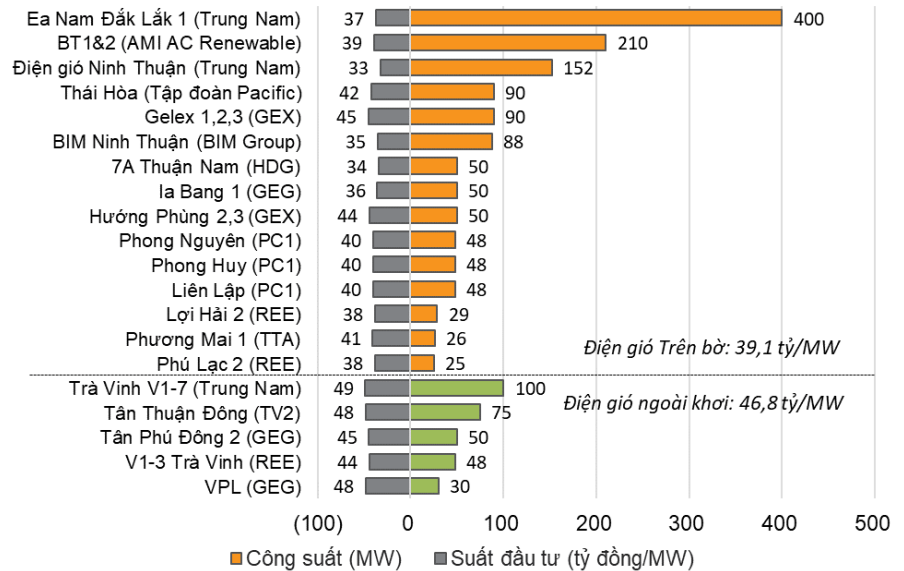
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Chúng tôi điểm tên một số doanh nghiệp hàng đầu lĩnh vực năng lượng tái tạo, xếp hạng theo quy mô công suất



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp tiếp cận với danh mục điện gió lớn sẽ có lợi thế trong giai đoạn phát triển sau FIT



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

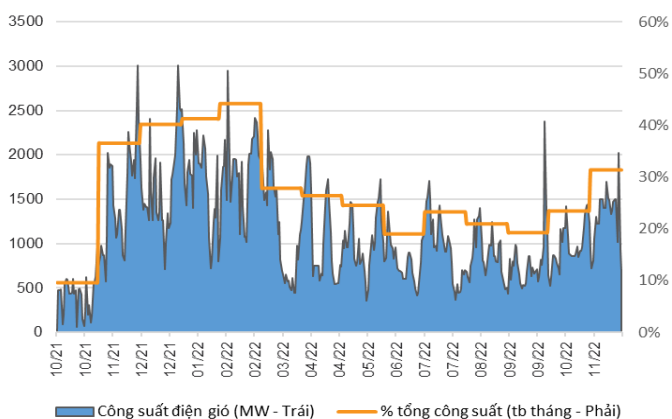
Với việc điện gió sẽ chắc chắn là lĩnh vực sôi động nhất trong giai đoạn 2022-30 nhờ những định hướng vàng vừng từ chính phủ, được hỗ trợ bởi chi phí đầu tư giảm mạnh, chúng tôi nhận thấy nhiều doanh nghiệp đáp ứng được các yếu tố nêu trên sẽ hưởng lợi lớn từ ngành này. Chúng tôi điểm tên một số công ty niêm yết hàng đầu trong ngành, với tham vọng mở rộng danh mục bao gồm BCG, GEG, PC1, TTA, GEX và REE.

### M&A là cơ hội tái cấp vốn cho các doanh nghiệp NLTT

Chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng mua bán và sáp nhập (M&A) sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc định hình triển vọng ngành NLTT sau giai đoạn giá FIT. Rất nhiều các nhà đầu tư nước ngoài đang nhìn thấy tiềm năng lớn của mảng NLTT tại Việt Nam, và hàng loạt các tập đoàn lớn đến từ Thái Lan, Philippines như BCPG, Bgrimm hay AC Energy đã tiếp cận thị trường trong nước thông qua nhiều hình thức đầu tư linh hoạt, bao gồm việc M&A các dự án đã vận hành cũng như thành lập liên danh với các đối tác nội địa để phát triển dự án mới. Khi bức tranh ngành điện đang dần rõ nét hơn, tập trung phát triển NLTT, chúng tôi cho rằng xu hướng M&A sẽ ngày càng trở nên phổ biến trong các năm tới. Chúng tôi cho rằng tính cạnh tranh trong giai đoạn này sẽ tăng cao với nhiều thành phần nhà đầu tư đến từ nhiều nơi trên thế giới, do đó, các doanh nghiệp trong nước cần chuẩn bị đầy đủ nguồn lực để sẵn sàng chạy đua cho một giai đoạn phát triển mạnh mẽ sắp tới.

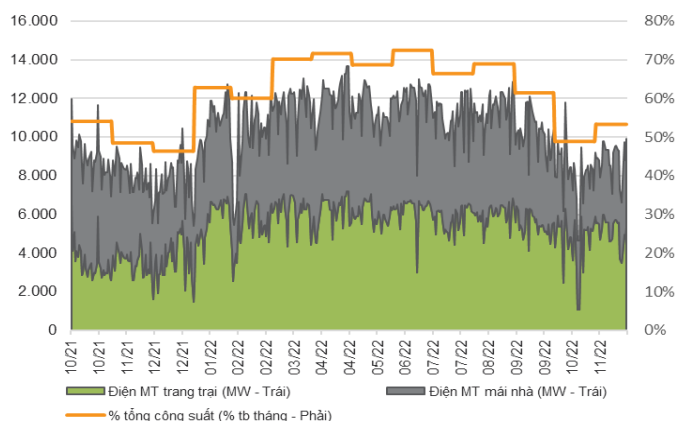
### Triển vọng 2023-24: Tình trạng cắt giảm công suất sẽ được cải thiện trong 2023, trong khi chính sách giá sẽ là bàn đạp cho triển vọng 2024.

**Hình 11: Điện gió dự kiến sẽ được huy động ở mức công suất cao trong mùa gió từ tháng 11 đến tháng 3 năm sau**



Nguồn: Trung tâm điều độ quốc gia, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 12: Điện mặt trời đang được huy động ở mức công suất dự kiến cao hơn so với mức thấp Q4/21**



Nguồn: Trung tâm điều độ quốc gia, VNDIRECT RESEARCH

Theo dự liệu từ Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia (NLDC), công suất huy động dự kiến điện mặt trời trong 9T22 đạt mức 60-70% tổng công suất, cao hơn mức 50% trong Q4/21. Chúng tôi dự báo nhu cầu điện tăng cao trong các năm sau sẽ dần hấp thụ công suất thừa tại khu vực miền Nam, giúp các dự án NLTT được huy động với tỉ lệ công suất tối ưu. Bên cạnh đó, chúng tôi dự kiến Q4 sẽ là khoản thời gian lý tưởng để điện gió được huy động với công suất cao hơn. Thông thường từ T11 đến T3 năm sau là khoảng thời gian mùa gió cao, giúp cho các tuabin gió quay ở một tốc độ và cường độ cao hơn. Do đó, chúng tôi nhận thấy Q4/22 và Q1/23 năm sau sẽ là khoảng thời gian thuận lợi để các doanh nghiệp sở hữu dự án điện gió ghi nhận kết quả sản lượng tích cực bao gồm PC1, GEG, REE, GEX.

Chúng tôi nhận thấy việc QHĐ8 sẽ phải thông qua phê duyệt từ quốc hội, do đó chúng tôi kỳ vọng chính sách giá chính thức có thể được ban hành trong sớm nhất Q3/23. Chúng tôi cho rằng năm 2023 sẽ là bàn đạp, đánh dấu một giai đoạn tăng trưởng mới của điện NLTT khi chính sách được ban hành, tạo tiền đề cho các dự án bắt đầu đi vào hoạt động từ 2024. Chúng tôi lưu ý rằng hiện tại chính sách giá đang chưa ghi nhận nhiều kết quả tích cực về tiến độ và vẫn đang khá mù mịt về thời gian chốt. Tuy nhiên, đã có những áp lực từ lãnh đạo, khẩn trương hoàn thiện chính sách giá sớm nhất có thể để Việt Nam có thể đạt được những mục tiêu chuyển đổi năng lượng mạnh mẽ thời gian tới.

## Sản lượng điện khí sẽ cải thiện trong 2023-24, củng cố bởi tăng trưởng nhu cầu điện mạnh mẽ

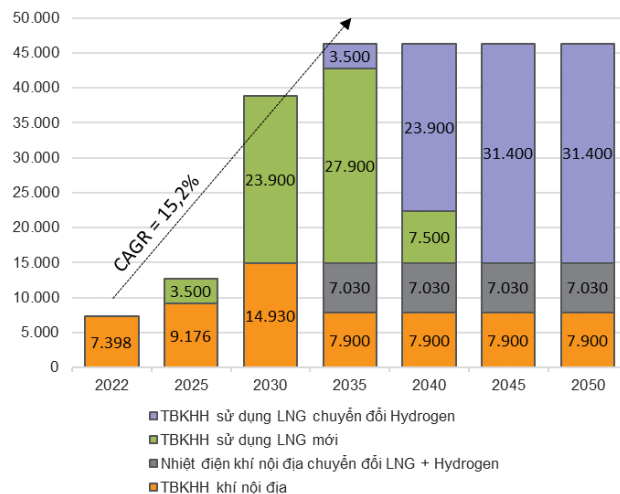
Theo dự thảo QHĐ8, điện khí sẽ tiếp tục là mũi nhọn trong giai đoạn 2022-35, và dự kiến sẽ không phát triển thêm sau đó

Hình 13: Chúng tôi điểm tên một số các dự án dự kiến được phát triển trong dự thảo QHĐ8

Dự án	2021-	2026-	Tổng mức	Chủ đầu tư
	2025	2030	đầu tư	
<b>Điện khí LNG</b>				
	MW	MW	Tr USD	
Nhon Trach 3&4	1.600		1.400	PVPower
LNG Hiệp Phước I	1.200		820	Hai Linh Company Limited
LNG Bạc Liêu	800	2.400	4.000	Delta Offshore Energy
LNG Quảng Ninh		1.500	1.880	PVPower - Colavi - Tokyo Gas - Marubeni
LNG Thái Bình		1.500	NA	TTVN Group - Tokyo Gas - Kyuden
LNG Nghi Sơn		1.500	NA	Millennium (USA)
LNG Quỳnh Lập		1.500	NA	Đang đấu thầu
LNG Quảng Trạch		1.500	2.094	EVN
LNG Hải Lăng		1.500	2.300	T&T Group - Hanwha - Kospo - Kogas
LNG Cà Ná		1.500	3.850	Đang đấu thầu
LNG Sơn Mỹ II		2.250	1.800	AES Group
LNG Sơn Mỹ I		2.250	2.000	EDF - Sojitz - Kyushu - Pacific Group
LNG Long Sơn		1.500	3.780	PGV - TTC - TV2 - Mitsubishi - GE - GTPP
<b>Điện khí nội địa</b>				
Ô Môn I* (Lô B)	660		NA	EVN (Genco 2)
Ô Môn III, IV (Lô B)	2.100		2.504	EVN (Genco 2)
Ô Môn II (Lô B)	1.050		1.310	Vietracimex - Marubeni
Dung Quất I,II,III (CVX)		2.250	2.348	NA
Miền Trung I, II (CVX)		1.500	1.674	PVN

Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Công suất điện khí sẽ tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2022-35 sau khi dừng phát triển từ 2035 (Đơn vị: MW)



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Theo những định hướng từ dự thảo QHĐ8 bản mới nhất, từ nay đến 2035 sẽ chứng kiến sự phát triển mạnh mẽ của điện khí, trước khi dừng phát triển sau 2035. Theo đó, tổng công suất điện khí sẽ tăng mạnh từ 7.300MW trong 2022 lên 46.330MW trong 2035 với tốc độ tăng trưởng kép trong giai đoạn này đạt 15,2%.

Trong đó, công suất điện khí nội địa sẽ tăng gấp đôi đạt 14.930MW đến năm 2030 với đóng góp chủ yếu từ cụm điện khí Ô Môn (3.810MW), Dung Quất (2.250MW) và Miền Trung (1.500MW). Hơn nữa, với quyết tâm chuyển đổi năng lượng mạnh mẽ, các dự án sử dụng khí sẽ dần phải đốt kèm hydrogen sau 10 năm hoạt động. Các dự án điện khí LNG cũng sẽ được phát triển với tốc độ cao, mở đầu với 3.500MW đầu tiên trong 2025 sau đó tăng mạnh lên đạt 27.900MW trong 2035. Tương tự với điện khí nội địa, các dự án LNG cũng sẽ dần phải chuyển sang đốt kèm hydrogen sau 10 năm vận hành và chuyển hoàn toàn sang nhiên liệu này sau 20 năm. Trong giai đoạn bùng nổ sắp tới, chúng tôi nhận thấy có một số doanh nghiệp nội địa đang hưởng lớn từ xu hướng này bao gồm POW với dự án Nhơn Trạch 3&4, dự án điện khí LNG đầu tiên tại Việt Nam. Bên cạnh đó, chúng tôi điểm tên một loạt các dự án có sự góp mặt của doanh nghiệp nội địa bao gồm LNG Quảng Ninh (POW), LNG Hải Lăng (T&T Group), LNG Long Sơn (PGV, TV2).

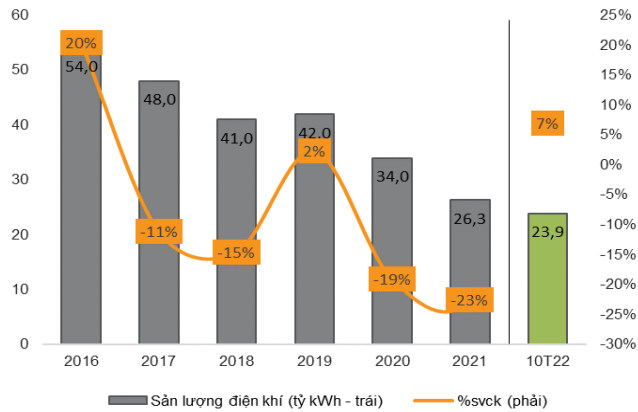
### Trong 10T22, sản lượng điện khí tăng trưởng nhẹ trong bối cảnh nhu cầu điện tăng không mạnh như kỳ vọng

Từ 2016 đến 2021, điện khí ghi nhận mức huy động sản lượng giảm dần qua các năm do các mỏ khí đã dần cạn kiệt trong khi các mỏ mới có điều kiện khai thác khó khăn hơn, dẫn đến việc giá khí đầu vào cho sản xuất điện tăng theo. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy bước ngoặt đang đến trong năm 2022, khi sản lượng điện khí chạm mức nền thấp trong năm 2021 do nhu cầu thấp trong đại dịch Covid-19. Tuy rằng 10T22 ghi nhận mức sản lượng hồi phục chưa được như kỳ vọng do nhu cầu điện tăng chậm và giá khí vẫn đang neo ở mức cao, tổng sản lượng điện khí vẫn tăng 7% svck đạt 23,9 tỷ kWh với sự phân hóa



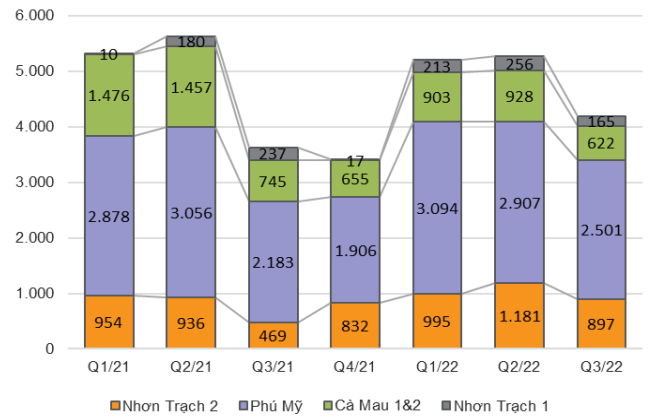
cao giữa các nhà máy điện. Nhon Trạch 2 ghi nhận sản lượng huy động rất tốt trong 9T22 nhờ hiệu suất nhà máy tốt. Nhon Trạch 1 tuy rằng vẫn ghi nhận một mức sản lượng thấp hơn trung bình nhiều năm, cũng đã ghi nhận sự phục hồi rõ rệt từ mức thấp 2021 do chào giá linh hoạt trên thị trường cạnh tranh. Mặt khác, Cà Mau 1&2 ghi nhận sản lượng giảm mạnh do có lịch đại tu cũng như tình trạng thiếu khí. Cụm nhà máy Phú Mỹ cũng đã ghi nhận sự phục hồi nhẹ từ mức nền thấp trong năm 2021, giá khí của nhà máy đang ở mức thấp hơn đối thủ do ở đầu nguồn khí, có lợi thế phí vận chuyển rẻ.

**Hình 15: Sản lượng điện khí tăng nhẹ 7% svck trong 10T22 do nhu cầu điện tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng**



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

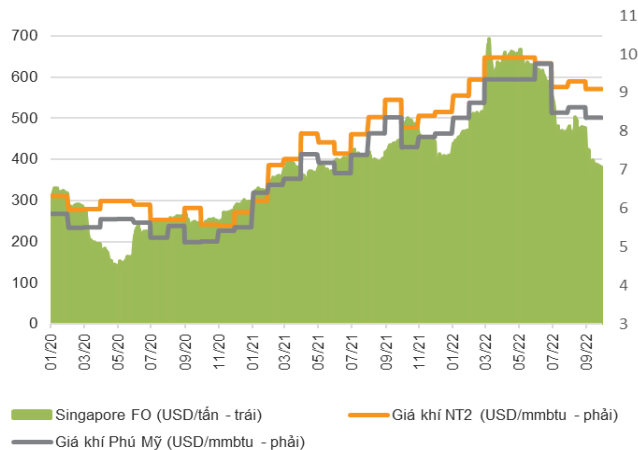
**Hình 16: Sản lượng huy động của nhiều nhà máy đã cải thiện rõ rệt trong 9T22 từ mức rất thấp Q3, Q4/21 (Đơn vị: triệu kWh)**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

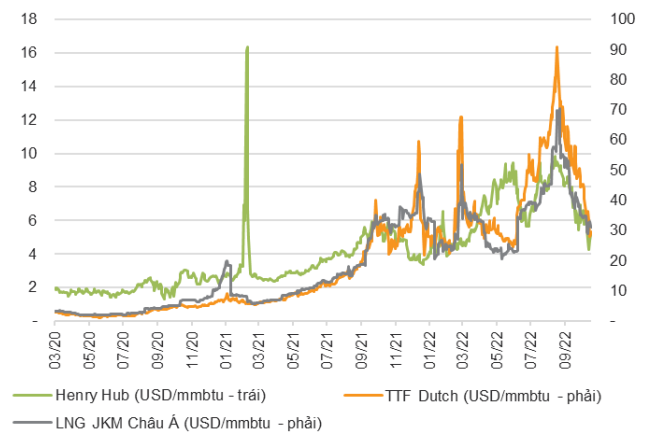
**Triển vọng 2023-24: Tình hình giá khí sẽ thuận lợi hơn cho ngành**

**Hình 17: Giá khí nội địa đang có xu hướng giảm, neo theo đà giảm của giá dầu FO**



Nguồn: GENCO3, Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: Giá khí thế giới cũng ghi nhận mức giảm mạnh từ đỉnh nhờ những nỗ lực tích trữ khí của Châu Âu và mùa đông ấm áp hơn**



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Giá dầu FO đã giảm 54% từ mức đỉnh đạt 380USD/tấn trong cuối tháng 9, mức thấp nhất trong năm nay. Nhờ đó, giá khí nội địa Việt Nam, vốn neo theo giá dầu này với công thức 46%\*FO cũng đã giảm tương ứng. Cụ thể, giá khí NT2 và Phú Mỹ đã giảm lần lượt 14% và 16% so với đỉnh tháng 5 xuống còn 9,08USD/mmbtu và 8,35USD/mmbtu trong tháng 9. Ngoài ra, sau khi trải qua đà tăng giá mạnh từ 2020, ảnh hưởng bởi một loạt các sự kiện gây đứt gãy chuỗi cung ứng dầu, khí, như dịch Covid-19, xung đột Nga – Ukraine hay Trung Quốc giãn cách, giá khí thế giới đã giảm mạnh từ mức đỉnh nhờ những nỗ lực

của Châu Âu trong việc tích trữ nguồn khí cũng như nhu cầu giảm khi mùa đông năm nay dự báo ấm áp hơn kỳ vọng.

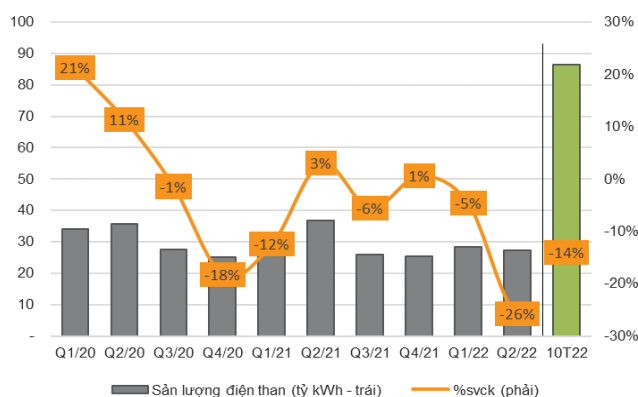
Nhờ xu hướng giảm giá khí, chúng tôi nhận thấy đây là thông tin tích cực cho ngành điện khí với mức huy động điện kỳ vọng sẽ cải thiện, cũng như tình hình đàm phán hợp đồng PPA cho các dự án sắp tới. Nhìn chung, giá khí nội địa hiện đang được neo theo giá dầu FO và biến động tăng giảm sát với diễn biến giá dầu Brent. Chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ giảm dần và đạt mức trung bình 90USD/thùng và 80USD/thùng cho lần lượt 2023-24 sẽ là yếu tố quan trọng để giảm bớt những áp lực cạnh tranh cho nguồn điện khí. Tuy rằng đây vẫn là mức giá khá cao khi so sánh với trung bình quá khứ, chúng tôi cho rằng việc giảm giá khí có thể sẽ dần thu hẹp khoảng cách giữa giá điện khí và giá điện than, đặc biệt trong bối cảnh giá than nhập dự kiến sẽ vẫn neo cao trong năm sau. Chúng tôi kỳ vọng một mức sản lượng huy động tích cực hơn cho điện khí trong 2023-24, củng cố bởi nhu cầu điện tăng trưởng 9,2% theo dự thảo QHĐ8 và sản lượng thủy điện sẽ không còn bùng nổ khi pha thời tiết thuận lợi kết thúc. Chúng tôi cũng nhận thấy việc giá khí thế giới đã giảm mạnh thời gian gần đây sẽ phần nào tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các dự án điện khí LNG sắp tới có cơ hội đàm phán và thống nhất các điều khoản về giá và sản lượng, điều mà hiện tại vẫn đang gặp rất nhiều khó khăn, vướng mắc.

### Triển vọng điện than đang mờ dần khi tiếp tục bị cắt giảm trong bản dự thảo mới QHĐ8

#### Sản lượng điện than giảm mạnh trong 10T22 do giá than nhập tăng

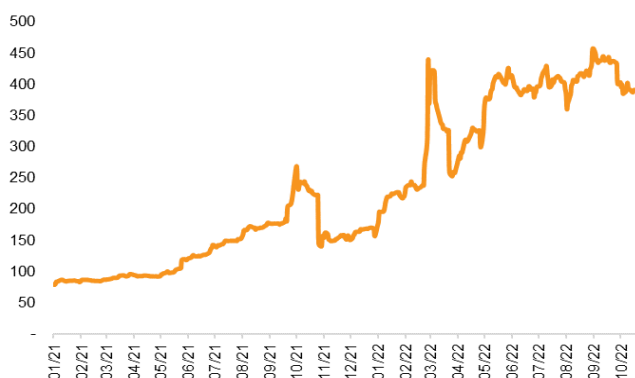
Sản lượng điện than giảm 14% svck đạt 86,5 tỷ kWh trong 10T22 do 1) Nhu cầu điện toàn quốc tăng chậm hơn mức dự báo do thời tiết ghi nhận nhiệt độ mát mẻ hơn cũng như tình trạng giảm công suất của các ngành công nghiệp thâm dụng điện như sắt, thép; 2) Giá than nhập tăng mạnh do ảnh hưởng đứt gãy chuỗi cung ứng từ cuộc xung đột Nga – Ukraine, gây khó khăn cho các nhà máy than nhập và than trộn trong việc cạnh tranh giá với các nguồn điện khác, đặc biệt trong bối cảnh sản lượng thủy điện dồi dào và nguồn NLTT bổ sung. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy có sự phân hóa rõ rệt theo miền, cụ thể, các nhà máy sử dụng than nội địa tại miền Bắc như QTP, HND, Mông Dương (PGV) đều ghi nhận mức sản lượng huy động tích cực do giá rẻ và gần nguồn than trong khi các nhà máy tại miền Nam như Vũng Áng, Vĩnh Tân ghi nhận sản lượng giảm trong bối cảnh thừa nguồn tại khu vực này.

**Hình 19: Sản lượng điện than 10T22 giảm 14% svck do giá than nhập tăng cao, và tình trạng thiếu than trong nửa đầu năm**



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 20: Giá than thế giới đã tăng mạnh do một số sự kiện như Trung Quốc giãn cách và xung đột Nga – Ukraine (Đơn vị: tấn)**

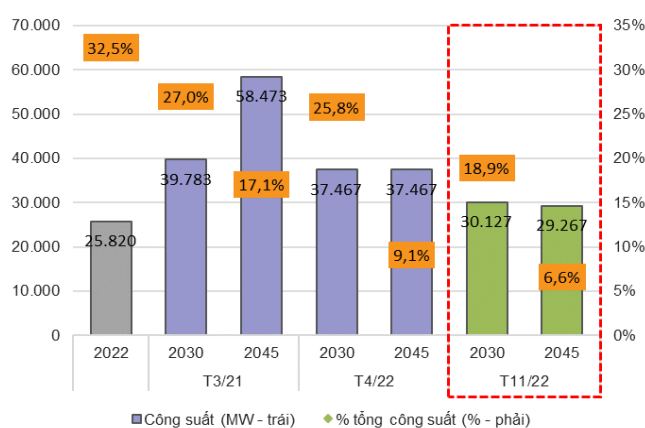


Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

### Điện than đang đối mặt với cả rủi ro ngắn và dài hạn

Trong bối cảnh giá than dự kiến sẽ vẫn tiếp tục neo cao trong năm sau, sẽ khó có thể tiếp tục kỳ vọng vào một sự phục hồi mạnh của nguồn điện này trong 2023, đặc biệt khi các nhà máy mới đi vào hoạt động sử dụng 100% than nhập như Nghi Sơn II, Sông Hậu I. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy những triển vọng đở u ám hơn cho các nhà máy sử dụng than nội địa và than trộn trong 2023-24 với áp lực giá thấp hơn các nhà máy than nhập. Hơn nữa, chúng tôi cho rằng các nhà máy tại khu vực miền Bắc sẽ ghi nhận mức huy động sản lượng tối ưu hơn do dự báo nhu cầu điện tại khu vực này sẽ tăng mạnh trong các năm tới. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy các nhà máy tại khu vực miền Nam có thể vẫn gặp phải áp lực cạnh tranh từ nhiều nguồn điện do tình trạng thừa nguồn tại khu vực. Chúng tôi nhận thấy trong ngắn hạn, điện than vẫn đóng vai trò rất quan trọng, và là một nguồn điện chạy nền đáng tin cậy với giá rẻ, để đảm bảo tính an toàn của hệ thống trong giai đoạn phát triển kinh tế mạnh mẽ của nước ta từ nay đến 2030. Chúng tôi cho rằng QTP và HND sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này.

Hình 21: Tiếp tục đưa 6.800MW điện than ra khỏi cân đối quy hoạch điện trong bản dự thảo mới nhất



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Chúng tôi điểm tên một số các dự án điện than dự kiến tiếp tục được phát triển trong QHĐ8

Dự án	Công suất (MW)	Tiến độ	Chủ đầu tư	Đánh giá
Na Dương II	110	2021-25	TKV	
An Khánh - BG	650	2021-25	NA	
Thái Bình II	1.200	2021-25	PVN	Hoàn thành 97%
Nghi Sơn II	1.330	2021-25	Kepeco - Marubeni	Vận hành từ T7/22
Vũng Áng II	665	2021-30	Kepeco - Mitsubishi	
Vân Phong II	1.432	2021-25	Sumitomo Corp	Dự kiến hoàn thành T12/22
Duyên Hải II	1.320	2021-25	Janakusa	Vận hành từ 2021
Long Phú II	1.200	2021-25	PVN	
Sông Hậu I	1.200	2021-25	PVN	Vận hành từ T4/22
Quảng Trạch I	1.200	2021-25	GENCO 2	Mở rộng lên 1.400MW

Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

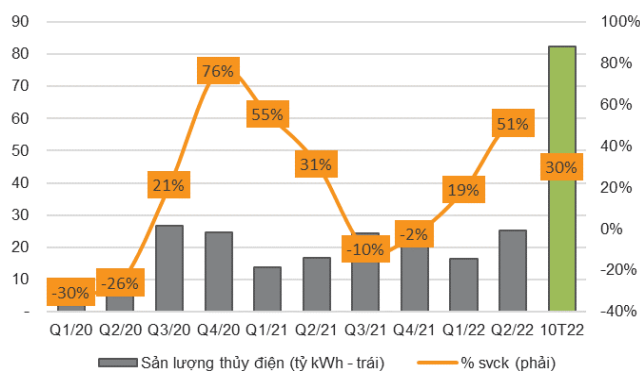
Sau nhiều bản sửa đổi, công suất điện than đã liên tục bị cắt giảm do những chủ trương quyết liệt từ Chính phủ nhằm chuyển đổi năng lượng xanh mạnh mẽ. Sau khi quyết định sẽ không phát triển thêm điện than sau năm 2030, dự thảo mới nhất tiếp tục đưa 5 dự án tổng công suất 6.800MW ra khỏi quy hoạch do những khó khăn trong việc thu xếp vốn của các dự án này. Tuy nhiên trên thực tế, sẽ rất khó để loại bỏ các dự án này do những vướng mắc về pháp lý, kiện tụng và đền bù nhà đầu tư. Vì vậy mặc dù đây là những dự án có khả năng rất cao sẽ không thu xếp được vốn, Bộ Công Thương sẽ vẫn phải tiếp tục rà soát và đánh giá tính khả thi của các dự án này. Sau điều chỉnh, công suất điện than dự kiến đạt 30.127MW trong 2030, chiếm 18,9% tổng công suất trước khi thu hẹp tỷ trọng xuống còn 6,6% trong năm 2045. Chúng tôi điểm tên một số các dự án nổi bật sẽ được tiếp tục phát triển từ nay đến 2030, trong đó có sự góp mặt của những tập đoàn nội địa lớn như TKV, PVN và GENCO2. Hiện tại, một số dự án mặc dù đã được đưa vào quy hoạch điện nhưng vẫn đang phải đối mặt với nhiều vướng mắc pháp lý và khó khăn về nguồn vốn. Trong bối cảnh nguồn cung trong nước đang cạn kiệt và các nhà máy mới sẽ phải sử dụng than nhập, việc giá than tăng cao trong thời gian gần đây dấy lên những lo ngại về tính “rẻ” của nguồn điện này. Cùng với những nỗ lực toàn cầu trong việc giảm phát thải, chúng tôi nhận thấy triển vọng của điện than đang mờ nhạt dần với khả năng tiếp cận vốn khó khăn hơn. Tuy nhiên, chúng tôi nhìn nhận rằng việc tiếp tục phát triển các nguồn điện than ở miền Bắc vẫn là bước đi cần thiết để đáp ứng nhu cầu phụ tải tăng nhanh tại khu vực, nhất là khi tiềm năng NLTT tại khu vực này khá khiêm tốn.

### Thủy điện sẽ bước ra khỏi pha thuận lợi trong 2023-24

Chúng tôi dự báo sản lượng huy động kém tích cực hơn cho thủy điện trong 2023-24 sau năm 2022 rực rỡ

Thời tiết Việt Nam đã trải qua pha La Nina kéo dài từ Q4/21. Theo EVN, 10T22 tiếp tục ghi nhận trạng thái bất thường với mùa nóng mát mẻ hơn và lượng mưa dồi dào ngay cả trong giai đoạn mùa khô. Theo đó, thủy điện được huy động với mức sản lượng cao nhờ giá bán rẻ, tăng 30% svck đạt 82 tỷ kWh và chiếm 36,6% tỷ trọng sản lượng toàn quốc. Một loạt các doanh nghiệp thủy điện đã được hưởng lợi từ thủy văn thuận lợi và ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong 9T22, bao gồm DNH, VSH, SBH, HNA, TMP và CHP. Chúng tôi dự báo thủy điện sẽ tiếp tục ghi nhận mức huy động ấn tượng từ nay đến cuối năm khi pha La Nina được dự báo sẽ kéo dài đến T1/23 và bắt đầu chuyển sang pha Trung tính.

Hình 23: Sản lượng thủy điện 10T22 tăng mạnh nhờ thủy văn thuận lợi với pha La Nina kéo dài...



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

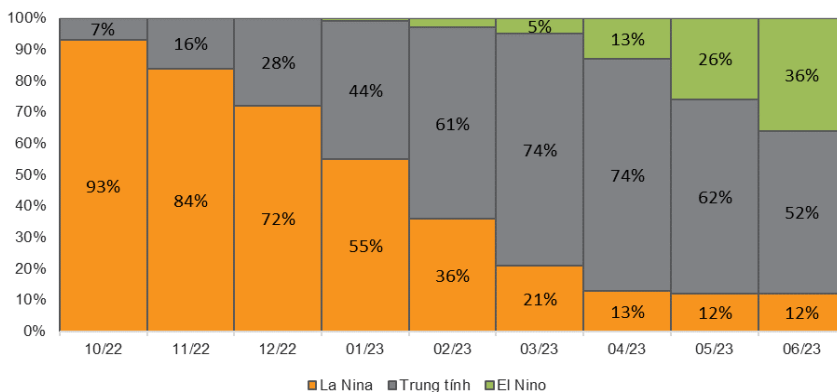
Hình 24: ...Do đó, nhiều doanh nghiệp thủy điện ghi nhận KQKD 9T22 rất tích cực (Đơn vị: Tỷ đồng)

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu 9T22		LNST 9T22	%svck
		Doanh thu	%svck		
DNH	19.008,0	2.251,02	36%	1.356,08	55%
VSH	6.591,1	2.121,83	117%	881,54	353%
SBH	4.347,9	673,33	86%	358,46	175%
HNA	3.951,9	842,37	72%	410,17	383%
TMP	3.703,0	801,78	57%	437,99	81%
CHP	3.452,4	724,71	96%	317,49	2003%
AVC	2.814,5	744,13	76%	453,69	140%
SHP	2.656,7	559,78	27%	276,51	64%
TBC	1.841,5	538,24	40%	295,00	71%
SEB	1.724,8	269,18	35%	151,71	49%
S4A	1.531,9	208,45	20%	81,25	24%
SBA	1.425,7	299,42	74%	144,80	170%
SJD	1.055,7	362,85	26%	145,30	29%
ISH	904,9	191,08	23%	85,17	43%
HJS	732,9	139,22	11%	48,31	24%

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng xác suất để pha La Nina tiếp tục kéo dài là khá thấp khi pha thời tiết này đã kéo dài hơn dự kiến. Do đó, chúng tôi dự báo thủy điện sẽ đóng góp một mức sản lượng thấp hơn từ 2023-24, tạo dự địa huy động cho các nguồn điện khác. Ở khía cạnh giá bán điện bình quân, chúng tôi cho rằng việc đẩy khung giá huy động của nhiệt điện sẽ đồng thời tạo điều kiện để nguồn thủy điện được huy động với mức giá cao hơn trên thị trường điện cạnh tranh trong các năm tới.

Hình 25: Pha La Nina dự kiến sẽ tiếp tục duy trì từ nay đến cuối năm 2022 trước khi chuyển sang pha Trung tính từ T1/23 (Đơn vị: %)



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH



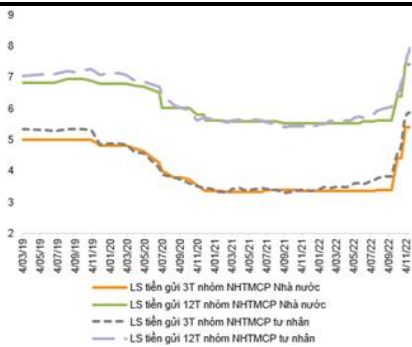
### Triển vọng phát triển thủy điện đang dần cạn kiệt

Chúng tôi cho rằng triển vọng phát triển thủy điện đang dần cạn kiệt khi dự địa mở rộng công suất của nguồn điện này đã đạt giới hạn. Nếu không tính đến các dự án mở rộng công suất, Thượng Kontum (220MW) của VSH là một trong những nhà máy thủy điện lớn cuối cùng trong quy hoạch, đánh dấu hồi kết cho sự phát triển của nguồn điện này. Chúng tôi nhận thấy sẽ vẫn còn dự địa khoảng 6.000MW thủy điện nhỏ (< 30MW) trong giai đoạn tới. Thủy điện nhỏ hiện đang được xếp loại là NLTT do ảnh hưởng không đáng kể đến môi trường và cảnh quan chung. Tuy rằng các nhà máy thủy điện nhỏ phụ thuộc nhiều vào thời tiết và khả năng điều tiết kém, các dự án này được hưởng mức giá bán cao hơn trung bình 20-30% so với giá bán các thủy điện công suất lớn nhờ chính sách biểu phí tránh được. Chúng tôi điểm tên một số doanh nghiệp vẫn còn được hưởng lợi từ phát triển thủy điện bao gồm PC1, GEG và REE.

### Rủi ro đầu tư ngành

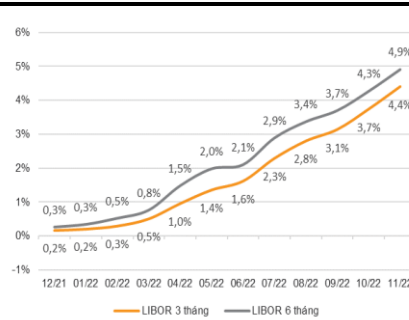
Chúng tôi nhận thấy rủi ro kép từ nền lãi suất và tỉ giá tăng đối với các doanh nghiệp điện

**Hình 26: Lãi suất huy động Việt Nam tăng mạnh từ T9/22 (Đơn vị: %)**



Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 27: Lãi suất LIBOR 3T + 6T tăng mạnh khi Fed tăng lãi suất điều hành (Đơn vị: %)**



Nguồn: Global rate, VNDIRECT Research

**Hình 28: Tỷ giá USD/VND và chỉ số dollar index tăng mạnh 8% từ đầu năm**

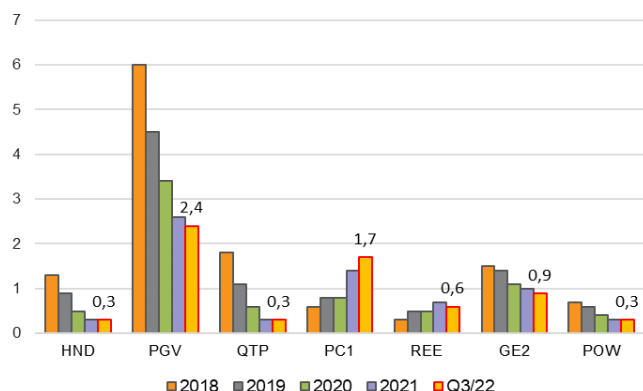


Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT Research

Từ Q2/22, nền lãi suất đã tăng rõ rệt do những nỗ lực của Fed để kiểm soát tỉ lệ lạm phát cao kỉ lục của quốc gia này. Do đó, việc tăng lãi suất điều hành đã đẩy các lãi suất khác lên mức cao hơn bao gồm lãi suất Libor và lãi suất huy động của Việt Nam, một trong số những chính sách lãi suất điển hình cho các khoản vay ngành điện. Bên cạnh đó, đồng VND cũng đã ghi nhận mất giá khoảng 8% từ đầu năm so với đồng USD, một trong những hệ quả là lãi suất tăng cao. Chúng tôi nhận thấy những yếu tố này tạo ra một áp lực kép lên chi phí tài chính tăng của nhiều doanh nghiệp trong ngành trong 9T22 như PC1, GE2, PGV và REE.

Chúng tôi nhận thấy những áp lực về lãi suất và tỉ giá sẽ tiếp tục duy trì cho đến sớm nhất nửa sau của 2023 do những lộ trình tăng lãi suất của Fed cũng như áp lực lạm phát của quốc gia này vẫn còn hiện hữu. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng nặng hay nhẹ sẽ phụ thuộc vào tỉ lệ nợ USD cũng như chính sách lãi suất của từng doanh nghiệp. Cụ thể, chúng tôi nhận thấy các công ty có đòn bẩy cao, tỷ trọng nợ USD lớn với chính sách lãi suất thả nổi phụ thuộc vào Libor sẽ nhạy cảm hơn với mỗi đợt tăng lãi suất như PGV, PC1 hay GE2.

Hình 29: Tỷ lệ nợ vay/VCSH của một số doanh nghiệp điện trong ngành (Đơn vị: lần)



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Chúng tôi thống kê một số doanh nghiệp điện có dư nợ vay USD và tình hình chi phí tài chính trong 9T22

Công ty	Nợ USD (tỷ đồng)	Tổng dư nợ (tỷ đồng)	Nợ USD/tổng nợ (%)	Chi phí tài chính (tỷ đồng)	%svck
HND	1.588,0	1.588,0	100,0%	153,8	27%
PGV*	35.679,1	41.199,9	86,6%	2.208,6	135%
QTP*	819,4	1.833,1	44,7%	161,0	6%
PC1	3.997,0	11.348,2	35,2%	601,5	173%
REE	2.121,8	11.520,0	18,4%	696,1	38%
GE2*	6.553,2	18.611,0	35,2%	814,0	590%
POW	2.701,0	9.950,6	27,1%	541,2	7%

(\*) tính toán theo số liệu BCTC cập nhật

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi nhận thấy một số rủi ro tiềm ẩn khác của ngành điện

- Chúng tôi nhận thấy rủi ro từ giá đầu vào vẫn còn hiện hữu cho các năm tới. Tuy rằng giá khí có xu hướng giảm mạnh thời gian gần đây, áp lực nguồn cầu sẽ vẫn còn khi việc cắt giảm nguồn cung từ Nga – nhà cung cấp khí số một của châu lục sẽ tạo áp lực tìm nguồn cung thay thế trong ngắn hạn.
- Chúng tôi cho rằng khả năng cao giá than sẽ vẫn duy trì ở mức cao, đặc biệt khi Trung Quốc mở cửa trở lại, gây áp lực lên nguồn cung than.
- Chúng tôi cho rằng việc cắt giảm công suất ở nhiều ngành công nghiệp thậm chí dụng cụ điện như sắt, thép sẽ là cản trở đáng lo ngại cho tăng trưởng tiêu thụ điện trong các năm tới.
- Sự chậm trễ nếu có trong việc ban hành QHĐ8 cũng như chính sách giá mới NLTT sẽ là gánh nặng cho triển vọng của ngành điện.

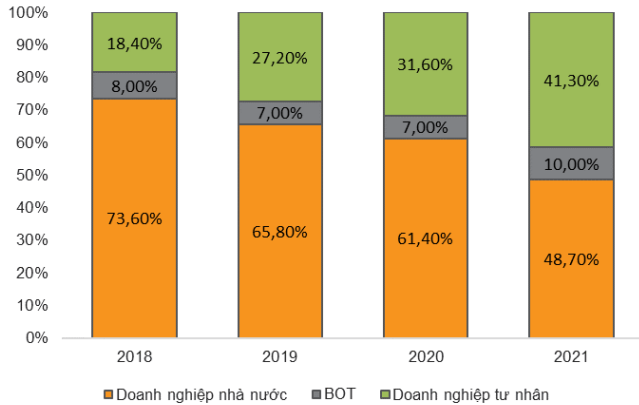
### Ngành điện sẽ trải qua quá trình chuyển đổi mạnh mẽ trong những năm tới. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm PC1, POW

Chúng tôi cho rằng bức tranh ngành điện Việt nam đã dần rõ nét hơn, tập trung tối đa phát triển NLTT sau những cam kết mạnh mẽ của Việt Nam trong COP26 và gần đây là COP27. Với việc nguồn NLTT sẽ chiếm tỉ trọng cao trong các năm tới, chúng tôi cho rằng sự đồng hành của điện khí đóng vai trò quan trọng, và là chỗ dựa tin cậy cho hệ thống điện. Chúng tôi điểm tên một số doanh nghiệp nội địa được hưởng lợi trong chuỗi phát triển hạ tầng điện, khí như POW, PGV và GAS.

Chúng tôi cho rằng việc chậm trễ trong ban hành chính sách giá chính thức cho NLTT là trở ngại lớn nhất, cản trở đà phát triển của nguồn điện này. Chúng tôi nhận thấy việc tháo gỡ những nút thắt chính sách đóng vai trò rất quan trọng, và mở ra một “sân chơi” mới cho nhà đầu tư. Tuy rằng giai đoạn giá FIT đã góp phần thu hút một dòng vốn tư nhân dồi dào chảy vào lĩnh vực này, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn hậu giá FIT sẽ có tính cạnh tranh khốc liệt hơn và đồng thời cũng lành mạnh hơn. Chúng tôi đặt niềm tin vào các doanh nghiệp có quy mô lớn, quản lý chi phí tốt và có kinh nghiệm triển khai, vận hành các dự án để nắm bắt được cơ hội mở rộng danh mục NLTT của mình trong giai đoạn này. Chúng tôi nhận thấy dòng tiền ESG đang chảy sôi động trên thị trường quốc tế sẽ dần tiếp cận Việt Nam. Do đó, những doanh nghiệp nắm bắt

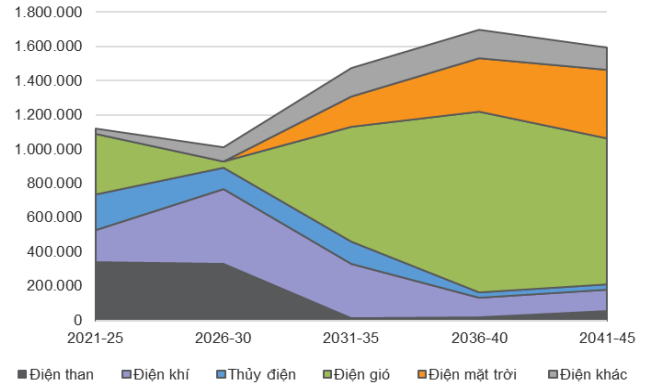
được cơ hội và tiếp cận được nguồn vốn rẻ sẽ dẫn đầu trong cuộc đua NLTT đang cận kề. Chúng tôi điểm tên một số những ứng cử viên đáng chú ý đang được niêm yết bao gồm BCG, GEG, PC1, và REE.

Hình 31: Dòng vốn tư nhân đã tăng mạnh trong giai đoạn giá FIT (Đơn vị: %)



Nguồn: KPMG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Trong kịch bản chuyển đổi năng lượng, Việt Nam sẽ cần một nguồn vốn lớn cho NLTT trong 2022-45 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Luận điểm đầu tư

STT	Mã CP	Giá mục tiêu 1 năm (đ/cp)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
1	PC1	30.800	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) Giai đoạn 2023-24 sẽ là giai đoạn bước ngoặt lợi nhuận của PC1 nhờ hàng loạt những thương vụ mở rộng kinh doanh bao gồm mỏ niken, BĐS Nhà ở và BĐS KCN. Chúng tôi dự báo một mức tăng trưởng EPS cao cho PC1 đạt 163% svck và 33% svck trong giai đoạn này.</li> <li>(2) Chúng tôi nhận thấy khi QHĐ8 và chính sách giá NLTT dự kiến ban hành trong Q3/23 sẽ là động lực cho mảng xây lắp điện và EPC điện gió của doanh nghiệp.</li> <li>(3) PC1 sẽ tiếp tục mở rộng danh mục điện tái tạo, bao gồm 81MW thủy điện nhỏ trong giai đoạn 2023-25. Ngoài ra, doanh nghiệp đang tiến hành khảo sát hơn 1.000MW điện gió cả trên bờ và ngoài khơi, thực hiện hóa tham vọng phát triển thêm 350MW NLTT từ nay đến 2025.</li> <li>(4) Các dự án điện gió của PC1 là một trong những dự án nổi bật của Đông Nam Á, đảm bảo đầy đủ các tiêu chuẩn quản trị, môi trường (ESG) và đang được hưởng chính sách lãi vay rất ưu đãi (5-6%/năm) thấp hơn nhiều so với các dự án vay nội tệ (~10-11%). Chúng tôi nhận thấy đây là một lợi thế rất lớn không chỉ cho tính hiệu quả của dự án mà đồng thời tạo tiền đề để doanh nghiệp tiếp tục được tài trợ các khoản vay chi phí vốn thấp trong tương lai.</li> </ul>
2	POW	18.400	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) POW là doanh nghiệp điện khí hàng đầu, và sẽ được hưởng lợi từ xu hướng phát triển công suất điện khí mạnh mẽ theo những định hướng rõ ràng trong dự thảo QHĐ8. Doanh nghiệp đang nắm trong tay chuỗi hai dự án bao gồm 100% sở hữu tại Nhơn Trạch 3&amp;4 (1.600MW), và 33% cổ phần tại dự án LNG Quảng Ninh (1.500MW). Trong khi Nhơn Trạch 3&amp;4 sẽ đi vào vận hành từ lần lượt Q4/24 và Q2/25, LNG Quảng Ninh sẽ triển khai trong giai đoạn 2025-30.</li> <li>(2) Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi đánh giá một mức sản lượng huy động tích cực hơn cho điện khí nhờ 1) Sản lượng tiêu thụ điện dự báo tăng trưởng kép với tốc độ cao 9,2% trong khi dự kiến tốc độ phát triển công suất mới tại miền Nam sẽ chững lại; 2) Giá khí dự báo giảm theo dự báo giá Brent 2023-24 lần lượt là 90-80 USD/thùng giảm áp lực cạnh tranh giá cho điện khí đặc biệt trong bối cảnh giá than nhập tăng; 3) Thủy điện sẽ bước ra khỏi pha thời tiết thuận lợi, tạo dư địa huy động cho các nguồn nhiệt điện.</li> <li>(3) Chúng tôi nhận thấy sự quay trở lại của tổ máy 1 Vũng Áng 1 sẽ là động lực chính cho tăng trưởng của POW trong Q1/23, khi nhà máy này đã trải qua giai đoạn sửa chữa từ Q4/21.</li> </ul>

3	NT2	31.300	Khả quan	<p>(1) Trong 2023, NT2 sẽ có lịch đại tu, thông thường diễn ra trong 45 ngày, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp sẽ ghi nhận doanh thu giảm 16% svck sau đó phục hồi 13% svck trong 2024.</p> <p>(2) Chúng tôi nhận thấy luận điểm đầu tư đáng chú ý nhất của NT2 không hoàn toàn đến từ tăng trưởng LN mà bao gồm một sức khỏe tài chính lành mạnh và nguồn cổ tức ổn định. NT2 đã hoàn thành nghĩa vụ trả nợ dài hạn từ 2021 và hiện tại, doanh nghiệp ghi nhận dòng tiền dồi dào. Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ duy trì trả cổ tức đều đặn ít nhất 15%/năm, với nhu cầu vốn từ công ty mẹ POW là một trong những động lực chính.</p> <p>(3) Chúng tôi đánh giá NT2 là một trong những cổ phiếu có tính phòng thủ cao, ngành nghề kinh doanh thiết yếu, không bị ảnh hưởng bởi tính chu kỳ.</p>
---	-----	--------	----------	--

4	REE	85.500	Khả quan	<p>(1) REE là một trong số những tập đoàn đa ngành hàng đầu, tập trung đầu tư vào những ngành nghề tiện ích, có tính ổn định cao và dòng tiền đều đặn bao gồm ngành điện, nước, và cho thuê văn phòng. REE đang sở hữu một danh mục đầu tư đa dạng từ công ty con đến công ty liên doanh liên kết, hàng năm ghi nhận một tỉ lệ dòng tiền/doanh thu tốt và chính sách cổ tức ổn định (tỷ suất cổ tức trung bình 5%).</p> <p>(2) Chúng tôi nhận thấy REE là một trong số ít các doanh nghiệp duy trì được kết quả tài chính tăng trưởng và lành mạnh trong bối cảnh thị trường đầy khó khăn như năm 2022 nhờ những mảng kinh doanh có tính bền vững và phòng thủ cao. Chúng tôi kỳ vọng REE có thể duy trì mức ROE ổn định trên 15% trong giai đoạn 2023-25. Doanh nghiệp cũng đang tiếp tục đầu tư thêm các thương vụ thủy điện nhỏ, cũng như các dự án điện mặt trời mái nhà dự kiến là động lực tăng trưởng chính của mảng điện trong các năm tới.</p>
---	-----	--------	----------	---

5	HDG	43.800	Khả quan	<p>(1) HDG đang thuộc nhóm công ty NLTT niêm yết có công suất lớn nhất tại thời điểm cuối năm 2022. Do đó chúng tôi nhận thấy HDG đang hưởng lợi từ đà tăng trưởng ổn định của nhu cầu điện của Việt Nam trong các năm tới. Trong giai đoạn 2023-25, HDG đặt mục tiêu sẽ phát triển thêm 478 MW điện năng lượng tái tạo để nâng tổng công suất phát điện của công ty lên 922 MW. Với chi phí đầu tư thấp, các nhà máy điện của HDG thường xuyên đạt hiệu quả kinh doanh cao hơn so với các công ty khác trong ngành.</p> <p>(2) Chúng tôi tin rằng định giá của HDG đã khá hấp dẫn đối với một nhà phát triển năng lượng tái tạo quy mô lớn với năng lực đầu tư đã được chứng minh.</p>
---	-----	--------	----------	---

6	BCG	NA	NA	<p>(1) BCG hiện tại đang là công ty NLTT niêm yết có quy mô công suất lớn nhất ngành, đã đưa vào hoạt động 581MW bao gồm 4 dự án BCG Long An 1, BCG Long An 2, Phù Mỹ và BCG Vĩnh Long cùng một số dự án điện mặt trời mái nhà.</p> <p>(2) Ngoài ra, BCG cũng đang sở hữu một danh sách các dự án điện gió đang được triển khai bao gồm Khai Long Cà Mau (GDD1) và Trà Vinh (GDD1) với tổng công suất 180MW, chúng tôi dự kiến đây sẽ là động lực tăng trưởng của mảng điện BCG trong 2023-24.</p> <p>(3) Chúng tôi nhận thấy tín hiệu từ dự thảo chính sách giá NLTT chuyển tiếp sẽ là cơ hội cho BCG khi doanh nghiệp đang sở hữu dự án trữ FIT bao gồm Phù Mỹ 1,3 (89MW). Ngoài ra, trong dự thảo QHD8 mới nhất, Phù Mỹ cũng là một trong số ít những dự án được đề xuất tiếp tục phát triển, dự kiến khi đi vào hoạt động, chuỗi dự án này sẽ đóng góp tích cực cho BCG.</p>
---	-----	----	----	--

7	GEG	NA	NA	<p>(1) GEG là một trong những doanh nghiệp NLTT lớn trong ngành, sở hữu tổng công suất 456MW bao gồm 81MW thủy điện nhỏ, 245MW ĐMT và 130MW điện gió.</p> <p>(2) Doanh nghiệp cũng sở hữu 130MW dự án điện gió đang được triển khai bao gồm VPL 2 Bến Tre (30MW) và Tân Phú Đông 1 (100MW). Chúng tôi cho rằng khi chính sách giá NLTT được ban hành sẽ thúc đẩy triển vọng tươi sáng hơn cho doanh nghiệp này.</p>
---	-----	----	----	---

8	QTP	NA	NA	<p>(1) Chúng tôi nhận thấy câu chuyện của QTP đang khá giống với luận điểm đầu tư NT2, bao gồm nợ vay sắp hoàn thành và chính sách cổ tức ổn định.</p> <p>(2) Chúng tôi cho rằng điện than nội địa tại miền Bắc như QTP sẽ hưởng lợi trong giai đoạn 2023-24 nhờ 1) Nhu cầu điện miền Bắc dự kiến tăng mạnh trong các năm tới, với rủi ro thiếu điện hiện hữu khi công suất phát triển thêm tại khu vực này đang không cao; 2) QTP hưởng lợi từ vị trí đặt nhà máy thuận lợi, gần mỏ than có chi phí vận chuyển thấp, và nguồn than nội địa giá rẻ. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng có hợp đồng cung cấp than dài hạn với TKV – cổ đông lớn của QTP, giúp doanh nghiệp có nguồn than ổn định.</p>
---	-----	----	----	---

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



**Hình 34: Dự phóng KQKD trong giai đoạn 2022-24**

Tỷ đồng	PC1			POW			NT2		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	9.949	14.722	16.753	27.368	34.008	42.049	8.932	7.437	8.415
% svck	1,2%	48,0%	13,8%	11,4%	24,3%	23,6%	45,2%	-16,7%	13,1%
Biên LN gộp (%)	17,3%	19,3%	19,0%	12,0%	13,5%	14,3%	15,0%	13,9%	15,6%
Biên EBITDA (%)	18,9%	19,8%	19,1%	21,3%	20,7%	21,2%	21,7%	22,2%	22,8%
LN ròng	437	1.149	1.523	1.711	2.767	3.197	1.105	848	1.090
% svck	-37,1%	162,7%	32,6%	-3,8%	61,7%	15,5%	107,0%	-23,3%	28,5%
EPS (đ/cp)	1.616	4.247	5.631	731	1.182	1.365	3.838	2.945	3.785
BVPS (đ/cp)	21.490	27.078	34.487	13.473	14.885	16.535	17.052	18.064	19.951
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-31.023	-36.076	-34.306	-1.019	-2.704	-5.060	2.694	6.286	10.340
Nợ/VCSH	2,3	2,3	2,0	0,6	0,8	1,0	0,5	0,4	0,4
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,4%	0,4%	8,6%	7,0%	8,6%
ROAE (%)	9,2%	21,5%	23,9%	5,4%	7,9%	8,3%	22,5%	16,3%	19,0%
ROAA (%)	2,2%	4,8%	5,7%	3,1%	4,4%	4,1%	15,6%	11,3%	13,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 35: Dự phóng KQKD trong giai đoạn 2022-24**

Tỷ đồng	REE			HDG		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Doanh thu	9.342	10.548	12.065	3.935	3.662	3.195
% svck	60,6%	12,9%	14,4%	4,2%	-7,0%	12,8%
Biên LN gộp (%)	36,8%	32,9%	32,6%	69,1%	67,4%	65,1%
Biên EBITDA (%)	39,9%	35,2%	33,9%	80,1%	80,7%	81,5%
LN ròng	2.537	2.578	2.985	1.389	1.301	1.009
% svck	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EPS (đ/cp)	8.183	8.316	9.629	5.677	5.318	4.126
BVPS (đ/cp)	57.183	65.760	75.848	23.941	27.630	30.035
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-26.050	-21.759	-13.440	-20.520	-15.834	-13.585
Nợ/VCSH	0,8	0,8	0,7	1,0	0,7	0,2
Tỷ suất cổ tức (%)	2,1%	2,1%	2,1%	5,4%	5,4%	5,4%
ROAE (%)	17,5%	15,5%	15,8%	27,3%	20,6%	14,3%
ROAA (%)	7,6%	7,0%	7,4%	8,7%	8,3%	6,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 36: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành**

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)		P/BV (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ		Tr USD	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
<b>Điện khí</b>													
PVPower	POW VN	11.350	18.400	Khả quan	1.113,3	21,9	12,2	NA	NA	NA	NA	6,0	7,5
GENCO 3	PGV VN	17.900	NA	KKN	842,3	7,5	7,5	1,1	1,1	6,1	5,8	14,6	14,3
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2 VN	27.300	31.300	Khả quan	329,2	9,4	8,3	NA	NA	NA	NA	20,8	15,0
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	BTP VN	13.000	NA	KKN	34,2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
<i>Trung bình</i>						12,9	9,3	1,1	1,1	6,1	5,8	13,8	12,3
<i>Trung vị</i>						9,4	8,3	1,1	1,1	6,1	5,8	14,6	14,3
<b>Điện than</b>													
Tổng Công ty Điện lực TKV	DTK VN	9.000	NA	KKN	257,4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	13.400	NA	KKN	280,6	9,2	7,2	1,1	1,0	NA	NA	11,6	127,3
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	13.400	NA	KKN	252,6	7,2	7,0	1,0	0,9	2,7	3,1	14,0	15,2
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	13.500	NA	KKN	181,3	14,9	7,6	NA	NA	NA	NA	6,2	11,7
<i>Trung bình</i>						10,4	7,3	1,0	NA	2,7	NA	10,6	51,4
<i>Trung vị</i>						9,2	7,2	1,0	1,0	2,7	3,1	11,6	15,2
<b>Thủy điện</b>													
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	31.900	NA	KKN	315,6	6,4	12,7	1,5	1,4	NA	NA	25,1	11,5
CTCP Thủy điện Hòa Na	HNA VN	16.300	NA	KKN	160,6	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC VN	29.150	NA	KKN	77,5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
<i>Trung bình</i>						6,4	14,5	1,5	NA	NA	NA	25,1	11,5
<i>Trung vị</i>						6,4	12,7	1,5	1,4	NA	NA	25,1	11,5
<b>Năng lượng tái tạo</b>													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	13.400	NA	KKN	180,7	13,8	11,6	1,1	1,1	8,9	7,4	8,6	9,3
<b>Doanh nghiệp đa ngành</b>													
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	77.600	85.500	Khả quan	1.155,1	9,7	9,6	1,4	1,2	7,9	7,9	17,5	15,5
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	31.900	43.800	Khả quan	326,8	4,8	5,1	1,1	1,0	3,7	3,2	20,6	14,3
CTCP Tập đoàn PC1	PC1 VN	19.750	30.800	Khả quan	223,7	4,8	5,1	1,1	1,0	3,7	3,2	9,2	21,5
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	7.640	NA	Khả quan	170,7	1,9	1,0	0,4	0,3	NA	NA	30,1	36,0
<i>Trung bình</i>						5,3	5,2	1,0	0,9	5,1	4,8	19,4	21,8
<i>Trung vị</i>						4,2	4,1	0,9	0,8	4,2	3,7	19,8	23,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (Dự liệu tại ngày 08/12/2022)

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: [tung.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:tung.nguyenduc@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>