

Ngành năng lượng

Điện & nước sạch phục vụ phát triển
công nghiệp & kinh tế

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp
Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên
Bạch Chấn Mẫn, Chuyên viên

03/2023

VCSC RESEARCH



Điện & Nước: Sản lượng tăng trưởng ổn định bất chấp nguy cơ nền kinh tế tăng trưởng chậm lại

Triển vọng ngành & lựa chọn cổ phiếu:

- **Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về tăng trưởng tiêu thụ điện của Việt Nam được thúc đẩy bởi tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ.** Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tăng giá điện bán lẻ khoảng 10% vào năm 2023 do giá khí và giá than quốc tế tăng cao.
- **Chúng tôi kỳ vọng Quy hoạch Phát triển Điện lực Việt Nam (PDP) VIII sẽ được phê duyệt vào năm 2023 sau bản dự thảo gần nhất vào tháng 11/2022.** Chúng tôi cũng kỳ vọng ngành điện tái tạo sẽ có cơ chế giá mới giúp tăng gần gấp 3 công suất lên 50.000 MW vào năm 2030, giúp đưa năng lượng tái tạo trở thành nguồn năng lượng lớn nhất của Việt Nam. Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù biểu giá sắp tới thấp hơn so với biểu giá (FiT) ưu đãi trước đây, chi phí đầu tư thấp hơn và tỷ lệ vay nợ phù hợp có thể giúp duy trì khả năng sinh lời của các dự án mới với IRR dự án khoảng 10%. Công suất điện khí & LNG cũng có kế hoạch tăng 4-5 lần trong 10 năm tới.
- **Chúng tôi dự báo mức tiêu thụ điện sẽ tăng khoảng 8% YoY vào năm 2023 so với mức tăng trưởng 7,5% YoY vào năm 2022.** Ngoài ra, các doanh nghiệp trong ngành dự kiến Việt Nam sẽ thiếu điện một chút vào năm 2023, một phần do tăng trưởng công suất hạn chế.
- **Chúng tôi dự báo giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) sẽ cao hơn vào năm 2023 (+7% YoY) và lần áp tác động tiêu cực của giá khí tăng (+18% YoY) và giá than tăng (+10% YoY).**
- **Chúng tôi đánh giá cao POW - một công ty vốn hóa lớn và một cổ phiếu có tính thanh khoản cao, đang hưởng lợi quá trình chuyển đổi cơ cấu của ngành năng lượng Việt Nam sang LNG.** Các nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 của POW đặt mục tiêu đi vào hoạt động vào cuối năm 2025 và 2026, sẽ giúp mở rộng công suất thêm 35%. Ngoài ra, chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST cao lần lượt là 24% YoY và 44% YoY trong năm 2023 và 2024, do chúng tôi kỳ vọng POW sẽ được hưởng lợi từ thị trường thiếu hụt nguồn cung trong 3 năm tới.
- **Cổ tức ổn định từ các nhà máy nhiệt điện được hỗ trợ bởi lợi nhuận phục hồi.** NT2 sẵn sàng chia cổ tức cao hơn (~12%) do hoàn toàn không có vay nợ. Chúng tôi tin rằng LNST năm 2023 của PPC sẽ tăng khoảng 50% YoY và có mức lợi suất cổ tức ngày càng tăng.
- **Các cổ phiếu năng lượng tái tạo có nhiều tiềm năng để tăng trưởng công suất.** HDG có kế hoạch mở rộng công suất rõ nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi khi các dự án của HDG đều có tên và địa điểm cụ thể. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS của HDG đạt 24% trong giai đoạn 2022-2025 và cổ phiếu này đang giao dịch ở mức P/E 2023 rẻ nhất đạt 8,6 lần trong danh mục theo dõi của chúng tôi. Lựa chọn tiếp theo là **REE** khi công ty này có sức khỏe tài chính tốt nhất trong số các cổ phiếu điện tái tạo, để theo đuổi quá trình mở rộng công suất. Một lựa chọn khác là PC1, chủ đầu tư điện tái tạo và có backlog mảng xây lắp điện cao kỷ lục đạt 7 nghìn tỷ đồng trong năm 2022.
- **Việt Nam có nhu cầu lớn về nước sạch.** Chúng tôi dự đoán mức tăng trưởng sản lượng năm 2023 của **BWE** và **TDM** lần lượt đạt 7% và 13% YoY. Chúng tôi kỳ vọng đợt tăng giá nước gần đây tại tỉnh Bình Phước sẽ làm tăng cơ hội để BWE và TDM nhận được mức giá nước cao hơn bắt đầu từ năm 2024. Ngoài ra, BWE và TDM đang mở rộng hoạt động kinh doanh ra ngoài khu vực Đông Nam Bộ đến các khu vực miền Tây Nam Bộ và miền Trung. Chúng tôi hiện đánh giá TDM rẻ hơn so với BWE. TDM có 37% cổ phần tại BWE và dự báo LNST tăng trưởng khoảng 40% YoY vào năm 2023.

Ngành Điện & Nước: Tổng hợp định giá & các số liệu chính

Dữ liệu chính của ngành điện

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn trống (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
HDG	MUA	298	0%	50%	113	1,5	29.050	38.800	02/24/23	33,6%	1,7%	35,3%
REE	KQ	1.044	0%	49%	0	1,1	70.000	80.500	27/02/22	15,0%	1,4%	16,4%
NT2	MUA	353	60%	49%	109	0,8	29.200	33.000	03/20/23	13,0%	12,0%	25,0%
POW	MUA	1.180	80%	49%	555	4,0	12.000	14.800	02/15/23	23,3%	0,0%	23,3%
TDM	MUA	157	0%	49%	54	0,2	37.300	44.600	02/14/23	19,6%	3,5%	23,1%
PPC	MUA	198	51%	49%	66	0,1	14.700	16.700	11/28/22	13,6%	4,1%	17,7%
BWE	KQ	372	19%	49%	145	0,2	45.950	50.700	02/14/23	10,3%	2,8%	13,2%
PC1	KQ	310	0%	50%	140	2,1	27.300	30.100	02/20/23	10,3%	0,0%	10,3%
GEG	KQ	193	0%	49%	25	0,7	14.300	15.100	12/12/22	5,6%	0,0%	5,6%

Tóm tắt định giá ngành điện – dựa trên lợi nhuận báo cáo

Mã	Giá CP, VND	TT EPS 2022A %	TT EPS 2023F %	TT EPS 2024F %	P/E trượt (x)	P/E 2022A (x)	P/E 2023F (x)	P/E 2024F (x)	EV/ EBITDA 2023F (x)	ROE 2023F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ vay ròng/ VCSH quý gần nhất (%)
HDG	29.050	2,3%	-24,2%	67,0%	6,5	6,5	8,6	5,2	6,0	15%	1,3	81%
REE	70.000	45,0%	-14,6%	24,7%	9,3	9,3	10,9	8,7	8,3	14%	1,6	44%
NT2	29.200	65,5%	-9,7%	31,7%	10,0	10,0	11,0	8,4	5,9	16%	1,8	-15%
POW	12.000	6,4%	24,0%	44,2%	15,1	15,1	12,2	8,5	5,5	7%	0,9	-3%
TDM	37.300	-32,9%	39,3%	25,9%	18,4	18,4	13,2	10,5	9,1	15%	1,9	13%
PPC	14.700	72,4%	46,4%	65,7%	13,2	13,2	9,0	5,4	11,6	10%	0,9	-3%
BWE	45.950	-0,8%	14,7%	50,3%	13,3	13,3	12,5	8,3	7,3	18%	2,0	63%
PC1	27.300	-35,2%	56,7%	47,5%	17,7	17,7	11,3	7,7	7,1	13%	1,4	128%
GEG	14.300	15,0%	-22,0%	52,2%	15,9	15,9	16,2	10,7	6,0	7%	1,1	162%

Nguồn: Bloomberg, VCSC; dữ liệu tại ngày 24/02/2023

Ngành Dầu khí: Công suất nhà máy điện khí & LNG sẽ tăng gấp 4 lần trong 10 năm tới

Triển vọng ngành & lựa chọn cổ phiếu:

- **Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2023 ở mức 90 USD/thùng (-10% YoY, cao hơn 3% so với dự báo đồng thuận của Bloomberg) và 75 USD/thùng trong giai đoạn 2024-2026** (thấp hơn ~6% so với dự báo đồng thuận của Bloomberg). Theo IHS Markit, chi tiêu cho hoạt động thăm dò & khai thác dầu khí (E&P) toàn cầu có thể tăng với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm (CAGR) 4% trong 5 năm tới.
- **Nhu cầu của Việt Nam cho khí đốt & LNG có thể tăng gấp 4 lần trong 10 năm tới.** Chúng tôi kỳ vọng giá dầu thô sẽ duy trì ở mức 75-90 USD/thùng trong giai đoạn 2023-2026 và Luật dầu khí sửa đổi sẽ hỗ trợ phát triển các dự án khí mới trong nước như Lô B và Cá Voi Xanh (tổng vốn XD/CB ước tính khoảng 11 tỷ USD) điều này sẽ có lợi cho PVS, PVD và GAS. Chúng tôi cũng ước tính vốn đầu tư cơ sở hạ tầng LNG ít nhất là 24 tỷ USD sẽ mang lại cơ hội việc làm cho PVS và GAS.
- **Chúng tôi tin rằng PVS sẽ được hưởng lợi từ tiềm năng to lớn của các dự án điện gió ngoài khơi và sự phục hồi toàn cầu của ngành dầu khí.** PVS có tiềm năng giành được các hợp đồng điện gió ngoài khơi ở nước ngoài trong ngắn hạn. Ngoài ra, PVS là đơn vị hưởng lợi trực tiếp từ Quy hoạch Điện VIII khi công suất của các dự án điện gió ngoài khơi trong nước có thể tăng đến 7.000 MW vào năm 2030 (tương đương quy mô đầu tư khoảng 14 tỷ USD). Chúng tôi dự báo CAGR EPS trong giai đoạn 2022-2025 khoảng 20%, được hỗ trợ bởi dự báo backlog của mảng Cơ khí dầu khí (M&C) vào cuối năm 2022 trị giá khoảng 4,8 tỷ USD và lợi nhuận từ liên doanh kho nổi FSO/FPSO ổn định.
- **Chúng tôi kỳ vọng PVD sẽ được hưởng lợi từ đà phục hồi tích cực của thị trường giàn khoan tự nâng với giá thuê ngày cao hơn.**
- **Chúng tôi tin rằng các dự án nhập khẩu LNG là khả thi, hỗ trợ GAS đạt được tốc độ CAGR EPS 2023-2032 là 10%.**
- **Chính phủ dự báo mức tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam sẽ đạt CAGR 4,1% trong giai đoạn 2022-2027 (gấp 4 lần tốc độ tăng trưởng toàn cầu - theo dự báo của Cơ quan Năng lượng Quốc tế) giúp cho BSR, PVT và PLX hưởng lợi.** Chúng tôi nhận thấy BSR hấp dẫn vì những diễn biến gần đây hỗ trợ cho các giả định của chúng tôi về crack spread của diesel cao hơn. Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng LNST của BSR sẽ giảm 40% YoY xuống 8,5 nghìn tỷ đồng, nhưng vẫn cao hơn khoảng 10% so với đỉnh chu kỳ trước đó vào năm 2017.
- **Chúng tôi đánh giá cao PVT vì triển vọng tươi sáng của giá cước tàu chở dầu thô và sản phẩm dầu trong năm 2022 & 2023 sẽ mang lại lợi nhuận cao cho công ty.**
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận 2023 của PLX sẽ phục hồi mạnh mẽ ở mức 2,3 lần YoY nhờ tăng trưởng sản lượng cao hơn và các thành phần giá cơ sở được điều chỉnh phù hợp, kịp thời.
- **DPM và DCM là cổ phiếu có lợi suất cổ tức hấp dẫn.** Mặc dù chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ giảm khoảng 60% YoY cho cả DPM và DCM trong năm 2023, chúng tôi tin rằng mức lợi nhuận này vẫn hỗ trợ cổ tức tiền mặt ổn định (lợi suất cổ tức 7-14%).

Ngành Dầu khí: Tổng hợp định giá và dữ liệu chính

Ngành Dầu khí – Các số liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn trống (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
BSR	MUA	2.109	92,0%	49,0%	148	6,4	16.200	20.500	02/08/23	26,5%	3,1%	29,6%
PVT	MUA	263	51,0%	49,0%	93	1,8	19.350	23.900	02/20/23	23,5%	5,2%	28,7%
DPM	KQ	588	59,6%	100,0%	482	3,2	35.800	40.100	02/16/23	12,0%	14,0%	26,0%
PVS	MUA	514	51,4%	49,0%	150	6,6	25.600	30.600	02/02/23	19,5%	2,7%	22,3%
DCM	KQ	548	75,6%	49,0%	212	2,7	24.650	27.700	02/16/23	12,4%	7,3%	19,7%
GAS	PHTT	8.557	96,0%	49,0%	173	1,1	106.500	112.400	02/08/23	5,5%	3,8%	9,3%
PLX	PHTT	2.011	75,9%	20,0%	55	1,3	37.700	38.400	01/19/23	1,9%	0,0%	1,9%
PVD	MUA	461	50,5%	49,0%	118	4,2	20.800	25.000	03/20/23	20,2%	0,0%	20,2%

Ngành Dầu khí – Tổng hợp định giá dựa trên lợi nhuận báo cáo

Mã	Giá CP, VND	TT EPS 2022A %	TT EPS 2023F %	TT EPS 2024F %	P/E trượt (x)	P/E 2022A (x)	P/E 2023F (x)	P/E 2024F (x)	EV/ EBITDA 2023F (x)	ROE 2023F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ vay ròng/ VCSH quý gần nhất (%)
BSR	16.200	115,5%	-41,4%	0,5%	3,5	3,5	5,9	5,9	2,2	15,6%	1,0	-28,8%
PVT	19.350	29,4%	-4,3%	22,5%	7,7	7,7	8,0	6,5	3,6	13,2%	1,0	-13,7%
DPM	35.800	79,2%	-58,7%	-16,6%	3,0	3,0	7,3	8,8	1,8	17,2%	1,0	-59,6%
PVS	25.600	28,5%	-3,0%	53,3%	18,0	18,0	18,5	12,1	5,5	5,7%	1,0	-71,7%
DCM	24.650	134,5%	-60,7%	15,7%	3,3	3,3	8,3	7,2	0,9	15,8%	1,2	-84,3%
GAS	106.500	70,6%	-17,7%	4,9%	14,1	14,1	17,1	16,3	10,8	19,0%	3,4	-47,1%
PLX	37.700	-49,0%	122,5%	22,0%	36,7	36,7	16,5	13,5	7,9	10,9%	1,9	-7,6%
PVD	20.800	N.M.	N.M.	304,8%	N.M.	N.M.	47,2	11,7	8,6	2,0%	0,8	10,5%

Ngành điện



03/2023

VCSC RESEARCH



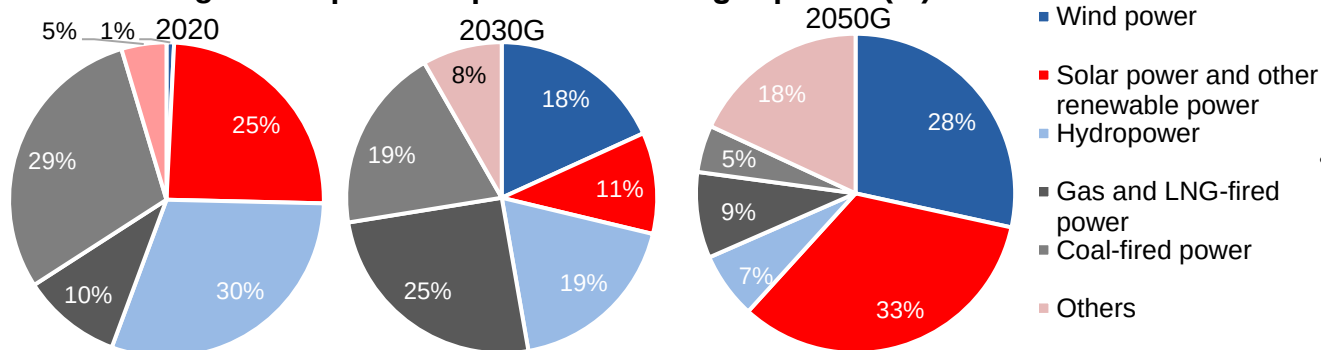
Ngành năng lượng tái tạo: Chúng tôi hy vọng cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo sẽ được phê duyệt vào năm 2023

Dự kiến Quy hoạch điện (PDP) VIII sẽ được phê duyệt vào năm 2023, tập trung nhiều hơn vào việc đạt được lượng khí thải carbon bằng 0 vào năm 2050

Dự báo sơ bộ của Bộ Công Thương về công suất điện của Việt Nam (MW)

(MW)	2020A	2025F	2030F	2035F	2040F	2045F	2050F
Điện gió trên đất liền	539	13.616	21.480	30.400	45.100	60.750	66.050
Điện gió ngoài khơi	0	0	7.000	17.000	42.500	71.500	87.000
Trang trại điện mặt trời	8.736	8.736	8.736	34.711	60.408	92.193	136.573
Điện mặt trời lắp mái	7.904	7.755	7.755	10.755	17.558	24.731	32.321
Điện sinh khối, đồng phát & các nguồn khác	400	2.630	4.970	6.590	9.460	9.710	10.515
Thủy điện	20.990	26.795	28.946	33.654	34.414	35.139	36.016
Thủy điện tích năng & hệ thống trữ năng lượng	0	50	2.700	9.450	19.950	31.950	42.550
Điện khí (khí trong nước) chuyển sang sử dụng LNG	7.097	9.176	14.930	7.900	7.900	7.900	7.900
Điện khí (khí trong nước) chuyển sang sử dụng LNG và thủy điện (*)	0	0	0	7.030	7.030	0	0
Điện khí (khí trong nước) sang thủy điện	0	0	0	0	0	7.030	7.030
Điện LNG	0	3.500	24.500	28.500	7.500	0	0
Điện LNG (với thủy điện)LNG-fired power	0	0	0	3.500	24.500	28.500	7.500
Điện LNG sang thủy điện	0	0	0	0	0	3.500	24.500
Nhiệt điện than	20.431	30.067	30.127	23.137	15.337	3.635	0
Nhiệt điện than (với sinh khối/ammoniac) (**)	0	0	0	6.990	14.790	18.642	0
Nhiệt điện than sang điện sinh khối/ammoniac	0	0	0	0	0	6.990	25.632
Nhiệt điện dầu	1.933	1.221	0	0	0	0	0
Điện nhập khẩu	1.272	4.453	5.000	7.742	10.242	11.042	11.042
Các nhà máy điện linh hoạt	0	0	300	8.400	22.500	32.400	43.800
Tổng công suất lắp đặt	69.302	107.999	156.444	235.759	339.189	445.612	538.429
CAGR 5 năm		9.3%	7.7%	8.5%	7.5%	5.6%	3.9%

Cơ cấu công suất điện của Việt Nam theo từng loại hình (%)



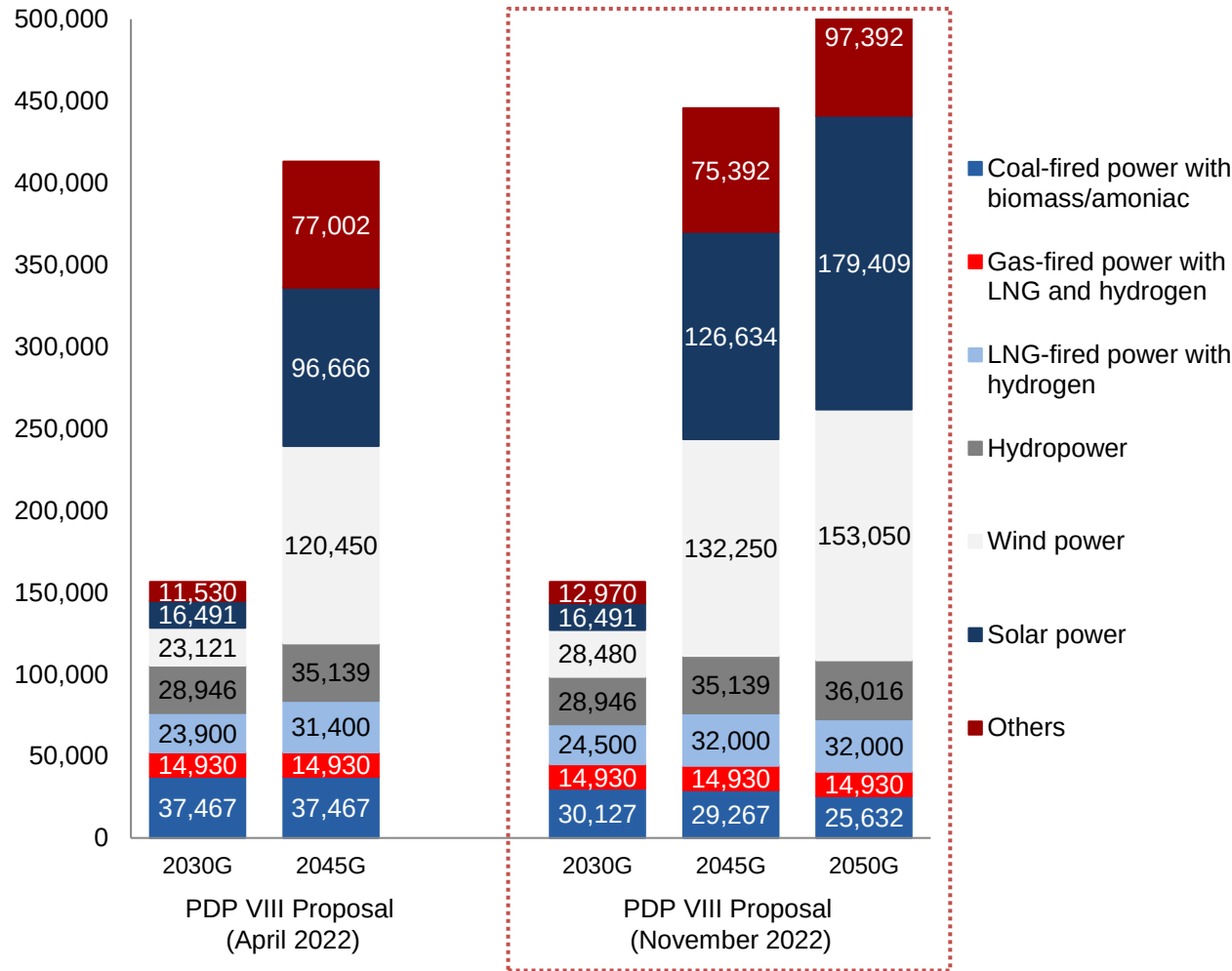
Dự thảo PDP VIII (phiên bản tháng 11/2022) đặt kế hoạch tăng trưởng công suất phát điện với tốc độ CAGR 8,5% từ 69.000 MW vào năm 2020 lên 156.000 MW vào năm 2030, được thúc đẩy bởi những yếu tố sau:

- Công suất năng lượng tái tạo (gió và mặt trời) dự kiến sẽ tăng gần gấp ba lần lên khoảng 50.000 MW vào năm 2030. Đáng chú ý, công suất điện gió dự kiến sẽ tăng gấp 53 lần, trong khi công suất điện mặt trời dự kiến sẽ duy trì ổn định.
- Công suất thủy điện tăng khoảng 40%.
- Công suất điện khí và điện LNG sẽ tăng gấp 5 lần lên khoảng 40.000 MW.
- Công suất điện than sẽ tăng 50% lên khoảng 30.000 MW. Dự thảo đặt mục tiêu các nhà máy nhiệt điện than phải kết thúc hoạt động sau 40 năm vòng đời kỹ thuật và chuyển dần sang sử dụng nhiên liệu sinh khối/ammoniac.
- Tăng đáng kể điện nhập khẩu lên khoảng 5 GW so với khoảng 1 GW như hiện nay.

Nguồn: EVN, Dự thảo PDP VIII (11/2022), VCSC. (*) Hydro: Nhiên liệu thay thế khí tự nhiên; khi đốt cháy bằng oxy để tạo năng lượng, nó chỉ tạo ra hơi nước thay vì carbon dioxide. (**) Sinh khối: Làm bằng vật liệu sinh học có nguồn gốc từ sinh vật như thực vật, động vật và chất thải. Ammoniac: Một loại nhiên liệu giúp giảm lượng khí thải carbon.

Dự thảo mới nhất đề xuất nhiều điện gió hơn và ít điện than hơn

Những thay đổi trong bản dự thảo tháng 11/2022 so với dự thảo tháng 4/2022:



Những thay đổi trong bản dự thảo tháng 11/2022 so với dự thảo tháng 4/2022:

- Tổng công suất điện quốc gia đến năm 2030 được thiết kế ở mức **156.444 MW trong dự thảo tháng 11/2022** - gần như không thay đổi so với 156.385 MW trong dự thảo tháng 4/2022.
- Phiên bản tháng 11/2022 là bản dự thảo đầu tiên đặt kế hoạch công suất đến năm 2050**, hoạch định các lộ trình rõ ràng hơn để đáp ứng các cam kết đưa ra tại Hội nghị các Bên tham gia Công ước Khung của Liên Hợp Quốc về Biến đổi khí hậu (COP) 26/27.
- Công suất điện gió đã được nâng lên khoảng 5.000 MW vào năm 2030 và khoảng 12.000 MW vào năm 2045** (so với dự thảo tháng 4/2022) và đặt kế hoạch 153.050 MW vào năm 2050.
- Công suất nhiệt điện than được điều chỉnh giảm 7.000 MW vào năm 2030**. Thay vì giữ nguyên vào năm 2045 như trong dự thảo trước đó, Bộ Công Thương đã điều chỉnh giảm còn 29.267 MW vào năm 2045. Cuối cùng, dự kiến trước năm 2050, các nhà máy nhiệt điện than sẽ không còn vận hành.

Nguồn: Bộ Công Thương, VCSC tổng hợp

Việt Nam sẽ cần thu hút vốn tư nhân và nước ngoài để hoàn thành kế hoạch tăng trưởng công suất

Theo dự thảo PDP VIII, Việt Nam có kế hoạch đầu tư 123 tỷ USD vào ngành điện trong giai đoạn 2021-2030, tương đương 12,3 tỷ USD mỗi năm. (4% - 5% GDP của Việt Nam)

Nhu cầu vốn đầu tư của Việt Nam đối với các dự án phát điện và truyền tải điện

Tỷ USD	2021-2030	2031-2050
Phát điện	107	375
Truyền tải điện	15	28
Tổng cộng	123	403

Nguồn: Dự thảo PDP VIII (tháng 11/2022), VCSC tổng hợp

Dự án “Hợp tác Chuyển đổi Năng lượng Công bằng” (JETP) hỗ trợ cho quá trình chuyển đổi năng lượng của Việt Nam

- Bộ Tài nguyên và Môi trường thông báo Chính phủ Việt Nam và Nhóm các Đối tác quốc tế (IPG) — bao gồm EU, Anh, Mỹ, Nhật Bản, Đức, Pháp, Ý, Canada, Đan Mạch và Na Uy — đã thống nhất về một JETP vào ngày 14/12/2022.
- Sẽ huy động số tiền ban đầu 15 tỷ USD trong 5 năm tới để hỗ trợ quá trình chuyển đổi xanh của Việt Nam (khoảng 25% nhu cầu vốn đầu tư của Việt Nam).
- Sẽ hỗ trợ giảm công suất điện than của Việt Nam xuống 30.000 MW vào năm 2050.
- Sẽ hỗ trợ thúc đẩy chuyển đổi sang năng lượng tái tạo nhằm mục tiêu giúp năng lượng tái tạo chiếm ít nhất 47% công suất phát điện vào năm 2030.

Cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo chuyển tiếp được phê duyệt

- Ngày 07/01/2023, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 21/QĐ-BCT công bố khung giá phát điện mới cho “nhà máy điện mặt trời và điện gió chuyển tiếp”, thấp hơn khoảng 17%-29% so với các biểu giá FiT ưu đãi trước đây. Điều này nhìn chung phù hợp với các giả định hiện tại mà chúng tôi áp dụng cho các dự án mới của các cổ phiếu thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi và tương đồng với giá đề xuất mà Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) đưa ra vào ngày 20/11/2022.
- Chúng tôi lưu ý rằng các nhà máy điện tái tạo phải đàm phán với EVN để có được các biểu giá mới này
- “Các dự án năng lượng tái tạo chuyển đổi” bao gồm 4.000 MW công suất điện gió đã hoàn thành xây dựng nhưng không kịp thời hạn tháng 10/2021 để được hưởng biểu giá FiT ưu đãi, bên cạnh các dự án điện gió mới đã được phê duyệt đầu tư và đang trong quá trình xây dựng.

Khung giá mới cho năng lượng tái tạo chuyển tiếp

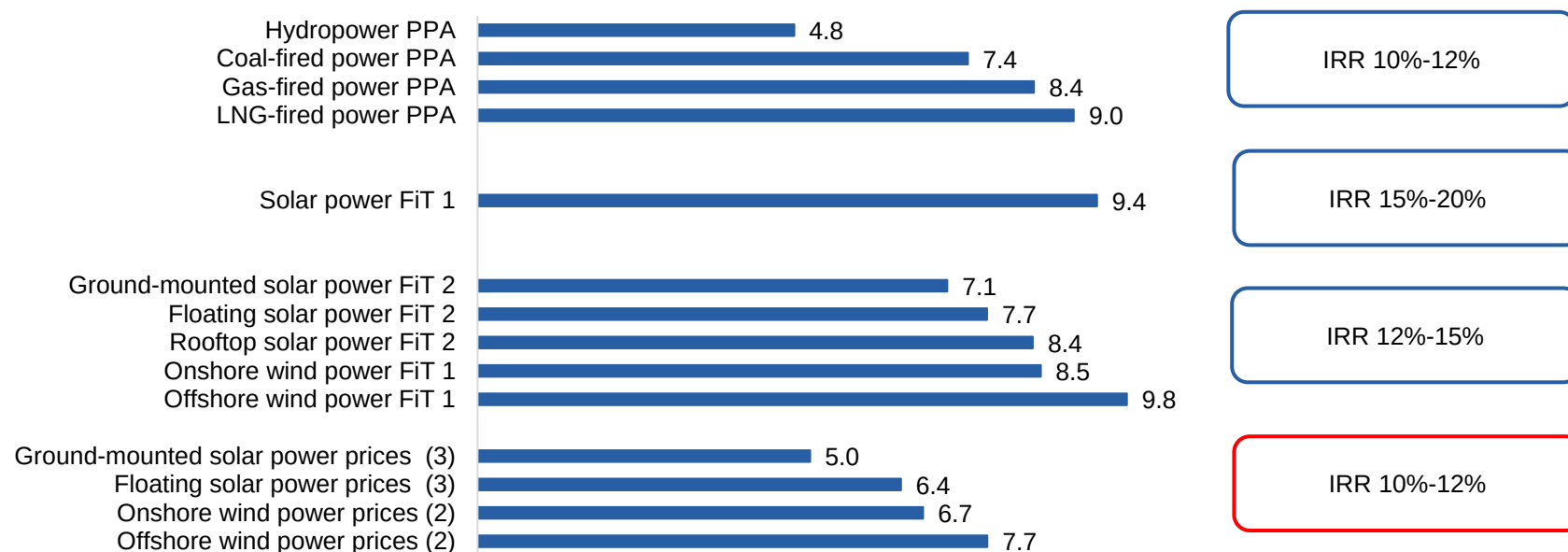
Loại điện tái tạo	Giá trần, chưa bao gồm VAT (VND/kWh)	Giá trần do EVN đề xuất trước đây (VND/kWh)	Biểu giá FiT trước đây với tỷ giá USD/VND 23,700 (tỷ giá của NHNN), VND/kWh
Điện mặt trời mặt đất	1,185	1,188	1,680
Điện mặt trời nổi	1,508	1,570	1,823
Điện gió trên đất liền	1,587	1,591	2,015
Điện gió gần bờ/ngoài khơi	1,816	1,945	2,323

Nguồn: Bộ Công Thương, VCSC, truyền thông đại chúng

Suất sinh lời IRR ngành điện tại Việt Nam

- Cơ quan Năng lượng Tái tạo Quốc tế (IRENA) dự báo rằng tổng chi phí lắp đặt của các dự án điện gió trên đất liền sẽ giảm khoảng 15%-30% xuống còn 0,8-1,4 triệu USD/MW vào năm 2030 và 0,7-1 triệu USD/MW vào năm 2050 so với mức trung bình toàn cầu là 1,3 triệu USD/MW trong năm 2021.
- Bloomberg Energy Finance (BNEF) cũng dự báo chi phí sản xuất điện quy dẫn (LCOE) của các trang trại gió trên bờ sẽ giảm khoảng 20% từ 47 USD/MWh năm 2022 xuống còn 37 USD/MWh vào năm 2026. Tương tự, LCOE của các trang trại điện gió ngoài khơi dự kiến sẽ giảm khoảng 30% từ 113 USD/MWh vào năm 2022 xuống còn 76 USD/MWh vào năm 2026.
- Theo quan điểm của chúng tôi, chi phí đầu tư thấp sẽ hỗ trợ duy trì khả năng sinh lời của các dự án mới – kể cả khi biểu giá điện mới giảm.

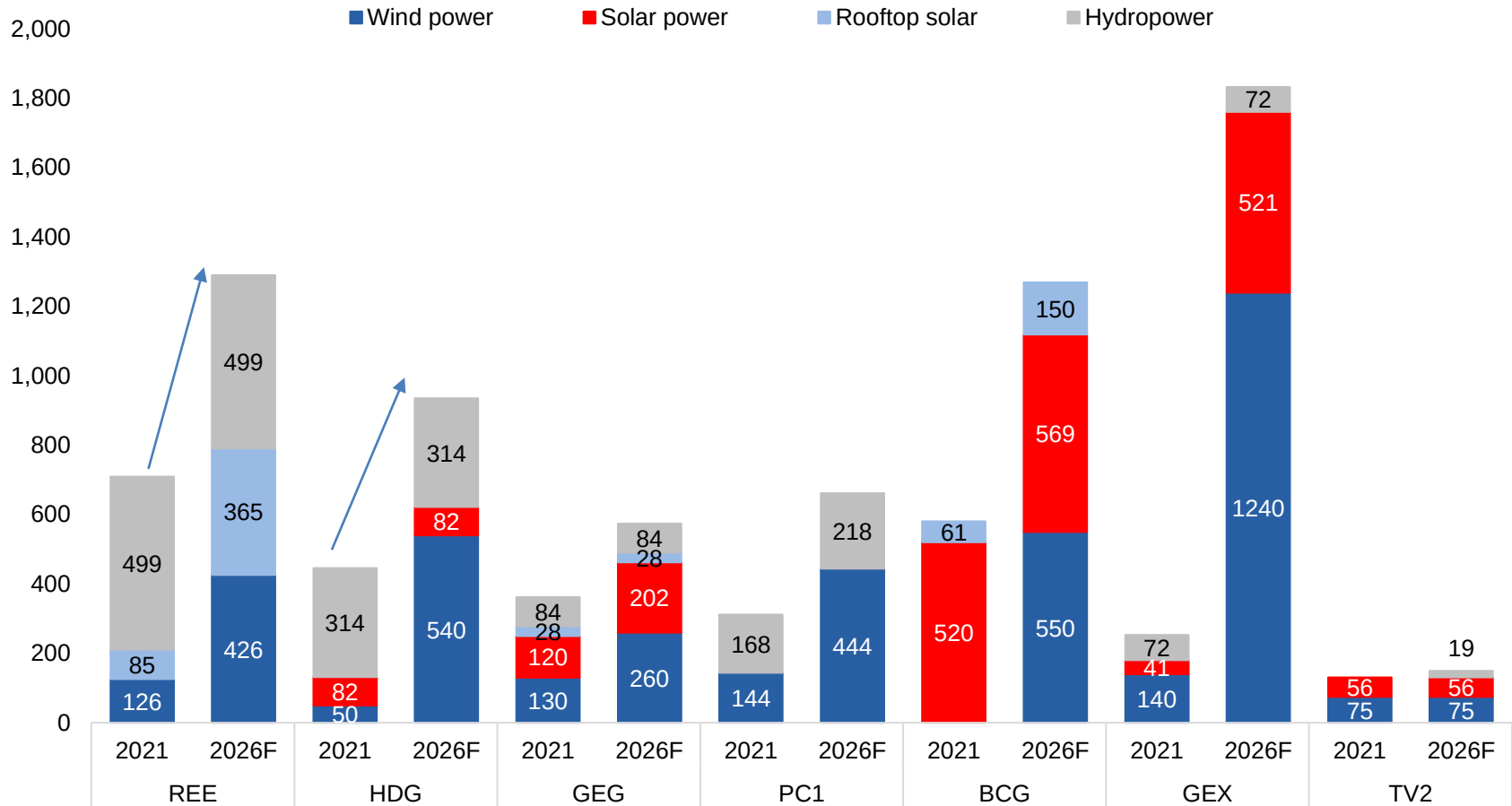
Hợp đồng mua bán điện (PPA) của điện truyền thống so với FiT và giá mới của năng lượng tái tạo (US cent/kWh)



Nguồn: EVN, MoIT, VCSC

Triển vọng mở rộng công suất điện tái tạo (gió & mặt trời) theo mã cổ phiếu

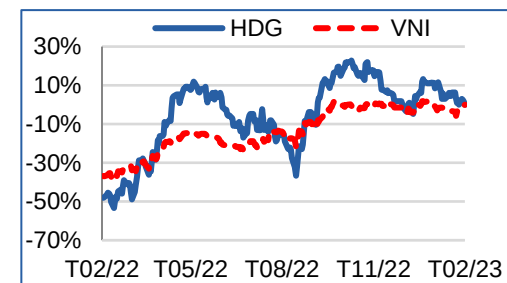
Triển vọng công suất điện tái tạo, MW (*)



Nguồn: (*) VCSC, công suất điện mặt trời được chuyển từ MWp sang MW, MW theo báo cáo (chưa điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu)

HDG - Lợi nhuận giảm trong năm 2023 nhưng định giá hấp dẫn

Khuyến nghị*:	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	29.050	DT TT	-3,6%	-12,5%	55,9%	58,4%
Giá mục tiêu*:	38.800	EPS TT	2,3%	-24,2%	67,0%	52,0%
* cập nhật ngày 24/02/2023		LNST (tỷ đồng)	1.121	849	1.419	2.156
		EBITDA (tỷ đồng)	2.572	2.320	3.099	4.283
TL tăng:	+33,6%	EV/EBITDA	5,3x	6,0x	5,2x	3,6x
Lợi suất cổ tức:	1,7%	P/B	1,3x	1,2x	1,0x	0,8x
Tổng mức sinh lời:	+35,3%	P/E	6,5x	8,6x	5,2x	3,4x
Ngành:	Điện/BDS		HDG	Peers	VNI	
GT vốn hóa:	298tr USD	P/E (trượt)	6,5x	10,1x	13,7x	
Room KN:	113tr USD	P/B (quý gần nhất)	1,3x	1,4x	1,7x	
GTGD/ngày (30n):	1,5tr USD	Nợ ròng/CSH	80,6%	28,5%	N/A	
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	22,7%	9,4%	14,0%	
SL cổ phiếu lưu hành:	244 tr	ROA	7,2%	5,3%	2,2%	
Pha loãng:	244 tr					



Tổng quan công ty

Được thành lập vào năm 1990 với tư cách là một công ty xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng, HDG hiện là chủ đầu tư bất động sản tại Hà Nội và TP.HCM và nhà đầu tư lớn trong lĩnh vực năng lượng tái tạo của Việt Nam với 314 MW thủy điện, 82 MW điện mặt trời và 50 MW điện gió (tính đến cuối năm 2021).

Nhà đầu tư năng lượng tái tạo lớn với các dự án có mức sinh lời cao. HDG sở hữu danh mục đầu tư năng lượng tái tạo có khả năng sinh lời cao (314 MW thủy điện, 82 MW điện mặt trời và 50 MW điện gió) với IRR vốn chủ sở hữu khoảng 20% nhờ vị trí thuận lợi, công nghệ hiện đại, khả năng kiểm soát chi phí đầu tư và chi phí tài chính hợp lý.

Chủ đầu tư BĐS uy tín với quỹ đất hiện hữu 121 ha. Quỹ đất này nằm ở TP.HCM, Hà Nội, Nha Trang và Lào. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng đạt khoảng 6 nghìn tỷ đồng từ chuyển nhượng BĐS. HDG cũng đã đặt kế hoạch tham vọng mở rộng quỹ đất ở thêm 320 ha.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS sẽ phục hồi trong năm 2024/2025 chủ yếu nhờ ghi nhận lợi nhuận từ 12 nhà máy điện, dự án Charm Villas và 4 dự án bất động sản phân khúc trung bình tại TP.HCM và Hà Nội.

Chúng tôi nhận thấy mức định giá của HDG hấp dẫn với TTM PER là 6,5 lần — thấp hơn 30% so với các nhóm công ty cùng ngành điện và bất động sản mà chúng tôi lựa chọn; P/E dự phóng năm 2023 của HDG cũng thấp hơn ~20% so với PC1 (công ty cùng ngành phù hợp nhất với HDG). Chúng tôi dự báo ROE trung bình là 20% và CAGR EPS là 24% trong giai đoạn 2022-2025F. HDG có kế hoạch mở rộng điện gió rõ ràng nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi với công suất 540 MW, tên/địa điểm dự án cụ thể ở miền Trung Việt Nam và được đưa vào Quy hoạch Phát triển Điện VII điều chỉnh.

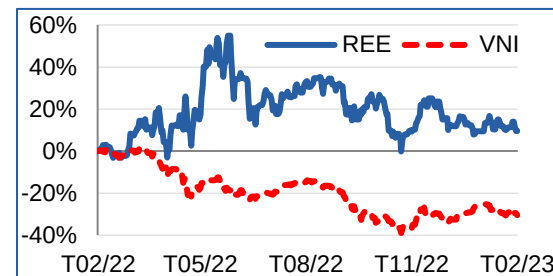
Rủi ro: Tiến độ các dự án BĐS hình thành trong tương lai chậm hơn dự kiến.

Yếu tố hỗ trợ: Chi phí đất của Charm Villas thấp hơn dự kiến; khởi công dự án điện gió An Phong (300 MW) tạo điều kiện cho IPO Hado Energy.

REE – Tăng trưởng lợi nhuận sẽ tiếp tục vào năm 2024

Khuyến nghị*:	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	70.000VND	DT TT	61,3%	-2,8%	27,1%	11,0%
Giá mục tiêu*:	80.500VND	TT EPS bc	45,0%	-14,6%	24,7%	18,1%
*Ngày cập nhật 24/02/2023		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	2.690	2,298	2,867	3,387
		TT EBITDA	77,3%	-8,3%	29,7%	15,8%
TL tăng:	+15,0%	EV/EBITDA	7,6x	8,3x	6,4x	5,5x
Lợi suất cổ tức:	1,4%	P/B	1,6x	1,4x	1,2x	1,1x
Tổng mức sinh lời:	+16,4%	P/E bc	9,3x	10,9x	8,7x	7,4x

Ngành:	Tiên ích		REE	VNI
GT vốn hóa:	1.04 tỷ USD	P/E (trượt)	9,3x	13,7x
Room KN:	0	P/B (hiện tại)	1,6x	1,7x
GTGD/ngày (30n):	1,1tr USD	Nợ ròng/CSH	44,2%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0.0%	ROE	34,7%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	356 tr	ROA	7,9%	2,2%
Pha loãng:	356 tr			
PEG 3 năm:	1,2			



Tổng quan công ty:

REE là tổng công ty với 3 lĩnh vực hoạt động chính: Điện (khoảng 1.000 MW, chiếm gần 50% tổng lợi nhuận), cơ khí và điện (M&E) và cho thuê văn phòng. REE là công ty hàng đầu trong ngành M&E và sở hữu 150,000 m2 diện tích văn phòng cho thuê. Các mảng khác bao gồm nước và bất động sản.

Chúng tôi xem REE là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực năng lượng xanh của Việt Nam nhờ các dự án mang có tính sinh lời cao, hỗ trợ bởi khả năng kiểm soát chi phí và chi phí tài chính thấp trong một ngành cần nhiều vốn.

REE đặt mục tiêu tăng gấp đôi công suất phát điện (đóng góp khoảng 60% LNST 2022) từ 1.000 MW năm 2022 lên 2.000 MW trong 5 năm tới. Theo REE, việc mở rộng này chủ yếu sẽ được thúc đẩy bởi 500 MW công suất điện gió và 473 MWp công suất điện mặt trời áp mái. Theo đó, REE đặt mục tiêu tăng gấp đôi doanh thu lên 1 tỷ USD trong 5 năm tới so với dự báo của chúng tôi là khoảng 600 triệu USD.

Chúng tôi dự báo LN từ mảng văn phòng cho thuê (khoảng 20% LNST 2022) sẽ tăng khoảng 30% trong 3 năm tới. Dự báo tăng trưởng của chúng tôi bao gồm đóng góp từ tòa nhà văn phòng E-town 6 (40.000 m2) dự kiến đi vào hoạt động trong quý 4/2023 và sẽ nâng diện tích sàn sử dụng (NFA) của REE thêm 30% lên khoảng 200.000 m2.

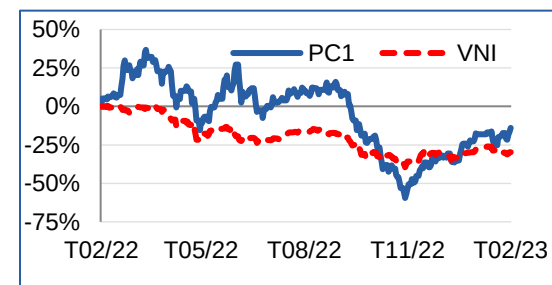
Chúng tôi lạc quan về triển vọng dài hạn của mảng M&E (đóng góp 5% LNST năm 2022). Việc xây dựng Nhà ga số 3 Tân Sơn Nhất và Sân bay Quốc tế Long Thành sẽ mang lại lợi ích cho REE khi công ty là công ty hàng đầu trong lĩnh vực M&E sân bay.

Chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS 2023 đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (-15% YoY), chủ yếu là do thu nhập từ mảng thủy điện giảm 42% YoY, lần át mức tăng hơn gấp đôi YoY từ điện gió lên 352 tỷ đồng với đóng góp của 100 MW công suất điện gió mới và tăng trưởng LNST ở mức 26% đối với mảng văn phòng cho thuê và M&E. Chúng tôi lưu ý rằng chúng tôi giả định giá PPA của công ty con mà REE sở hữu 52% cổ phần là CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh sẽ tăng lên 1.308 đồng/kWh, điều này sẽ giúp hỗ trợ LNST năm 2023 của VSH mặc dù sản lượng dự báo giảm 30% YoY.

Yếu tố hỗ trợ: Lợi nhuận cao hơn từ mảng bất động sản. **Rủi ro:** Tăng trưởng công suất điện thấp hơn dự kiến.

PC1 – Lợi nhuận mủng niken, KCN Nomura giúp thúc đẩy lợi nhuận phục hồi

Khuyến nghị*:	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	27.300VND	TT DT	-15,2%	17,3%	27,7%	8,9%
Giá mục tiêu*:	30.100VND	TT EPS bc	-35,2%	56,7%	47,5%	20,9%
* Ngày cập nhật 20/02/2023		LNST-CĐTS ⁽²⁾ bc	450	706	1.041	1.259
		LNST-CĐTS ⁽¹⁾ đc	600	706	1.041	1.259
TL tăng:	+10,3%	EV/EBITDA	9,4x	7,1x	6,5x	6,2x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	1,4x	1,3x	1,2x	1,0x
Tổng mức sinh lời:	+10,3%	P/E bc	17,7x	11,3x	7,7x	6,3x



Ngành:	Tiện ích		PC1	Peers	VNI
GT vốn hóa:	310,0tr USD	P/E (trượt)	17,7x	18,0x	13,7x
Room KN:	139,5tr USD	P/B (hiện tại)	1,4x	1,3x	1,7x
GTGD/ngày (30n):	2,1tr USD	Nợ ròng/CSH	127,8%	85,1%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	9,2%	6,9%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	235,2 tr	ROA	2,2%	2,2%	2,2%
Pha loãng:	235,2 tr	(1)) Điều chỉnh cho các khoản lãi/lỗ bất thường (tỷ đồng); (2) lợi nhuận báo cáo (tỷ đồng)			

Tổng quan công ty

PC1 có bề dày hoạt động trên 50 năm trong lĩnh vực xây lắp đường dây tải điện và trạm biến áp tại Việt Nam. Các mảng hoạt động chính bao gồm: 1) phát điện với công suất 350 MW (thủy điện – 200 MW; điện gió – 150 MW), 2) xây lắp điện và 3) BĐS (nhà ở và công nghiệp) & khoáng sản (chiếm lần lượt 10% và 7% tổng giá trị tài sản 2022)

PC1 là công ty hàng đầu với 50 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây lắp đường dây tải điện và trạm biến áp tại Việt Nam và là nhà thầu thiết kế, mua sắm và xây dựng (EPC) mảng năng lượng tái tạo với lượng backlog cao kỷ lục đạt lần lượt là 7 nghìn tỷ đồng và 6 nghìn tỷ đồng vào năm 2022 và 2023, hỗ trợ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của công ty.

PC1 sở hữu danh mục đầu tư năng lượng tái tạo lớn với 320 MW, bao gồm 170 MW thủy điện và khoảng 150 MW công suất điện gió giúp tạo ra dòng tiền dồi dào với mức giá FIT ưu đãi. PC1 cũng đặt mục tiêu tăng gấp ba lần công suất điện gió trong dài hạn.

Các mảng kinh doanh không cốt lõi dự kiến sẽ đóng góp 10%-20% LNST của PC1. PC1 có các mảng kinh doanh khác là lĩnh vực BĐS nhà ở & công nghiệp và khoáng sản với mức đầu tư lũy kế lần lượt chiếm 10% và 7% tài sản của PC1 tính đến hết năm 2022.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 là 706 tỷ đồng (+57% YoY), được hỗ trợ bởi (1) tăng trưởng lợi nhuận từ mảng xây lắp điện, (2) đóng góp từ Khu công nghiệp Nomura mới mua, (3) doanh số bán đất KCN Yên Phong của Western Pacific (PC1 nắm giữ 30% cổ phần), (4) doanh số bán niken của PC1 và (5) lỗ tỷ giá hối đoái ít hơn so với cùng kỳ.

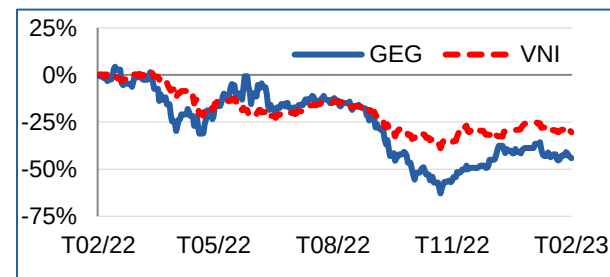
Định giá của PC1 là hấp dẫn với P/E 2023 là 11,3 lần và PEG là 0,4, dựa trên CAGR EPS dự kiến là 26% trong giai đoạn 2022-2027.

Yếu tố hỗ trợ: Lợi nhuận cao hơn kỳ vọng từ hoạt động kinh doanh niken và các khu công nghiệp.

Rủi ro: Tiến độ các nhà máy điện gió mới chậm hơn dự kiến; chi phí tài chính cao hơn dự kiến.

GEG - Phát hành cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi giúp kiểm soát đòn bẩy

Khuyến nghị*:	KHA QUAN		<u>2022</u>	<u>2023F</u>	<u>2024F</u>	<u>2025F</u>
Giá cổ phiếu (24/02):	14.300VND	DT TT	51,6%	50,2%	3,3%	3,7%
Giá mục tiêu*:	15.100VND	TT EPS cơ bản	15,0%	-22,0%	52,2%	22,5%
* Ngày cập nhật 12/12/2022			TT EPS pha loãng	11,6%	-22,0%	52,2%
		LNST (tỷ đồng)	316	309	470	576
TL tăng:	+5,6%	EV/EBITDA	10,0x	6,0x	5,2x	4,7x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x
Tổng mức sinh lời:	+5,6%	P/E (pha loãng)	15,9x	16,2x	10,7x	8,7x
Ngành:	Tiện ích		<u>GEG</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>	
GT vốn hóa:	193tr USD	P/E (trượt)	15,4x	17,2x	13,7x	
Room KN:	25tr USD	P/B (hiện tại)	1,1x	1,3x	1,7x	
GTGD/ngày (30n):	0,7tr USD	Nợ ròng/CSH	162%	85%	N/A	
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	9,5%	6,9%	14,0%	
SL cổ phiếu lưu hành:	322 tr USD	ROA	2,1%	2,2%	2,2%	
Pha loãng:	322 tr USD					



Tổng quan công ty

GEG có thị phần ước tính khoảng 2% trong lĩnh vực năng lượng tái tạo vốn mới mẻ và phân mảnh của Việt Nam. Công ty dự kiến sẽ vận hành 446 MW công suất điện tái tạo (84 MW thủy điện, 130 MW điện gió và 202 MW điện mặt trời và 30 MW điện mặt trời lắp mái) vào cuối năm 2021.

Chúng tôi xem GEG là một trong những công ty tiên phong trong lĩnh vực năng lượng xanh của Việt Nam với danh mục đầu tư hiện tại là 446 MW; công ty đặt mục tiêu đạt 2.000 MW trong dài hạn.

Chính phủ đã đưa ra biểu giá ưu đãi cho điện gió. Ba trang trại gió đã đi vào hoạt động vào tháng 10 năm 2021 và được hưởng mức giá FIT ưu đãi. Chúng tôi ước tính IRR không đòn bẩy là 14%-15% cho các dự án Tân Phú Đông 2 (50 MW), Ia Bang 1 (50 MW) và VPL Bến Tre (30 MW).

GEG đang có kế hoạch đưa thêm 2 trang trại điện gió đi vào hoạt động. Mặc dù có mức giá thấp hơn khoảng 15%-20% so với mức giá ưu đãi trước đây, GEG đang chuẩn bị đưa thêm 2 trang trại điện gió gần bờ ở Tây Nam Bộ vào hoạt động trong năm 2023-2024 — Tân Phú Đông 1 (100 MW) và VPL 2 (30 MW). Chúng tôi ước tính IRR không đòn bẩy là 10% - 12% cho 2 trang trại điện gió mới này, là mức hợp lý.

GEG sở hữu các nhà máy điện mặt trời chi phí tương đối thấp với các tấm pin mặt trời chất lượng cao và chi phí tài chính hợp lý. GEG có lợi thế về chi phí đất do đã có được quỹ đất từ lâu, dẫn đến chi phí đầu tư tương đối thấp, ~19 tỷ đồng/MWp. GEG đặt kế hoạch IRR không đòn bẩy là 12% - 14%; tuy nhiên, chúng tôi tin rằng các dự án của công ty có thể đạt IRR từ 14%-17% vì vốn đầu tư thực tế thấp hơn khoảng 10% so với ngân sách.

GEG đã hoàn tất việc phát hành 64 triệu cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi. Trong quý 4/2022, GEG đã hoàn tất việc phát hành riêng lẻ 64,2 triệu cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi cho Deutsche Investitions-und Entwicklungsgesellschaft (DEG) để đầu tư vào nhà máy điện mặt trời Đức Huệ 2 và nhà máy điện gió VPL2 với giá chào bán là 10.000 đồng/cổ phiếu.

Yếu tố hỗ trợ: Lãi cao hơn từ việc thoái vốn điện gió; Nhà máy điện mặt trời Đức Huệ 2 vận hành sớm hơn dự kiến

Rủi ro: Giải ngân khoản vay thấp hơn dự kiến vào năm 2023, dẫn đến khó khăn trong thanh toán các khoản phải trả.

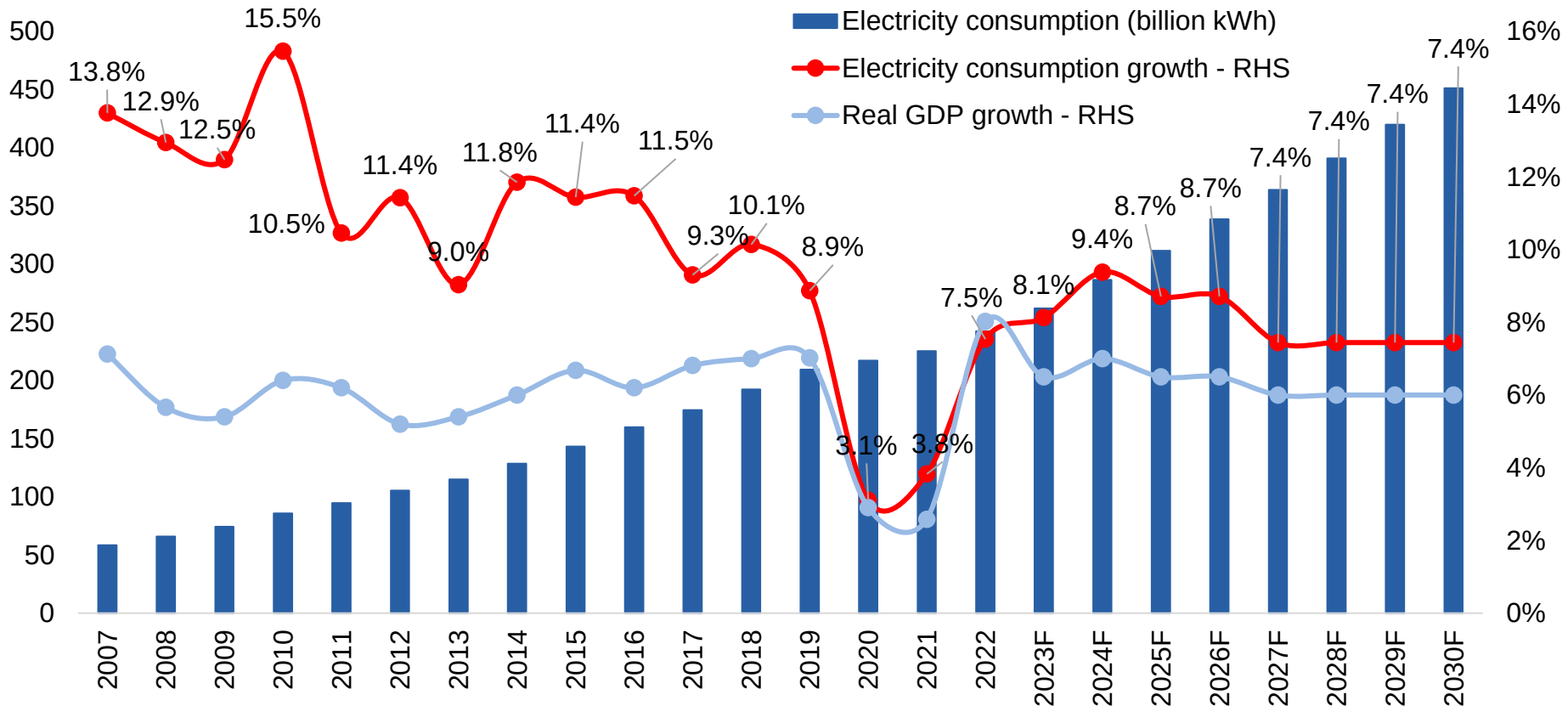


Ngành điện: Thị trường thắt chặt trong năm 2023 sẽ giúp các công ty phát điện truyền thống hưởng lợi

Chúng tôi dự báo mức tiêu thụ điện tăng trưởng 8%-9% mỗi năm trong 2023-2026

- Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ trở lại mức trước COVID-19 vào khoảng 6%-7% trong 4 năm tới.
- Dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện của chúng tôi thận trọng hơn so với dự thảo PDP VIII (dự kiến CAGR giai đoạn 2020-2030 đạt 9,8%)

Diễn biến và dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện so với tăng trưởng GDP của Việt Nam



Nguồn: EVN, VCSC dự báo

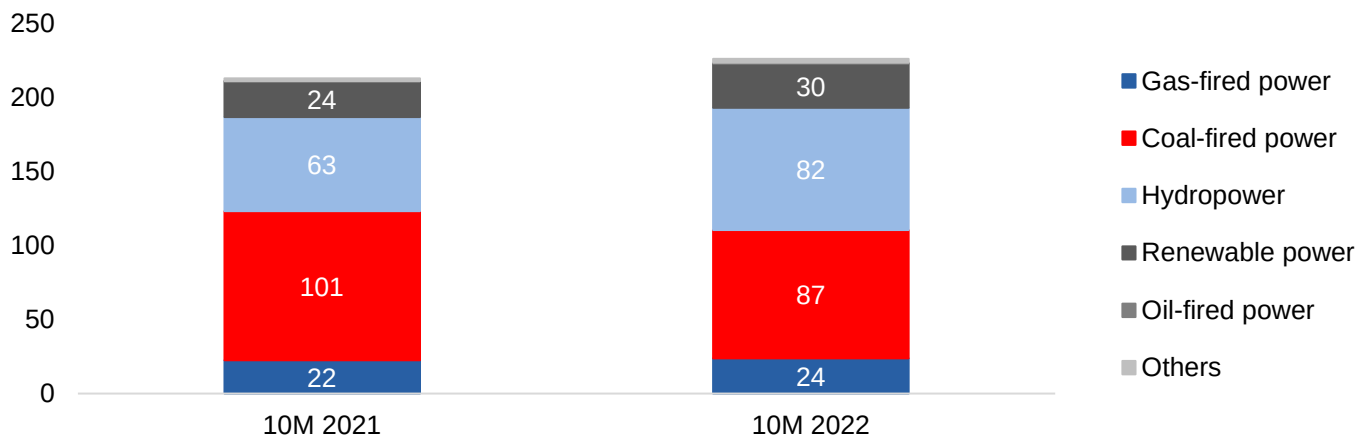
Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ thắt chặt hơn vào năm 2023 - đặc biệt là ở miền Bắc

Dự báo của VCSC về công suất phát điện của Việt Nam (MW)

MW	2020	2021	2022E	2023F
Thủy điện	20.990	21.485	22.485	24.121
Nhiệt điện than	20.431	22.831	24.761	26.677
Nhiệt điện khí	7.097	7.097	7.097	7.097
Điện mặt trời (trang trại)	8.736	8.736	8.736	8.736
Điện mặt trời (áp mái)	7.904	9.654	9.654	10.654
Điện gió	539	4.539	4.539	8.539
Khác	3.605	3.605	3.605	3.605
Tổng công suất	69.302	77.947	80.877	89.429
Tăng trưởng YoY	22,5%	12,5%	3,8%	10,6%

Nguồn: EVN, Bộ Công Thương, VCSC dự báo

Sản lượng điện sản xuất tại Việt Nam 10T 2022 theo từng loại điện (tỷ kWh)



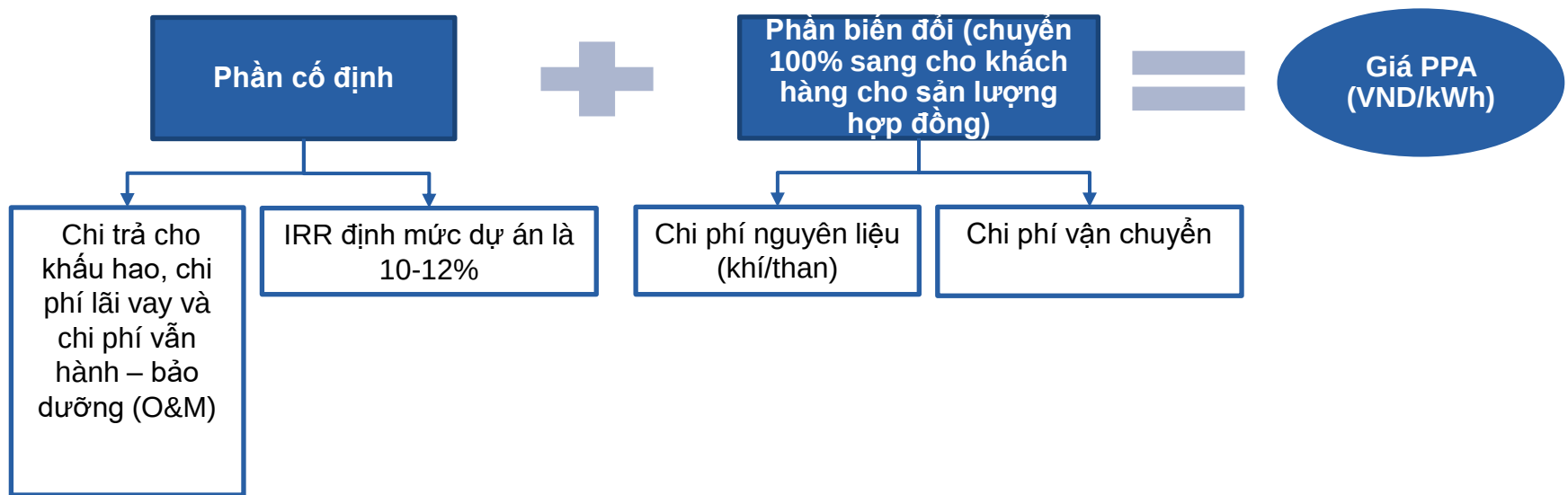
Nguồn: EVN, VCSC

Cơ chế giá PPA

Doanh thu của các nhà máy điện

$$\begin{aligned} &= P * Q = \text{Giá (giá PPA và giá CGM)} * \text{Sản lượng (Qc và ngoài Qc)} \\ &= \text{PPA} * Q_c + \text{giá CGM} * \text{sản lượng ngoài Qc} \\ &= \text{Giá hợp đồng/giá cố định} * \text{Sản lượng hợp đồng} + \text{Giá CGM} * \text{Sản lượng ngoài hợp đồng} \end{aligned}$$

Công thức tính giá hợp đồng mua bán điện (PPA) (dựa theo thông tư 56)



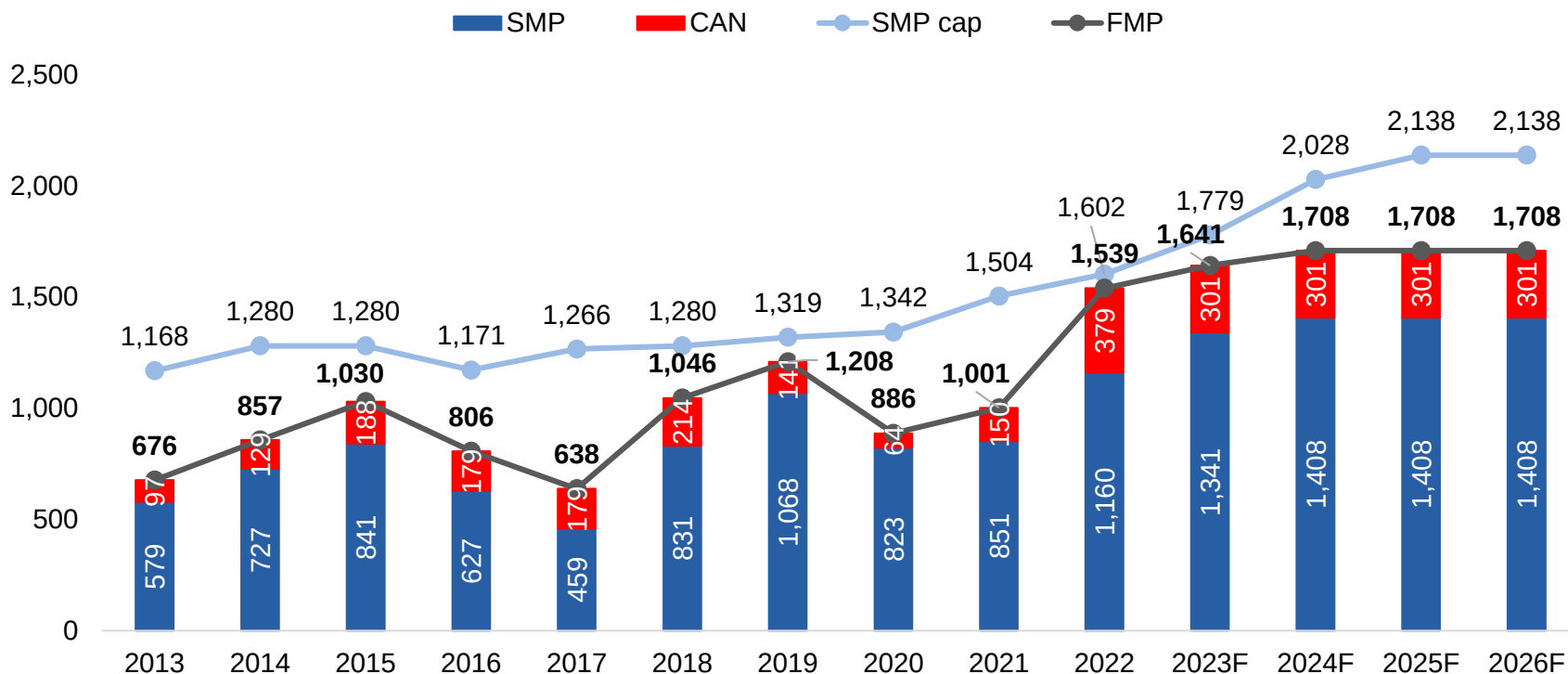
- Hợp đồng PPA:** EVN và các nhà máy điện đàm phán nhiều giả định của mô hình dòng tiền chiết khấu như vốn đầu tư, cơ cấu vốn và hiệu suất hoạt động trung bình cho cả chu kỳ của dự án, cùng các yếu tố khác, sau đó đưa vào PPA để có được IRR của dự án là 10%-12%.
- Qc** được kỳ vọng giảm dần xuống, chỉ còn chiếm 60% sản lượng trung bình của nhà máy điện trong vòng đời của dự án (hiệu suất hoạt động khoảng 70% đối với nhiệt điện và khoảng 40% đối với thủy điện).

Nguồn: MoIT, EVN, VCSC

Chúng tôi kỳ vọng giá CGM sẽ tăng 7% YoY vào năm 2023

- **Chúng tôi giả định giá CGM sẽ tăng 7% YoY vào năm 2023 lên 1.641 VND/kWh** do 1) mức tiêu thụ điện mạnh, 2) giá khí đốt & than cao và 3) mức trần của giá điện năng thị trường điện (SMP) cao hơn (+11% YoY).
- **Chúng tôi kỳ vọng giá CGM** sẽ tăng trung bình khoảng 2,6%/năm giai đoạn 2023-2026, được thúc đẩy bởi 1) tăng trưởng nhu cầu và 2) giá khí đốt cao hơn.

Triển vọng giá CGM trung bình (đồng/kWh)



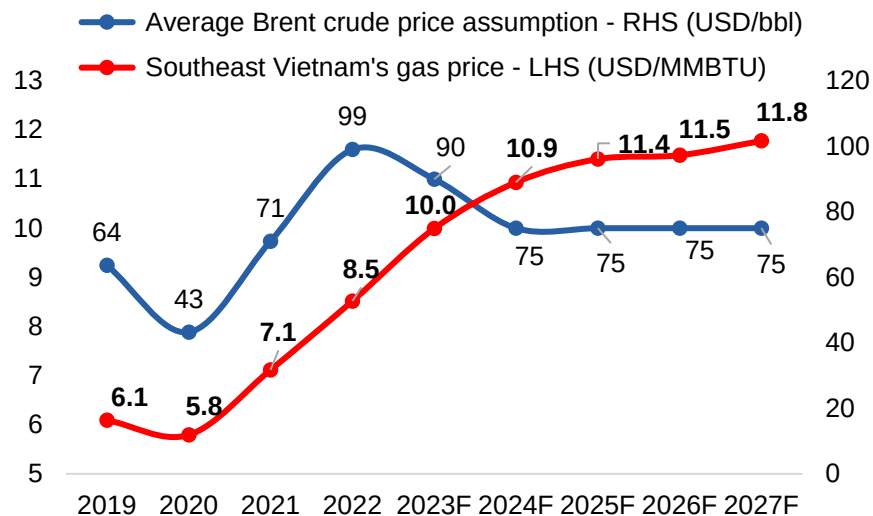
Nguồn: EVN, Bộ Công Thương, các doanh nghiệp trong ngành, ước tính của VCSC

Ghi chú: $CGM / FMP = SMP + CAN$. SMP: Là giá đầu giá cao nhất để cân bằng nhu cầu phụ tải và nhu cầu tiêu thụ; CAN là giá phụ trợ để giúp nhà máy mới hiệu quả nhất trên thị trường đạt điểm hòa vốn

Giá khí sẽ tăng khoảng 18% YoY vào năm 2023

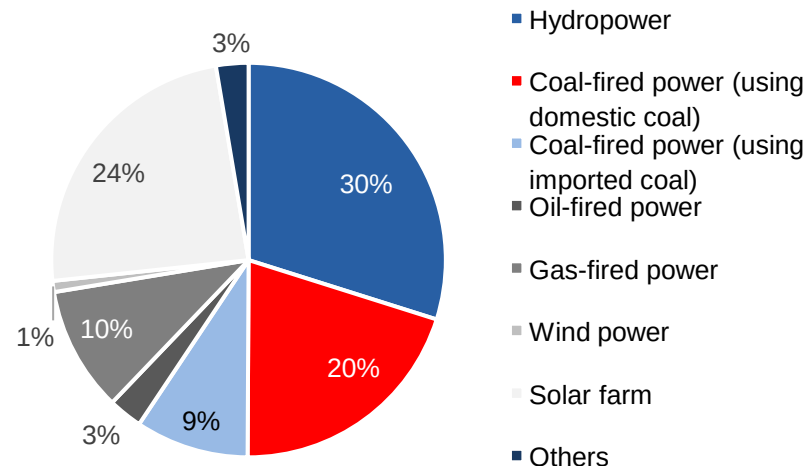
- Chi phí khí đốt trung bình cho các nhà máy điện chạy bằng khí đốt sẽ tăng do nguồn cung cấp khí đốt mới đắt hơn đáng kể so với khí đốt từ các mỏ khí đốt hiện có.

Triển vọng giá khí cho các nhà máy điện (USD/MMBTU)



Nguồn: GAS, các công ty trong ngành, VCSC

Nhiệt điện than nhập khẩu cung cấp 9% công suất điện Việt Nam năm 2020



Nguồn: EVN, Bộ Công Thương, VCSC

Nhiệt điện khí vẫn cạnh tranh với nhiệt điện than nhập khẩu

Hiện tại, các nhà máy nhiệt điện than nhập khẩu chiếm 9% tổng công suất điện của Việt Nam - gần bằng tỷ lệ của nhiệt điện khí. Chúng tôi ước tính chi phí nguyên liệu của các nhà máy nhiệt điện khí trong danh mục theo dõi của chúng tôi đạt khoảng 1.500-1.900 VND/kWh (dựa trên giả định giá dầu Brent là 90 USD/thùng vào năm 2023), thấp hơn khoảng 40% so với chi phí nguyên liệu của nhiệt điện than nhập khẩu 2.000-4.000 đồng/kWh (theo EVN tính đến tháng 12/2022).

Giá than sẽ tăng khoảng 10% YoY vào năm 2023

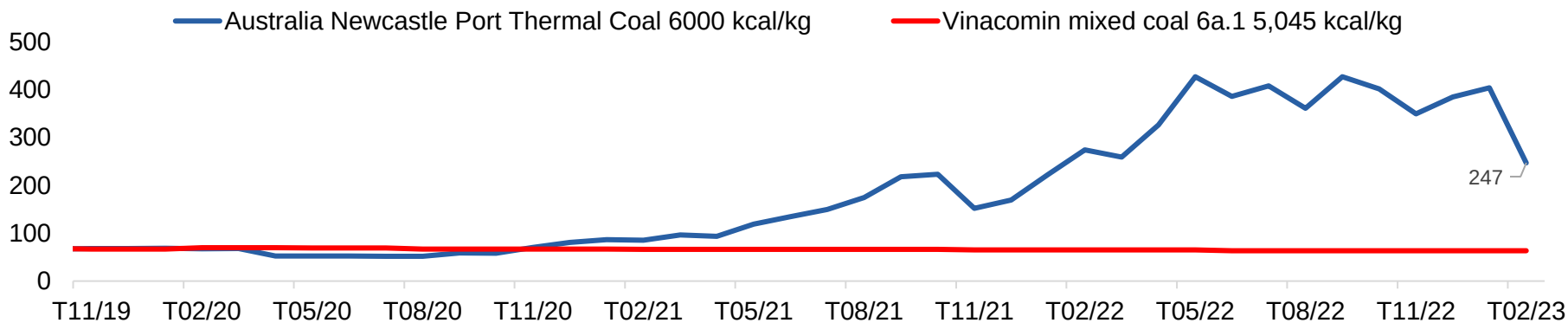
- Chúng tôi dự báo tình trạng thiếu than cho các nhà sản xuất điện vào năm 2023 nhưng chỉ thiếu nhẹ đối với các cổ phiếu trong danh mục theo dõi của chúng tôi do nhu cầu than ngày càng tăng (do nhu cầu điện ngày càng tăng), trong khi nguồn cung trong nước bị hạn chế một phần do các hạn chế của Chính phủ đối với việc phê duyệt giấy phép khai thác.
- Chúng tôi giả định giá than trong nước tăng 10% YoY lên 2,03 triệu đồng/tấn vào năm 2023 — dựa trên kỳ vọng của chúng tôi về giá điện bán lẻ tăng 10% YoY.
- Chúng tôi dự báo giá than trộn năm 2023 sẽ tăng 10,5% YoY lên 2,6 triệu VND/tấn do giá than trong nước tăng 10% YoY và tỷ trọng than nhập khẩu cao hơn trong bối cảnh khan hiếm than trong nước

Dự báo giá trung bình của than nội địa 5a và than trộn tương đương

Triệu đồng/tấn	2020	2021	2022E	2023F	2024F	2025F
Than trong nước, 5a (5.500 kcal/kg)	1.845	1.845	1.845	2.030	2.030	2.030
Tăng trưởng YoY	2,1%	0,0%	0,0%	10,0%	0,0%	0,0%
Than trộn, tương đương 5a	1.874	2.053	2.373	2.622	2.628	2.410
Tăng trưởng YoY	-1,7%	9,5%	15,6%	10,5%	0,3%	-8,3%
Than trộn. tương đương 5a (USD/tấn)	81	89	98	108	108	99

Nguồn: Bộ Công Thương, Bloomberg, VCSC dự báo (giá FOB không bao gồm chi phí vận chuyển; VAT).

Giá than Newcastle (6.000 kcal/kg) so với than trộn Vinacomin 6a.1 (5.045kcal/kg) — USD/tấn



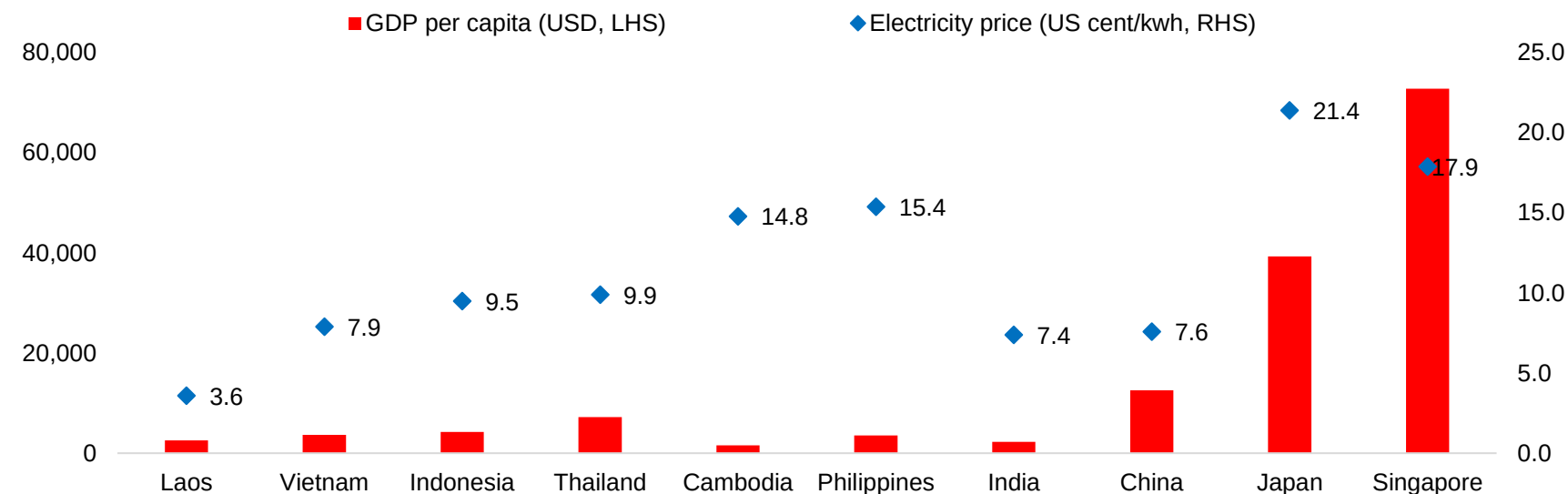
Nguồn: Bloomberg, EVN, VCSC tổng hợp

Giá điện bán lẻ cao hơn sẽ hỗ trợ dòng tiền cho các công ty điện

Khung giá bán lẻ điện mới

- Ngày 03/02/2023, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quyết định 02/2023 về khung giá điều chỉnh giá điện bán lẻ mới. Theo quyết định này, mức giá bán lẻ điện tối thiểu và tối đa được ấn định lần lượt là 1.826 đồng/kWh và 2.444 đồng/kWh. Mức này cao hơn khoảng 20% so với mức trước đó là 1.606-1.906 đồng/kWh
- Hiện tại, EVN đang đề xuất Chính phủ tăng giá điện bán lẻ lên 10% vào năm 2023 từ mức giá hiện tại là 1.864 đồng/kWh, chủ yếu để hỗ trợ Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) phục hồi sau khoản lỗ ước tính khoảng 30 nghìn tỷ đồng vào năm 2022 và 65 nghìn tỷ đồng năm 2023.
- Giá điện bán lẻ hiện tại ở Việt Nam thấp hơn khoảng 30% so với giá trung bình ở Đông Nam Á, đồng nghĩa với khả năng giá sẽ tăng trong những năm tới.

Giá bán lẻ điện Việt Nam so với các nước (2022)

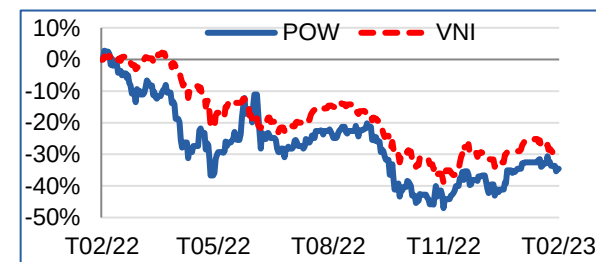


Nguồn: EVN, Ngân hàng Thế giới, VCSC, truyền thông đại chúng của các nước được đề cập

POW – Vận hành 100% công suất nhà máy Vũng Áng sẽ thúc đẩy tăng trưởng năm 2023

Khuyến nghị*:	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	12.000VND	DT TT	14,9%	24,4%	29,9%	19,7%
Giá mục tiêu*:	14.800VND	TT EPS bc	6,4%	24,0%	44,2%	-3,3%
*cập nhật 15/02/2023		LNST-CĐTĐ đc ⁽¹⁾	1.398	2.119	3.279	3.275
		LNST-CĐTĐ bc ⁽²⁾	1.894	2.348	3.386	3.275
TL tăng:	+23,3%	EV/EBITDA	5,5x	5,5x	4,2x	3,4x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/E ⁽¹⁾ đc	20,7x	13,6x	8,8x	8,8x
Tổng mức sinh lời:	+23,3%	P/E ⁽²⁾ bc	15,1x	12,2x	8,5x	8,8x

Ngành:	Tiện ích		POW	Peers	VNI
GT vốn hóa:	1,2 bn	P/E trượt ⁽²⁾	15,1x	8,6x	13,7x
Room KN:	555tr USD	P/B	0,9x	1,0x	1,7x
GTGD/ngày (30n):	4,0tr USD	Nợ ròng/CSH	-2,7%	65,9%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	80,0%	ROE ⁽²⁾	6,3%	9,3%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	2.342 tr	ROA ⁽²⁾	3,5%	2,7%	2,2%
Pha loãng:	2.342 tr	(1) điều chỉnh cho thu nhập và lỗ tỷ giá bất thường (tỷ đồng);			
CAGR EPS ⁽²⁾	20%	(2) lợi nhuận báo cáo (tỷ đồng); (3) 2022-2025			



Tổng quan Công ty

POW là nhà sản xuất điện lớn thứ hai Việt Nam, chỉ sau Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). POW có tổng công suất 4.2GW, tương đương 10% công suất cả nước. Thế mạnh của POW là các nhà máy điện khí (nhà máy Cà Mau ~ 1,500MW, Nhơn Trạch 1 (450MW & NT2 ~ 750MW) chiếm 64% tổng công suất cả nước. Nhà máy điện than (nhà máy Vũng Áng – 1,200 MW) và thủy điện (Hòa Na- 180MW và Đăkđinh 125 MW) đóng góp lượng công suất còn lại.

POW là nhà sản xuất điện ngoài EVN lớn nhất tại Việt Nam và có tài sản chất lượng cao sẽ giúp hưởng lợi từ triển vọng thiếu điện của Việt Nam từ năm 2023. POW vận hành tổng công suất 4.200 MW, bao gồm Cà Mau 1 & 2 (điện khí; 2 x 750 MW), Nhơn Trạch 1 (điện khí; 450 MW), Nhơn Trạch 2 (điện khí; 750 MW), Vũng Áng 1 (điện than; 1.200 MW) và 2 nhà máy thủy điện — Hòa Na (180 MW) và Đăkđinh (125 MW).

POW có kế hoạch mở rộng khá lớn. Chúng tôi dự báo rằng các nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3 (750 MW) và 4 (750 MW) mới của POW sẽ lần lượt đi vào hoạt động vào cuối năm 2025 và 2026, giúp tăng công suất của POW thêm 35%. Trong tương lai, POW có kế hoạch phát triển các nhà máy điện khí Miền Trung 1 & 2 (1.500 MW) và nhà máy điện khí LNG Quảng Ninh (1.500 MW, 30% cổ phần), bên cạnh 800 MW điện gió ngoài khơi.

Chúng tôi có quan điểm tích cực về tốc độ tăng trưởng trong ngắn hạn của POW với mức tăng trưởng EPS dự kiến vào năm 2023 và 2024 lần lượt là 24% YoY và 44% YoY. Chúng tôi dự báo LNST năm 2023 sẽ được hỗ trợ nhờ tăng trưởng sản lượng 26% YoY (cao hơn 13% so với dự báo của POW) sau 3 năm sụt giảm liên tiếp do dịch COVID-19 và các vấn đề kỹ thuật. Trong khi đó, triển vọng của ngành tích cực với mức tiêu thụ điện quốc gia dự kiến duy trì ổn định (+8% YoY), nguồn cung trong nước thắt chặt, ít cạnh tranh hơn từ thủy điện và triển vọng giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) mạnh mẽ (+7% YoY).

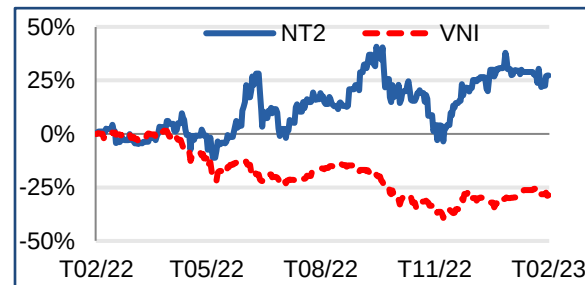
POW có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2023 đạt 12,2 lần, tương ứng với PEG là 0,6 và P/B trượt là 0,9 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Khoản bồi thường bảo hiểm cao hơn dự kiến (chúng tôi ước tính ít nhất 300 tỷ đồng) cho vấn đề kỹ thuật của nhà máy Vũng Áng.

Rủi ro: Sản lượng điện hợp đồng thấp hơn dự kiến; rủi ro thiếu khí/than; chi phí đầu tư cao hơn/tri hoãn của dự án Nhơn Trạch 3 & 4.

NT2 – Lợi nhuận năm 2022 cao đảm bảo chi trả cổ tức

Khuyến nghị*:	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	29.200VND	DT TT	42,9%	8,5%	26,5%	3,4%
Giá mục tiêu*:	33.000VND	EPS TT	65,5%	-9,7%	31,7%	1,5%
* cập nhật 08/02/2023		LNST (tỷ đồng)	883	798	1,051	1,066
		LS cổ tức	8,6%	12,0%	12,0%	12,0%
TL tăng:	+13,0%	DPS (đồng/CP)	2.500	3.500	3.500	3.500
Lợi suất cổ tức:	12,0%	EV/EBITDA	5,5x	5,9x	5,0x	5,1x
Tổng mức sinh lời:	+25,0%	P/E	10,0x	11,1x	8,4x	8,3x



Tổng quan về Công ty

NT2 là nhà sản xuất điện khí hiện đại nhất và có hiệu suất cao nhất Việt Nam. Công ty sản xuất khoảng 4,5 tỷ kWh mỗi năm, tương đương 2% sản lượng điện cả nước. Nhà máy đặt tại tỉnh Đồng Nai, là trung tâm công nghiệp & kinh tế của Đông Nam Bộ.

Ngành:	Tiện ích		NT2	Peers	VNI
GT vốn hóa:	353tr USD	P/E (trượt)	10,0x	18,1x	13,8x
Room KN:	109tr USD	EV/EBITDA	5,5x	9,3x	N/A
GTGD/ngày (30n):	0,8tr USD	Nợ ròng/CSH	-15,2%	85,1%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	60,0%	ROE	18,9%	6,9%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	287,9 tr	ROA	11,9%	2,2%	2,2%
Pha loãng:	287,9 tr				

Vị trí thuận lợi để hưởng lợi từ kịch bản thiếu điện trầm trọng hơn từ năm 2023. NT2 nằm ở trung tâm kinh tế phía Nam, là khu vực thiếu hụt điện nhiều nhất Việt Nam.

NT2 là một trong những nhà máy điện khí hiệu quả nhất tại Việt Nam. Kể từ khi thành lập, NT2 đã sử dụng 100% khí theo giá thị trường, trong khi đó một số đối thủ cạnh tranh được hưởng giá khí nhận hoặc trả (thấp hơn khoảng 30% so với giá khí của NT2), loại giá chính thức bị loại bỏ vào ngày 20/03/2019. Dựa trên một mức giá khí tương đương cho tất cả các nhà máy điện khí, NT2 có chi phí sản xuất cạnh tranh nhất do mức tiêu thụ khí trên mỗi kWh thấp hơn khoảng 3% so với các đối thủ cạnh tranh. Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan về lợi thế chi phí của NT2 so với các nhà máy nhiệt điện khí và than khác bất chấp sự cạnh tranh từ năng lượng tái tạo và khí cao hơn.

Chúng tôi dự báo LNST điều chỉnh năm 2023 sẽ tăng 21% YoY với ít cạnh tranh hơn từ thủy điện, điều này hỗ trợ tăng trưởng sản lượng thêm 10% YoY sau khi sản lượng phục hồi 27% YoY vào năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi dự báo giá CGM mạnh hơn để bù đắp cho giá khí cao hơn.

Với bảng cân đối kế toán không có nợ vay, chúng tôi dự báo NT2 sẽ mang lại lợi suất cổ tức cao hơn (12% cho năm 2023). Tính đến ngày 31/12/2022, NT2 có khoảng 1,4 nghìn tỷ đồng tiền mặt để trả cổ tức. Dự báo lợi suất cổ tức của chúng tôi cũng đồng nghĩa tỷ lệ chi trả cổ tức so với lợi nhuận đạt trung bình 110% trong giai đoạn 2023 - 2025 và chúng tôi cho rằng đó là hợp lý nhờ tiền mặt dồi dào và POW cũng cần tiền đầu tư cho dự án điện LNG Nhơn Trạch 3 & 4.

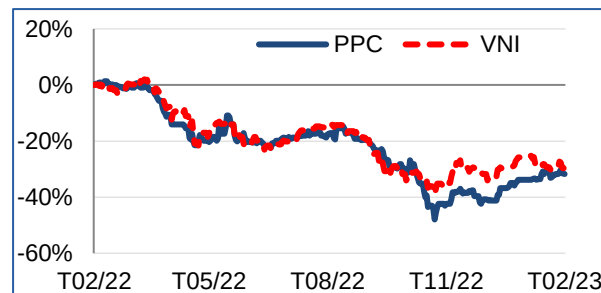
NT2 đang giao dịch với EV/EBITDA dự kiến năm 2023 là 5,9 lần - rẻ hơn nhiều so với EV/EBITDA trung bình 4 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 9,3 lần

Yếu tố hỗ trợ: Chi trả cổ tức cao hơn so với giả định của chúng tôi.

Rủi ro: Thanh toán chậm trễ từ Công ty mua bán điện của EVN.

PPC – Kỳ vọng giá CGM cao, tổ máy phát điện S6 hoạt động lại vào năm 2023

Khuyến nghị*:	MUA		<u>2022</u>	<u>2023F</u>	<u>2024F</u>	<u>2025F</u>
Giá cổ phiếu (24/02):	14.700VND	DT TT	32,3%	49,1%	22,7%	-2,9%
Giá mục tiêu*:	16.700VND	EPS TT	72,4%	46,4%	65,7%	26,1%
* cập nhật 28/11/2022		LNST (tỷ đồng)	373	546	904	1.140
		LS cổ tức	4,1%	10,2%	17,0%	17,0%
TL tăng:	+13,6%	Cổ tức (CP)	600	1.500	2.500	2.500
Lợi suất cổ tức:	<u>4,1%</u>	P/B	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x
Tổng mức sinh lời:	+17,7%	P/E	13,2x	9,0x	5,4x	4,3x
Ngành:	Tiện ích		<u>PPC</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>	
GT vốn hóa:	198tr USD	P/E (trượt)	13,2x	13,6x	13,7x	
Room KN:	66tr USD	EV/EBITDA	1,0x	10,2x	1,7x	
GTGD/ngày (30n):	0,1 tr USD	Nợ ròng/CSH	-3,0%	85,0%	N/A	
Cổ phần Nhà nước:	51,0%	ROE	7,5%	6,9%	14,0%	
SL cổ phiếu lưu hành:	320,6 tr	ROA	6,7%	2,1%	2,2%	
Pha loãng:	320,6 tr					



Tổng quan về công ty

PPC sở hữu 2 nhà máy điện than tại miền Bắc, với công suất 1.040 MW: nhà máy Phả Lại 1 (34 năm) và Phả Lại 2 (17 năm). Ngoài ra, PPC cũng nắm cổ phần tại các nhà máy điện than Hải Phòng (HND, 27%) và Quảng Ninh (QTP, 16%), công suất mỗi nhà máy 1.200MW.

PPC và các công ty liên kết của nó có vị trí lý tưởng tại khu vực tăng trưởng tiêu thụ điện cao nhất Việt Nam. Các nhà máy điện này đều nằm trong trung tâm các khu công nghiệp phía Bắc. Khu vực này có mức tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức 2 chữ số với CAGR 12,2% trong giai đoạn 2010-2018, đảm bảo hiệu suất sử dụng cao cho các nhà máy này. Ngoài ra, cả 3 nhà máy điện đều nằm gần khu vực có trữ lượng than lớn nhất của Việt Nam, có chi phí vận chuyển thuận lợi và gần các công ty tiêu thụ xỉ than.

Chúng tôi dự báo LNST năm 2023 của PPC sẽ tăng khoảng 50% YoY do tổ máy phát điện S6 của công ty sẽ hoạt động trở lại vào giữa năm 2023, điều này sẽ hỗ trợ sản lượng bán hàng của PPC phục hồi 48% YoY. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy rủi ro thiếu điện ở miền Bắc lớn hơn so với miền Nam và miền Trung Việt Nam vào năm 2023, đây là tín hiệu tốt cho không chỉ PPC mà cả cho QTP và HND. CAGR công suất điện của miền Bắc Việt Nam đạt 3% giai đoạn 2016-2021 so với mức tiêu thụ điện là 10%-12%/năm, điều này cho thấy chênh lệch cung cầu ở khu vực này. Theo dự thảo PDP VIII, tăng trưởng công suất lắp đặt giai đoạn 2020-2025 ở miền Bắc là khoảng 8%/năm, thấp hơn mức tăng trưởng tiêu thụ dự phóng cùng giai đoạn 2020-2025 là khoảng 9%/năm.

PPC đang giao dịch ở mức P/E 2023 hấp dẫn là 9,0 lần, thấp hơn so với trung bình 4 năm trung vị P/E của các công ty cùng ngành là 13,6 lần và P/B 2023 là 0,9 lần. Chúng tôi cũng kỳ vọng lợi suất cổ tức sẽ tăng trong 3 năm tới.

Yếu tố hỗ trợ/rủi ro: Máy phát điện S6 hoạt động trở lại nhanh hơn/chậm hơn dự kiến.

Ngành Nước

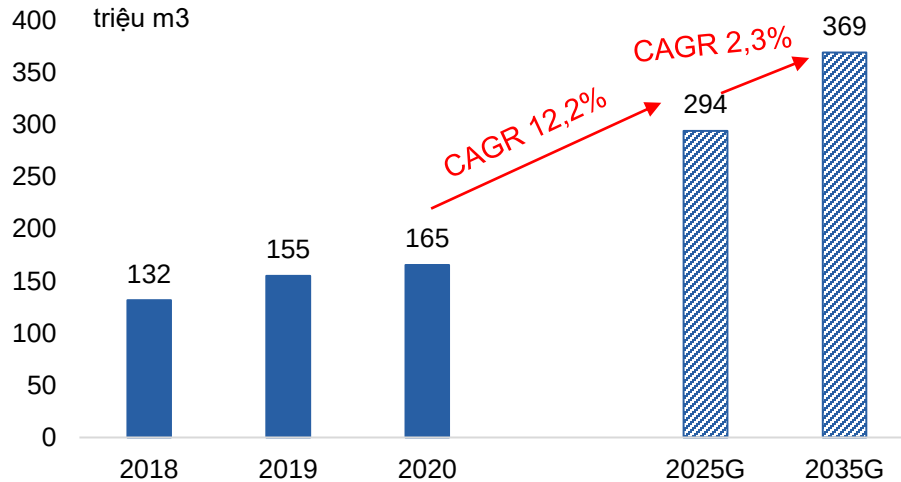


03/2023

VCSC RESEARCH

Nhu cầu nước tỉnh Bình Dương cao hơn hẳn so với các tỉnh thành khác

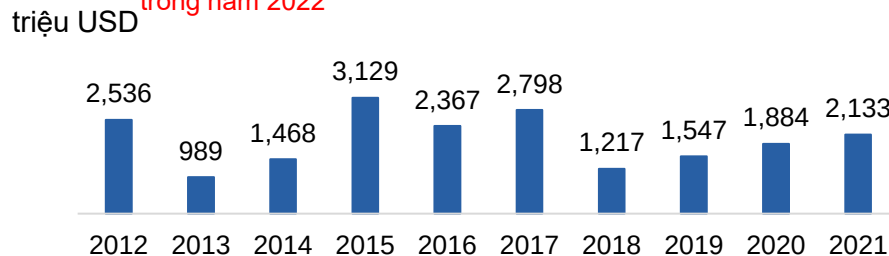
Tỉnh Bình Dương nổi bật so với các tỉnh thành khác do có CAGR nhu cầu nước dân dụng và công nghiệp theo kế hoạch cao nhất Việt Nam



Nguồn: Quyết định số 3613/QĐ-UBND của UBND tỉnh Bình Dương (ngày 26/12/2016), VCSC

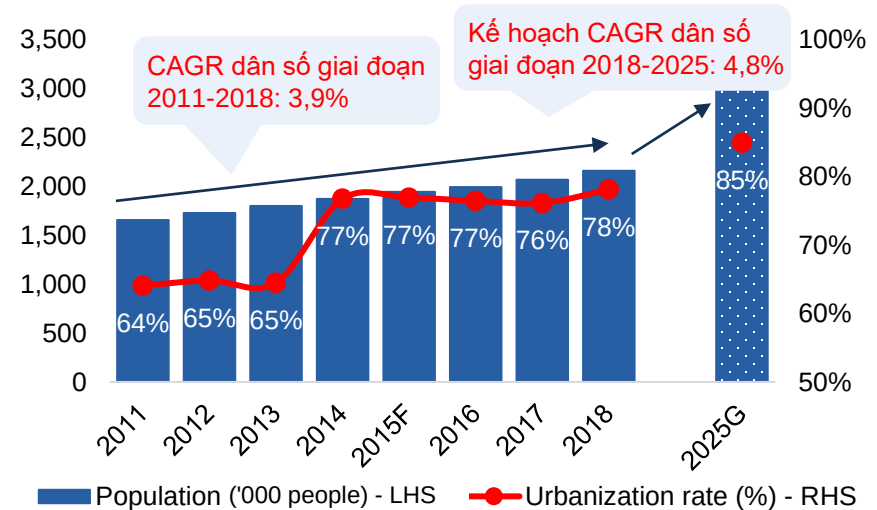
...và nhờ dòng vốn FDI cao. Bình Dương là tỉnh thu hút nguồn vốn FDI cao thứ 2 Việt Nam trong 20 năm qua.

Tập đoàn Lego công bố đầu tư 1 tỷ USD vào tỉnh Bình Dương trong năm 2022



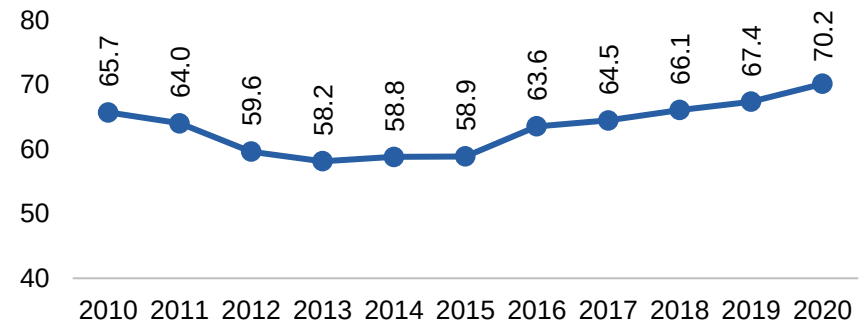
Nguồn: Vốn FDI đăng kí, Bộ Kế hoạch & Đầu tư, VCSC

...được hỗ trợ bởi dân số tăng và tốc độ đô thị hóa cao



Nguồn: Cục Thống kê tỉnh Bình Dương, VCSC

Chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh (PCI) của Bình Dương trong giai đoạn 2011-2020



Nguồn: Liên đoàn Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI), VCSC

Giá nước tại Bình Dương có tiềm năng tăng trưởng

- Ngày 22/02/2018, UBND tỉnh Bình Dương công bố Quyết định số 04/2018/QĐ-UBND, chấp thuận cho BWE tăng giá nước cho người tiêu thụ cuối cùng thêm khoảng 5%/năm trong giai đoạn 2018-2022. Sau quyết định này, TDM và BWE đã đạt thỏa thuận giá bán buôn của TDM cho BWE cũng tăng 5%/năm.
- Trong tháng 5/2022, UBND tỉnh Bình Phước công bố Quyết định 08/2022/QĐ-UBND phê duyệt biểu giá nước mới cho giai đoạn 2022-2026. Giá nước được phê duyệt tăng với CAGR 6% trong giai đoạn 2022-2026. Dựa theo quyết định mới, giá nước năm 2022 cho các khách hàng công nghiệp tại tỉnh Bình Phước là 14.233 đồng/m³, cao hơn khoảng 9% so với tỉnh Bình Dương. Do đó, biểu giá này có thể hỗ trợ BWE/TDM trong việc yêu cầu giá nước cao hơn (3% mỗi năm) ở Bình Dương trong giai đoạn 2024-2028.

Giá nước cho người tiêu thụ cuối cùng (VND/m³)

VND/m ³	2018	2019	2020	2021	2022
Dân cư (hộ gia đình)	8.500	9.000	9.500	10.000	10.500
YoY		5,9%	5,6%	5,3%	5,0%
Sản xuất					
- Bán lẻ	11.500	12.000	12.600	13.200	13.800
YoY		4,3%	5,0%	4,8%	4,5%
- Bán buôn	10.800	11.300	11.800	12.500	13.100
YoY		4,6%	4,4%	5,9%	4,8%

Nguồn: Quyết định số 04/2018/QĐ-UBND của UBND tỉnh Bình Dương (ngày 22/02/2018), VCSC

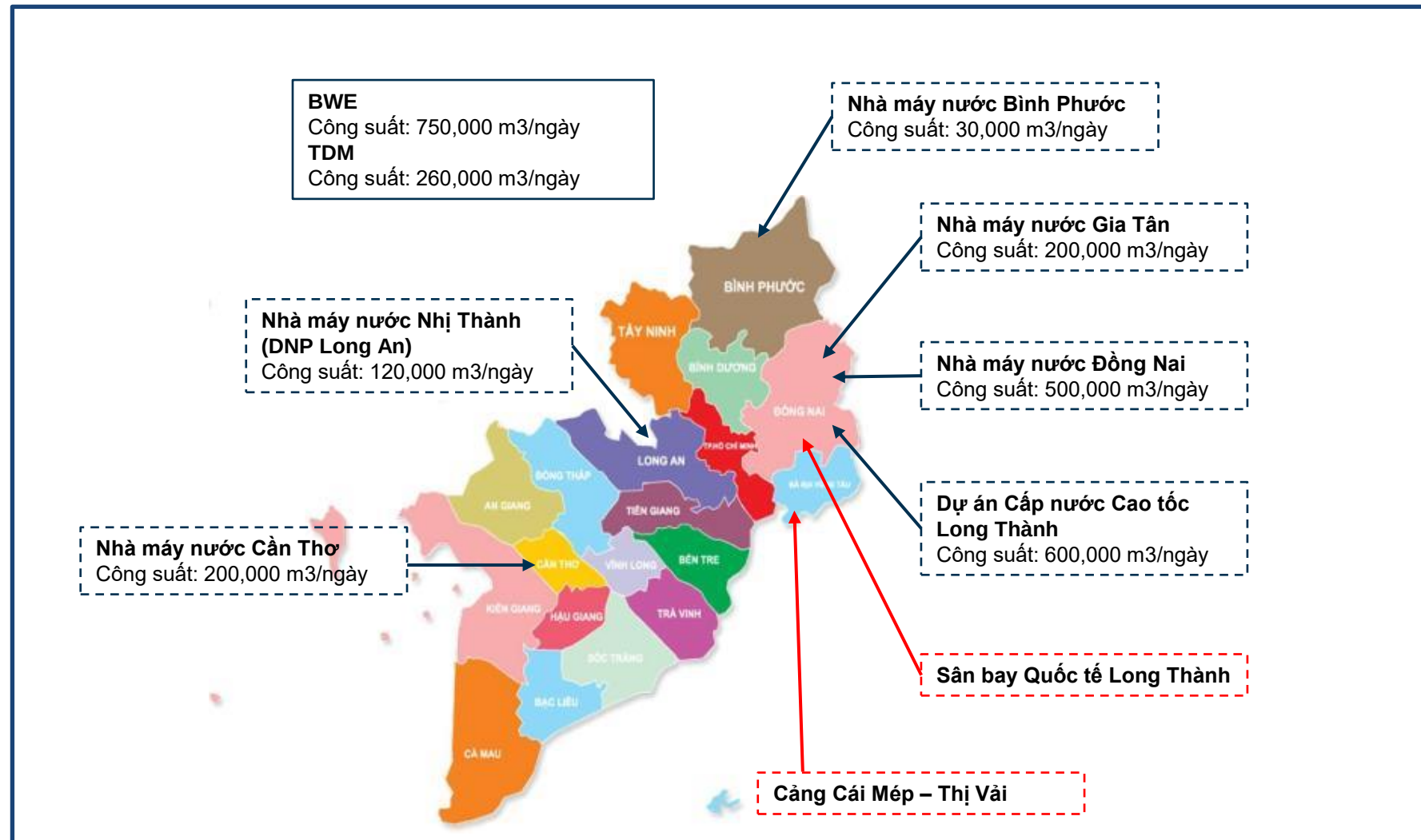
Giá nước tại tỉnh Bình Dương so với các tỉnh/thành phố khác năm 2022 (đồng/m³)

VND/m ³	Bình Phước	Bình Dương	Bà Rịa-Vũng Tàu	Đồng Nai	TP. HCM
Dân cư	7.813-14.400 theo bậc thang	10.500	4.500-12.500 theo bậc thang	5.800-12.800 theo bậc thang	6.700-14.400 theo bậc thang
KCN (giá bán buôn)	14.233	13.100	11.500	10.300	12.100

Nguồn: BWE, VCSC. Lưu ý: Giá trên chưa bao gồm VAT (5%) và phí bảo vệ môi trường (10%)

BWE & TDM đang mở rộng ra ngoài phạm vi tỉnh Bình Dương

Vị trí của dự án cấp nước cho Cao tốc Long Thành và Nhà máy cấp nước Gia Tân tại tỉnh Đồng Nai

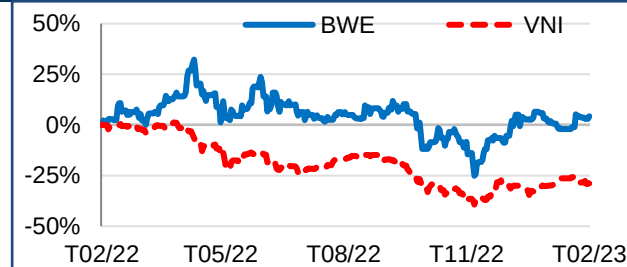


Nguồn: BWE, TDM, VCSC

BWE – Mạng nước dân dụng dự báo hỗ trợ tăng trưởng sản lượng

Khuyến nghị*:	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	45.950 VND	TT DT YoY	11,7%	4,9%	14,9%	13,2%
Giá mục tiêu*:	50.700 VND	EPS YoY	-0,8%	14,7%	50,3%	30,9%
* Cập nhật ngày 14/02/2023		EPS cốt lõi YoY**	13,5%	6,9%	50,3%	30,9%
		LNST (tỷ đồng)	743	852	1.280	1.675
TL tăng:	+10,3%	EV/EBITDA	8,4x	7,3x	5,3x	4,0x
Lợi suất cổ tức:	2,8%	P/E	13,3x	12,5x	8,3x	6,4x
Tổng mức sinh lời:	13,2%	DPS (đồng/CP)	1.300	1.400	1.500	1.600

Ngành:	Tiện ích		BWE	Peers	VNI
GT vốn hóa:	372tr USD	P/E (trượt)	13,3x	18,6x	13,7x
Room KN:	145tr USD	P/B	1,6x	1,3x	1,7x
GTGD/ngày (30n):	0,2tr USD	Nợ ròng/CSH	63,6%	53,3%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	17,6%	8,1%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	193 tr	ROA	7,8%	4,0%	2,2%
Pha loãng:	193 tr	(**) EPS pha loãng			



Tổng quan công ty:

BWE là công ty phân phối nước lớn thứ hai tại Việt Nam với tổng công suất 750.000 m³/ngày tính đến năm 2020. BWE sở hữu chuỗi giá trị môi trường hoàn chỉnh từ sản xuất và phân phối nước sạch (80% LN gộp) đến xử lý chất thải. BWE cũng hoạt động trong ngành xử lý nước thải, dịch vụ tang lễ và điện mặt trời áp mái.

Chúng tôi có quan điểm tích cực về triển vọng tăng trưởng của BWE do BWE là một trong những công ty hàng đầu ngành nước tại Việt Nam. BWE hiện đang mở rộng mạng lưới cấp nước ra ngoài tỉnh Bình Dương sang Đồng Nai và Long An cũng như thành phố Cần Thơ. Công ty cũng sở hữu tỷ lệ thất thoát hiệu quả xếp hạng 3 trong khu vực Châu Á – TBD.

BWE sẵn sàng hưởng lợi từ đà tăng trưởng nhu cầu nước tích cực tại tỉnh Bình Dương với nhu cầu nước dân dụng và công nghiệp theo kế hoạch với CAGR khoảng 12% trong 5 năm tới – gấp đôi so với mức tăng trưởng nhu cầu nước hàng năm của Việt Nam.

BWE hiện đang xin tăng giá nước tại tỉnh Bình Dương với mức tăng 3%/năm trong giai đoạn 2024-2028.

BWE đặt kế hoạch M&A với CTCP Đầu tư Hạ tầng Nước DNP – Long An. Ngày 08/02/2023, BWE công bố nghị quyết HĐQT để mua lại 20%-100% cổ phần tại CTCP Đầu tư Hạ tầng Nước DNP – Long An (DNP Long An Water), công ty hiện sở hữu nhà máy xử lý nước Nhị Thành với công suất 60.000 m³/ngày cấp nước cho các KCN tại tỉnh Long An. DNP Long An Water cũng sở hữu quỹ đất với diện tích đủ lớn để nâng công suất lên gấp đôi đạt 120.000 m³/ngày – tương đương khoảng 15% công suất của BWE.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST báo cáo năm 2023 đạt 15% YoY nhờ (1) tăng trưởng LNST 8% YoY từ mạng cấp nước, (2) HĐKD tích cực từ mạng xử lý rác thải do chúng tôi duy trì giả định biểu giá xử lý rác thải dân dụng tăng 10% YoY, và (3) lỗ tỷ giá giảm so với cùng kỳ.

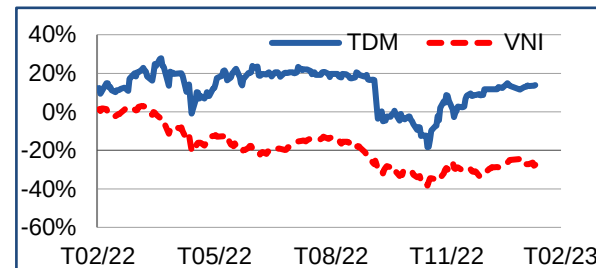
BWE hiện có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2023 là 12,5 lần, tương ứng PEG là 0,4 dựa theo dự phóng CAGR EPS giai đoạn 2022-2025 khoảng 30%.

Yếu tố hỗ trợ: M&A thành công với các công ty nước Long An

Rủi ro: Sản lượng nước thương phẩm thấp hơn dự kiến nếu các hoạt động sản xuất có diễn biến kém tích cực.

TDM – Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2023

Khuyến nghị*:	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	37.300 VND	TT DT YoY	14,9%	15,4%	15,4%	15,4%
Giá mục tiêu*:	44.600 VND	TT EPS YoY	-32,9%	39,3%	25,9%	19,2%
* Cập nhật ngày 14/02/2023		EPS cốt lõi YoY**	34,1%	7,4%	25,9%	19,2%
		LNST (tỷ đồng)	220	338	425	507
TL tăng:	19,6%	DPS (đồng/CP)	1.300	1.400	1.500	1.600
Lợi suất cổ tức:	3,5%	EV/EBITDA	10,1x	9,1x	7,3x	5,8x
Tổng mức sinh lời:	23,1%	P/E	18,4x	13,2x	10,5x	8,8x



Ngành:	Tiện ích		TDM	Peers	VNI
GT vốn hóa:	157tr USD	P/E (trượt) ¹	18,4x	18,6x	13,7x
Room KN:	54tr USD	P/B (cốt lõi)	1,9x	1,3x	1,7x
GTGD/ngày (30n):	0,2tr USD	Nợ ròng/CSH	12,9%	53,3%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	11,6%	8,1%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	100 tr	ROA	9,1%	4,0%	2,2%
Pha loãng:	100 tr	(**) Không bao gồm các khoản mục bất thường			

Tổng quan công ty:

TDM là công ty nước tư nhân tại tỉnh Bình Dương (khu kinh tế trọng điểm ở miền Nam). TDM đạt công suất 260.000 m3/ngày tính đến năm 2021. Công ty sở hữu 37% cổ phần tại công ty nước lớn nhất và có trọn vẹn chuỗi giá trị nước tại tỉnh Bình Dương (BWE).

TDM sở hữu 37,4% cổ phần tại BWE – công ty ngành nước lớn thứ 3 Việt Nam tại tỉnh Bình Dương.

TDM sở hữu quỹ đất dồi dào để mở rộng công suất. TDM sở hữu quỹ đất để nâng công suất nhà máy nước Dĩ An từ 200.000 m3/ngày lên 500.000 m3/ngày trong dài hạn. Công ty cũng có cơ hội nâng công suất nhà máy nước Bàu Bàng từ 60.000 lên 160.000 m3/ngày trong dài hạn.

Chúng tôi kỳ vọng TDM sẽ ghi nhận đà tăng trưởng mạnh mẽ và tăng lợi suất cổ tức. Chúng tôi dự phóng CAGR EPS giai đoạn 2022-2025 là 32% nhờ tăng trưởng nhu cầu nước ở mức 2 chữ số, dự báo giá nước tăng 3%/năm trong giai đoạn 2024-2027 và hoạt động mở rộng công suất. Chúng dự báo DPS sẽ tăng đạt 1.400/1.500 đồng trong các năm 2023/2024.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS năm 2023 đạt khoảng 40% YoY nhờ tăng trưởng sản lượng nước thương phẩm đạt 13% đến từ nhu cầu nước dân dụng ổn định và ghi nhận thu nhập cổ tức từ BWE (so với không ghi nhận cổ tức trong năm 2022).

TDM sẽ tiến hành phát hành thêm 10 triệu cổ phiếu trong nửa đầu năm 2023. Mục đích chính của đợt phát hành này là để đầu tư vào các công ty nước tại Cần Thơ, cũng như đầu tư vào CTCP Cấp nước Đồng Nai (UPCoM: DNW).

TDM hiện có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2023 là 13,2 lần, tương ứng PEG là 0,4 lần dựa theo dự báo CAGR LNST báo cáo là 32% trong giai đoạn 2022-2025.

Yếu tố hỗ trợ: Tiếp tục các hoạt động M&A; giá phát hành cao hơn dự kiến.

Rủi ro: Sản lượng thấp hơn dự kiến do hoạt động sản xuất công nghiệp kém tích cực hơn dự kiến.

Q&A

Ngành Dầu khí

1. Chúng tôi dự báo giá dầu thô ở mức 75-90 USD/thùng trong giai đoạn 2023-2027 sẽ hỗ trợ phát triển các dự án dầu khí trong nước
2. Sự chuyển dịch cơ cấu sang LNG tại Việt Nam
3. Việt Nam có nhu cầu cao với các sản phẩm xăng dầu
4. Giá urê kỳ vọng đi ngang thời gian tới, hỗ trợ giá cổ phiếu của các công ty sản xuất phân bón

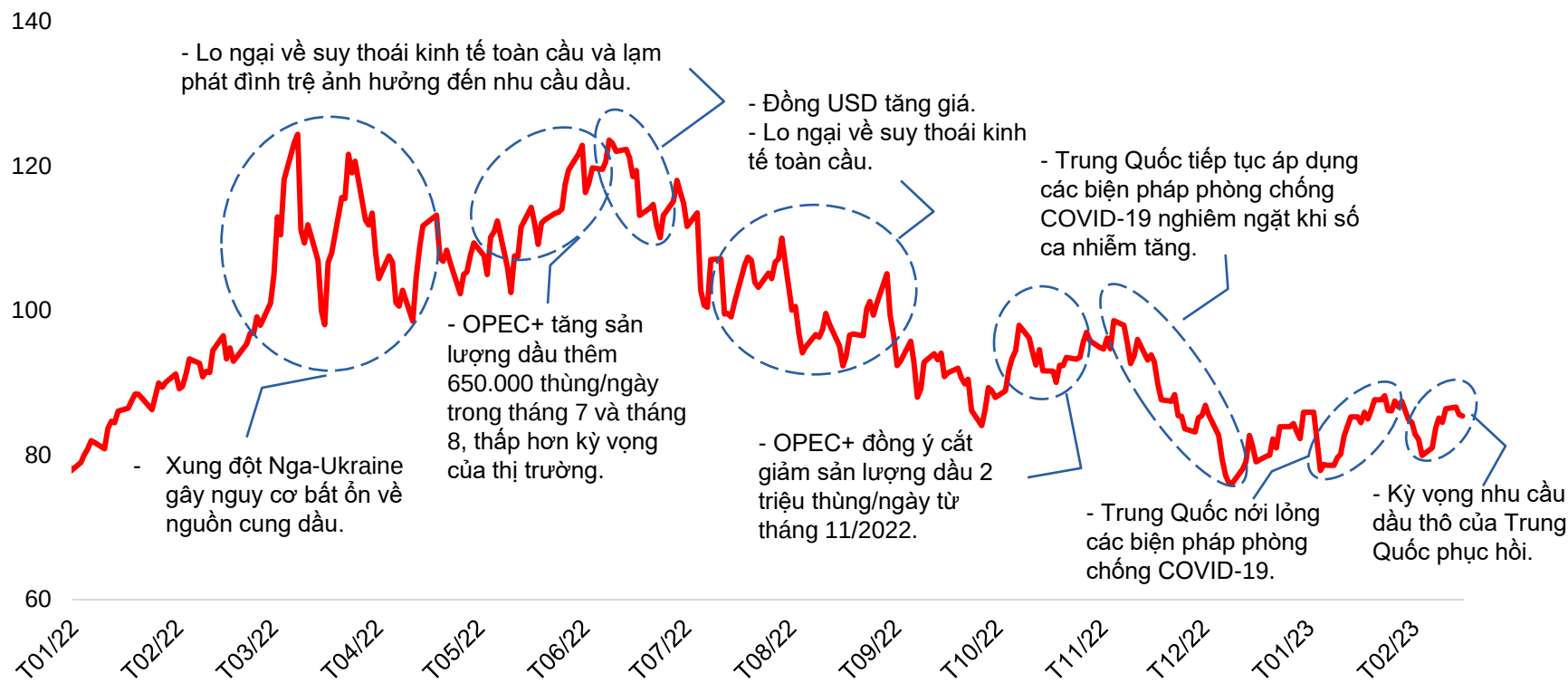
03/2023

VCSC RESEARCH

Giá dầu Brent đã giảm từ mức đỉnh nhưng vẫn duy trì ở mức cao do kỳ vọng nhu cầu dầu thô của Trung Quốc phục hồi

- Xung đột Nga – Ukraine gây nguy cơ thiếu hụt nguồn cung dầu thô, nâng giá dầu lên mức cao kỷ lục trong 13 năm vào tháng 3/2022. Lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu trong năm 2023 và các biện pháp phòng chống dịch COVID-19 nghiêm ngặt tại Trung Quốc đã tạo áp lực lên giá dầu trong nửa cuối năm 2022.
- Giá dầu thô phục hồi vào đầu năm 2023 do kỳ vọng nhu cầu dầu thô của Trung Quốc phục hồi sau khi quốc gia này mở cửa trở lại.
- Giá dầu Brent trung bình tính từ đầu năm đến ngày 20/03/2023 là 83 USD/thùng – thấp hơn 8% so với giả định của chúng tôi là 90 USD/thùng. Giả định giá dầu Brent năm 2023 của chúng tôi cao hơn 3% so với dự báo đồng thuận của Bloomberg. Tuy nhiên, giả định của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2027 là 75 USD/thùng thấp hơn 6% so với dự báo đồng thuận của Bloomberg.

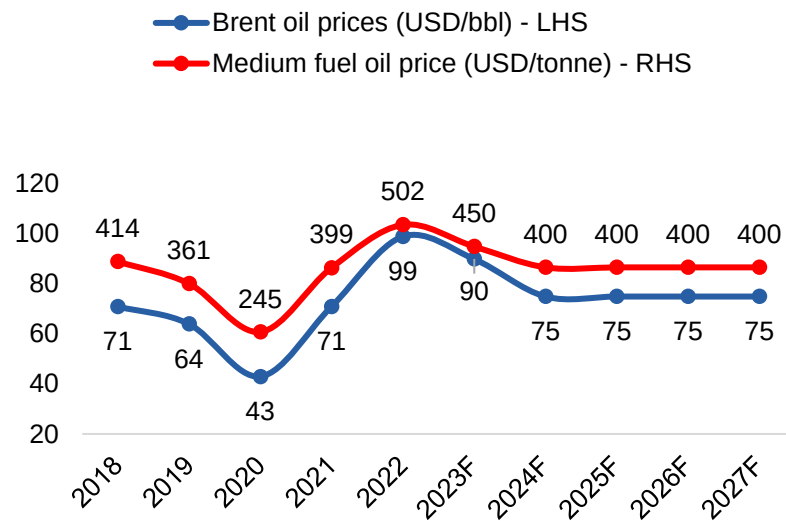
Diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng)



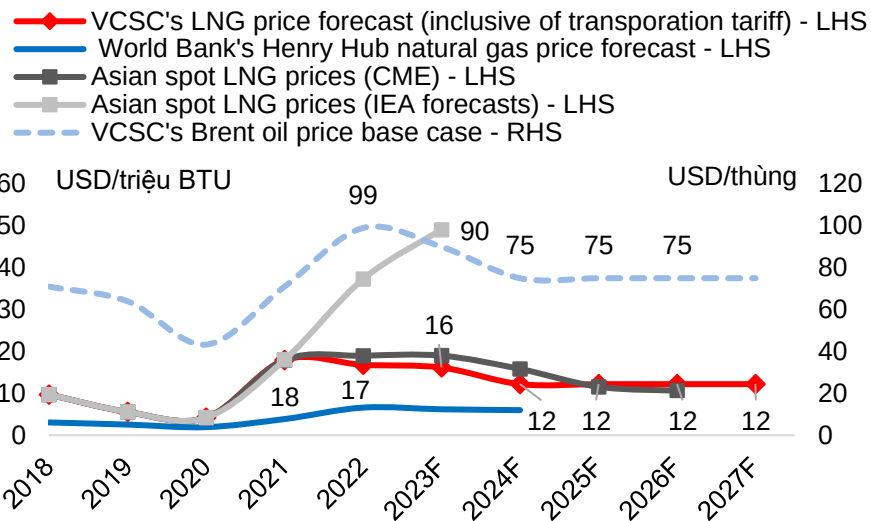
Nguồn: Bloomberg, VCSC

Chúng tôi duy trì dự báo giá dầu Brent ở mức 90 USD/thùng trong năm 2023 và 75 USD/thùng trong giai đoạn 2024-2027

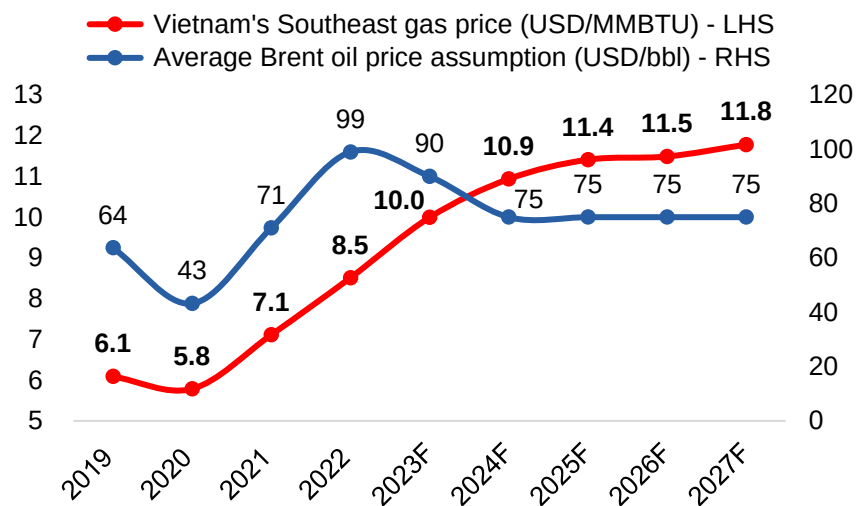
Các giả định cơ sở giá dầu Brent và dầu nhiên liệu (FO) của VCSC



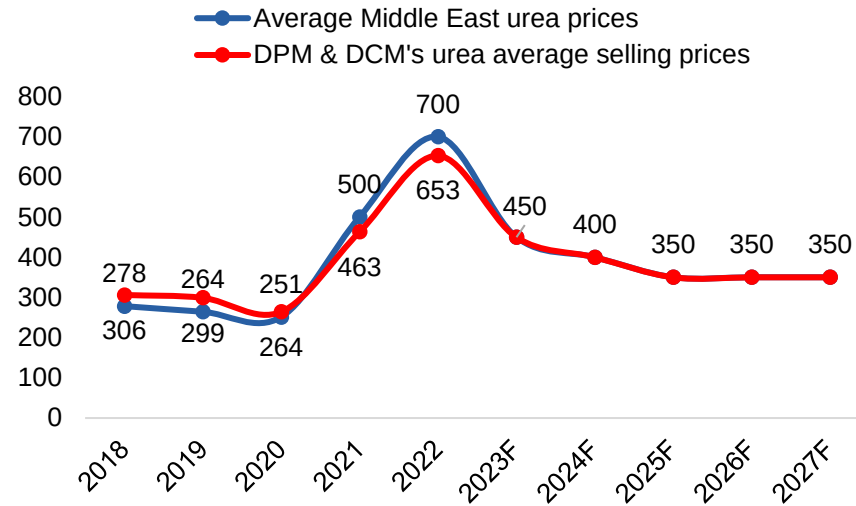
Dự báo giá dầu Brent và giá LNG của VCSC



Giá khí tại khu vực Đông Nam Bộ



Dự báo giá urê của VCSC (USD/tấn)

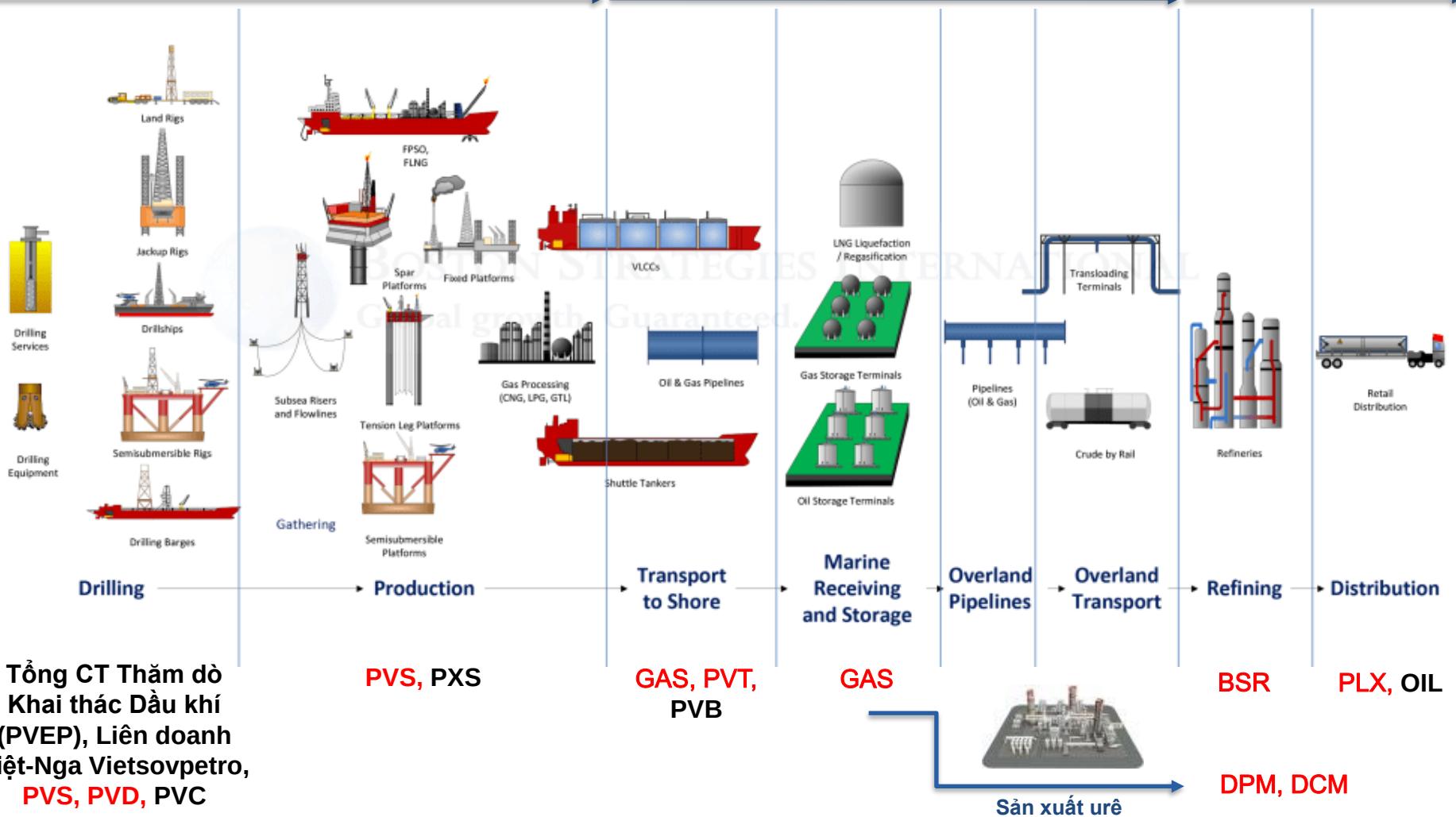


Chuỗi giá trị ngành Dầu khí

Thượng nguồn

Trung nguồn

Hạ nguồn



Nguồn: Boston Strategies International, VCSC. Lưu ý: Các mã cổ phiếu màu đỏ là các mã cổ phiếu thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi.



1. Chúng tôi dự báo giá dầu thô ở mức 75-90 USD/thùng trong giai đoạn 2023-2027 sẽ hỗ trợ phát triển các dự án dầu khí trong nước

Trữ lượng dầu khí được chứng minh của Việt Nam so với một số quốc gia khác trong khu vực

Trung Quốc:

- Dầu: 26,0
- Khí: 8.400

Ấn Độ:

- Dầu: 4,5
- Khí: 1.300

Thái Lan:

- Dầu: 0,3
- Khí: 100

Úc:

- Dầu: 2,4
- Khí: 2.400

Đơn vị:

Trữ lượng dầu đã được chứng minh: tỷ thùng

Trữ lượng khí đã được chứng minh: tỷ m³

Việt Nam:

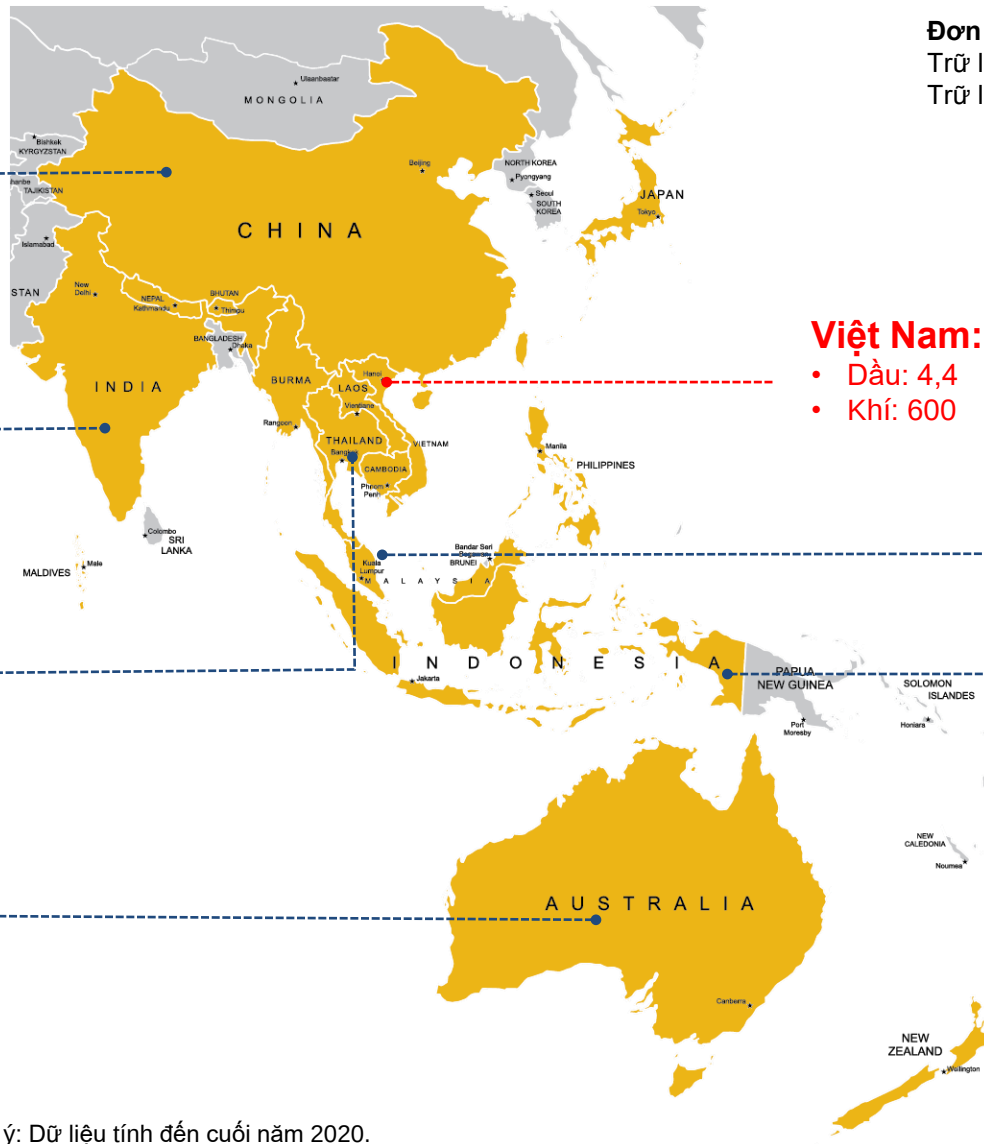
- Dầu: 4,4
- Khí: 600

Malaysia:

- Dầu: 2,7
- Khí: 900

Indonesia:

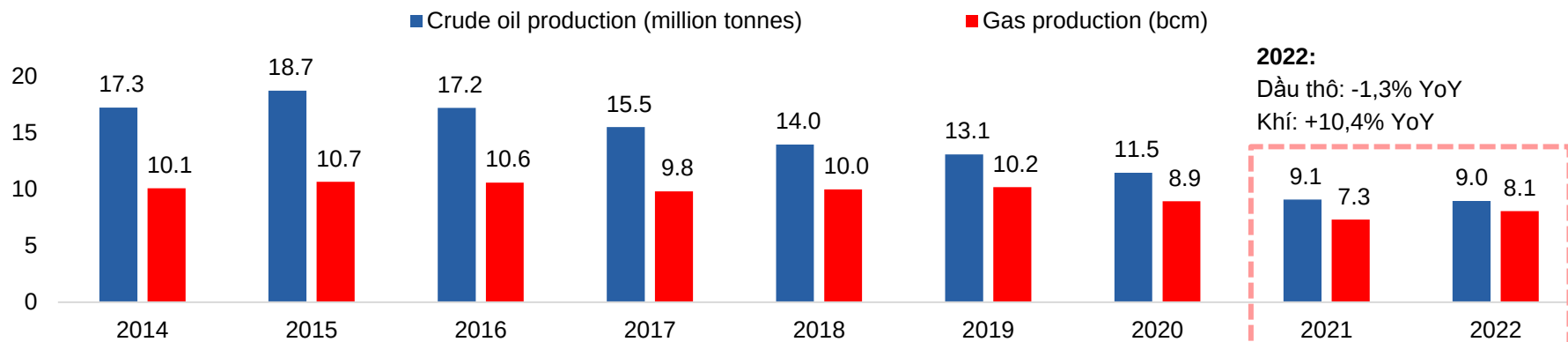
- Dầu: 2,4
- Gas: 1.300



Nguồn: BP Statistics, VCSC. Lưu ý: Dữ liệu tính đến cuối năm 2020.

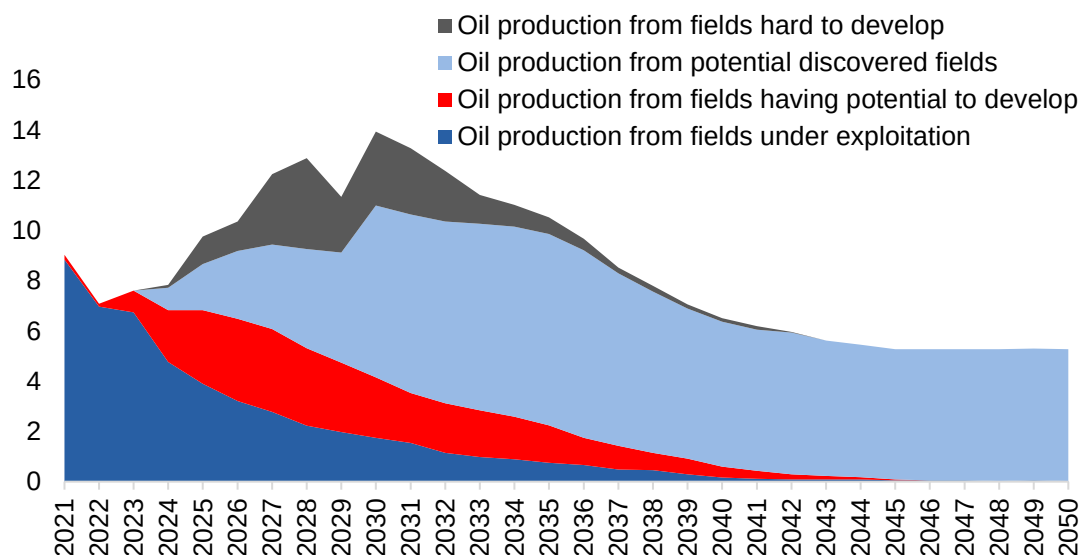
Triển vọng hoạt động thăm dò & khai thác dầu khí (E&P) của Việt Nam

Hoạt động khai thác dầu khí tại Việt Nam



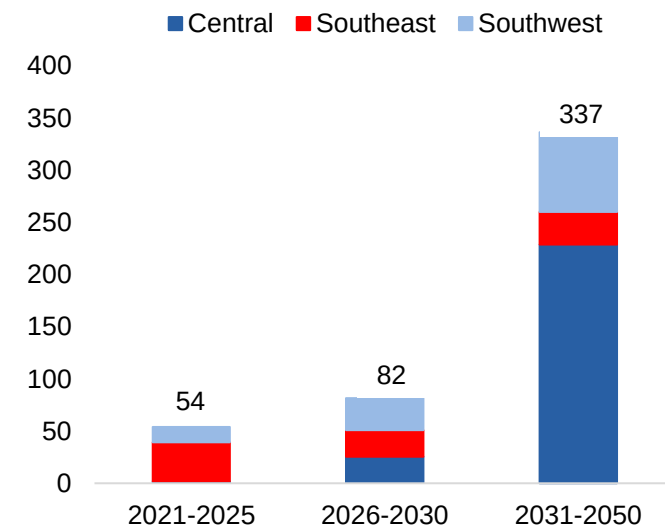
Nguồn: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), Tổng cục Thống kê (TCTK), VCSC

Triển vọng hoạt động khai thác dầu thô tại Việt Nam (triệu m3)



Nguồn: Dự thảo Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia thời kỳ 2021-2030 (bản thảo tháng 9/2022), VCSC

Triển vọng khai thác khí của Việt Nam (tỷ m3)



Luật Dầu khí sửa đổi sẽ khuyến khích đầu tư vào các dự án mới

Những điểm mới trong Luật Dầu khí sửa đổi so với Luật Dầu khí cũ

	Luật Dầu khí cũ	Luật Dầu khí sửa đổi	Nhận xét
Kéo dài thời gian của hợp đồng dầu khí	Không quá 25 năm.	Không quá 30 năm.	Cho phép nhà đầu tư linh hoạt hơn trong việc quyết định thời gian đầu tư; khuyến khích đầu tư dài hạn.
Ưu đãi thuế	Không có quy định về thuế suất ưu đãi cho các dự án đặc biệt.	Đối với lô/mỏ dầu khí được hưởng chính sách ưu đãi/ưu đãi đầu tư đặc biệt, thuế TNDN là 25%/32% và thuế xuất khẩu dầu thô là 5%/10%.	Giảm gánh nặng thuế cho các nhà đầu tư và khuyến khích đầu tư vào các dự án dầu khí.
Quy định về tỷ lệ thu hồi chi phí và chia sẻ lợi nhuận	Tỷ lệ thu hồi chi phí và tỷ lệ phân chia lợi nhuận được thỏa thuận và ghi rõ trong hợp đồng dầu khí.	Tỷ lệ thu hồi chi phí tối đa đối với các hợp đồng dầu khí được hưởng chính sách đầu tư ưu đãi và nhận chính sách đầu tư ưu đãi đặc biệt lần lượt là 70% và 80%. Theo các chuyên gia trong ngành, tỷ lệ thu hồi chi phí trong Luật Dầu khí sửa đổi cao hơn tỷ lệ cũ. Các chuyên gia trong ngành kỳ vọng tỷ lệ phân chia lợi nhuận (50%-80%) giữa Việt Nam và các nhà đầu tư nước ngoài sẽ cao hơn.	Tạo môi trường kinh doanh thuận lợi hơn cho các nhà đầu tư vì tỷ lệ thu hồi chi phí cao hơn sẽ cho phép các nhà đầu tư thu hồi được nhiều chi phí đầu tư và chi phí hoạt động hơn.

Nguồn: Quốc hội Việt Nam, VCSC

Giá dầu & LNG cao sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc phát triển các dự án khí trong nước

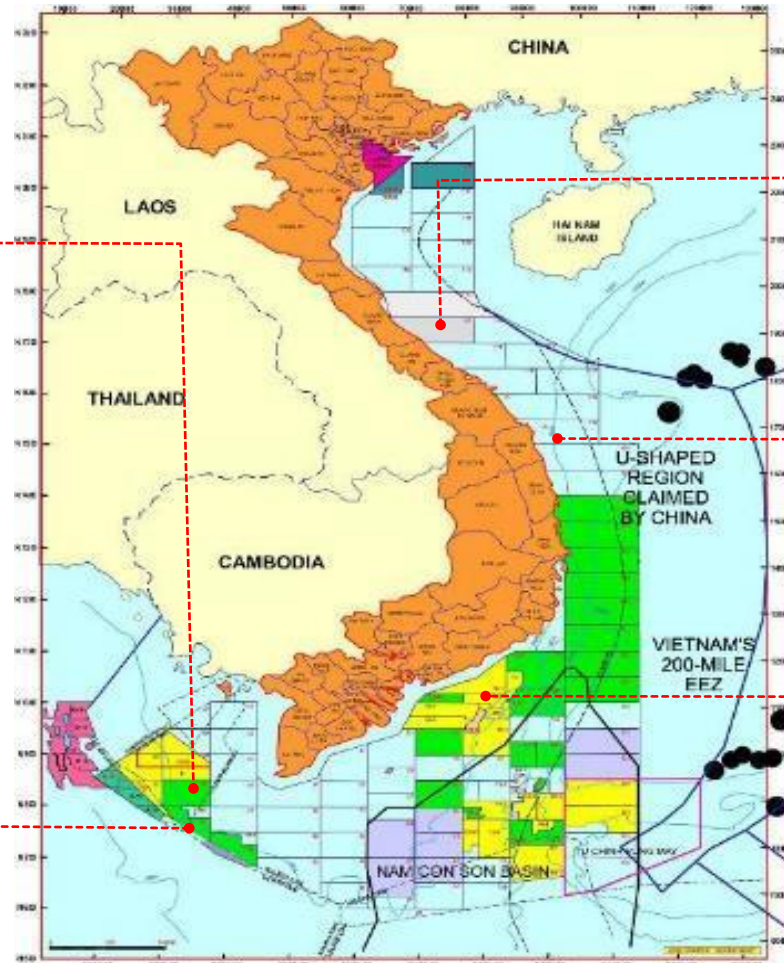
- Chúng tôi kỳ vọng giá dầu ở mức 75-90 USD/thùng sẽ hỗ trợ việc phát triển các dự án khí dài hạn mới trong nước và tổng vốn XDCB tối thiểu ước tính đạt 11 tỷ USD.
- Dự án khí Lô B ghi nhận nhiều tiến triển nhỏ. Chúng tôi hiện giả định mỏ khí này sẽ đón dòng khí đầu tiên vào năm 2028.
- Chúng tôi giả định dự án Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B và Cá Voi Xanh sẽ lần lượt đón dòng khí đầu tiên vào năm 2026 và 2030.

Lô B:

- NĐT: PVN
- Trữ lượng khí: 170 tỷ m³
- Vốn XDCB: 10 tỷ USD **
- Dòng khí đầu tiên: 2028
- Bắt đầu EPC: 2024
- Các diễn biến mới:
 1. Chính phủ đã ban hành Nghị định 114/2021/NĐ-CP mở đường cho nhà máy điện Ô Môn III nhận vốn ODA.
 2. NĐT Nhật Bản tại mỏ Lô B đồng ý không nhận điều khoản đảm bảo của Chính phủ.
 3. Bộ Công Thương cho biết dự án Lô B (1) sẽ nhận được quyết định đầu tư cuối cùng (FID) trễ nhất vào tháng 6/2023 và (2) đón dòng khí đầu tiên trễ nhất vào quý 4/2026.

Nam Du – U Minh:

- NĐT: Jadestone
- Trữ lượng khí: 21 tỷ m³
- Dòng khí đầu tiên: 2026
- Bắt đầu EPC: N/A



Kèn Bầu:

- NĐT: Eni Vietnam B.V.
- Trữ lượng khí: 200-250 tỷ m³ *
- Vốn XDCB: N/A *

Cá Voi Xanh:

- NĐT: ExxonMobil
- Trữ lượng khí: 150 tỷ m³
- Vốn XDCB: 10 tỷ USD **
- Dòng khí đầu tiên: 2030
- Bắt đầu EPC: 2025

Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2B:

- NĐT: PVEP
- Trữ lượng khí: 24 tỷ m³
- Vốn XDCB: 2 tỷ USD
- Dòng khí đầu tiên: 2026
- Bắt đầu EPC: 2023

PVS, PVD & GAS được hưởng lợi chính từ các dự án khí mới trong nước

Việc làm cho các công ty dầu khí từ các dự án khí trong nước

Theo thứ tự các công ty được hưởng lợi nhiều nhất từ các dự án này

Công ty và tiềm năng việc làm	Sự Tử Trắc – Giai đoạn 2	Lô B	Cá Voi Xanh	
GAS	Đầu tư đường ống và vận chuyển khí	Đầu tư đường ống và vận chuyển khí	Không	
PVS	1 CPP + nhiều WHP	1 CPP + 46 WHP	1 WHP	
PVD	1 giàn JU	Cung cấp các giàn khoan và các dịch vụ kỹ thuật giếng khoan	1 giàn bán chìm	
Vietsovpetro & PXS	1 CPP + nhiều WHP (nhà thầu phụ)	1 CPP + nhiều WHP (nhà thầu phụ)	1 WHP (nhà thầu phụ)	
PVB	Bọc đường ống		Bọc đường ống	
PVC		Hóa chất và dung dịch khoan		
Giá trị hợp đồng (triệu USD)	Sự Tử Trắc – Giai đoạn 2	Lô B	Cá Voi Xanh	Tổng vốn XD CB (triệu USD)
GAS	350	1.118 (*)	N/A	
PVS	275	500	830	
PVD	45	N/A		
PVB	17	152		
Vietsovpetro & PXS	100	1.271	Chưa đủ dữ liệu để ước tính	
PVC	15	335		
Các công ty khác	1.548	747		
Tổng vốn XD CB (triệu USD)	2.000	4.123	4.600	10.723

Nguồn: VCSC. Ghi chú: (*) GAS có 51% cổ phần trong đường ống dẫn khí; CPP: giàn xử lý trung tâm; WHP: giàn đầu giếng; JU: giàn khoan tự nâng; PXS: CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí; PVB: CTCT Bọc ống Dầu khí Việt Nam; PVC: Tổng Công ty Hóa chất và Dịch vụ Dầu khí.

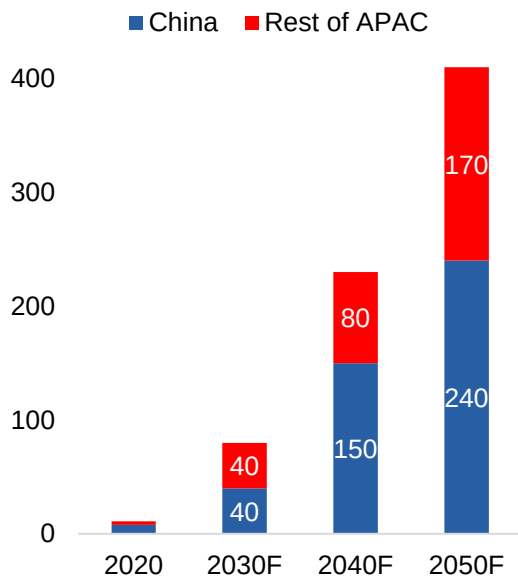
PVS – Một trong những nhà thầu M&C tiên phong của lĩnh vực điện gió ngoài khơi toàn cầu

Xu hướng điện gió ngoài khơi trên toàn cầu. McKinsey dự báo công suất điện gió lắp đặt toàn cầu sẽ tăng từ 40 GW trong năm 2020 lên 630 GW vào năm 2050. Đáng chú ý, McKinsey kỳ vọng khu vực Châu Á – Thái Bình Dương sẽ là khu vực có tiềm năng tăng trưởng dài hạn lớn nhất với công suất điện gió ngoài khơi tăng 37 lần đạt 410 GW vào năm 2050.

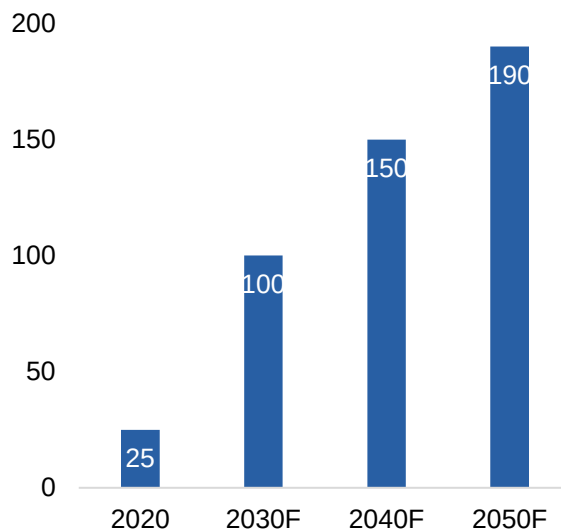
Orsted — nhà phát triển điện gió ngoài khơi hàng đầu thế giới — hiện sở hữu các trang trại điện gió ngoài khơi với tổng công suất 1 GW và đặt mục tiêu phát triển trang trại điện gió ngoài khơi với tổng công suất 6,5 GW tại Đài Loan.

Dự báo công suất lắp đặt điện gió ngoài khơi (GW), kịch bản cơ sở năm 2021

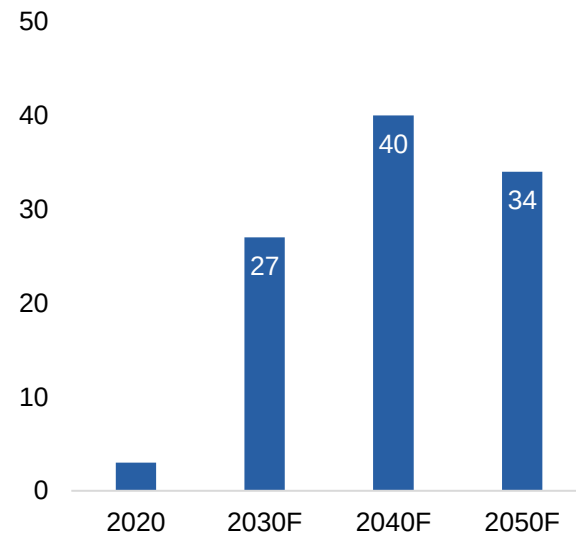
Châu Á – Thái Bình Dương
CAGR 2020-2050: 13%



Châu Âu, Trung Đông và Châu Phi
CAGR 2020-2050: 7%



Châu Mỹ
CAGR 2020-2050: 8%



Nguồn: McKinsey, VCSC

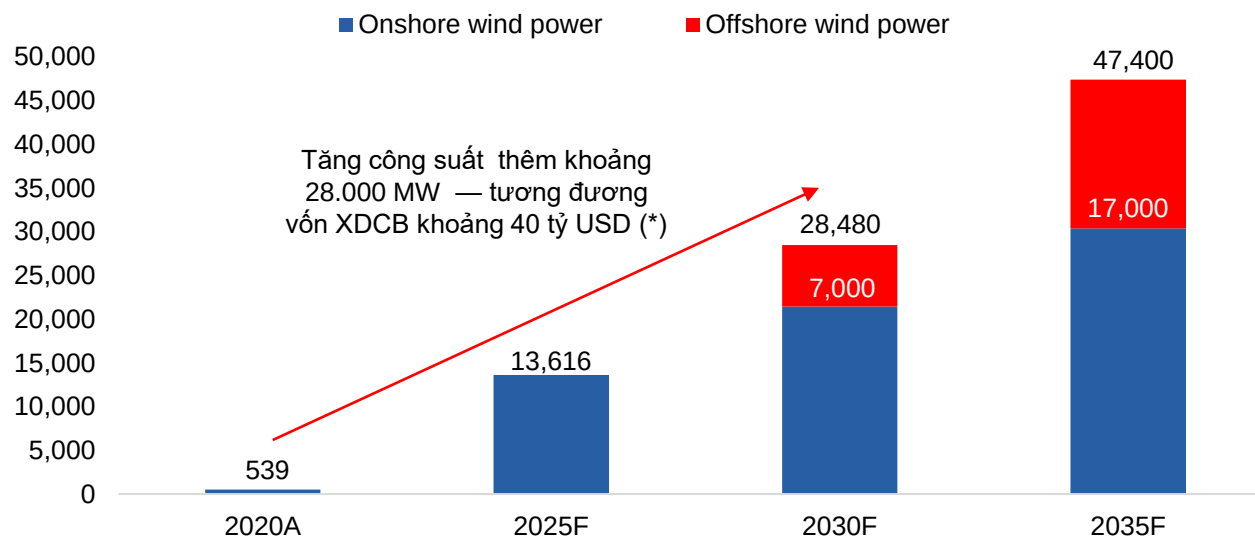
PVS là đơn vị hưởng lợi trực tiếp từ Quy hoạch Điện VIII

Chúng tôi kỳ vọng Quy hoạch Điện VIII sẽ được phê duyệt trong năm 2023. Trong dự thảo Quy hoạch Điện VIII tháng 11/2022, Chính phủ đặt mục tiêu nâng công suất điện gió từ năm 2020 đến năm 2030 thêm khoảng 28.000 MW (quy mô đầu tư khoảng 40 tỷ USD). Chúng tôi lưu ý rằng dự thảo tháng 11/2022 đặt kế hoạch tăng công suất điện gió của Việt Nam sẽ tăng 53 lần trong giai đoạn 2020-2030, cao hơn 30% so với dự thảo tháng 11/2021. Đáng chú ý, Chính phủ đặt kế hoạch nâng công suất điện gió ngoài khơi lên 7.000 MW (quy mô đầu tư khoảng 14 tỷ USD) vào năm 2030.

Các công ty nước ngoài có kế hoạch phát triển các dự án điện gió ngoài khơi tại Việt Nam. Sumitomo Corporation của Nhật Bản lên kế hoạch vận hành trang trại điện gió ngoài khơi tại Việt Nam với công suất 500-1.000 MW vào năm 2030. Renova, một công ty Nhật Bản khác, cũng đã ký Biên bản ghi nhớ (MoU) với PetroVietnam để hợp tác phát triển nhà máy điện gió ngoài khơi với công suất 2.000 MW trong tương lai. PTSC M&C – công ty con của PVS – đã ký MoU với Orsted vào tháng 8/2022 về việc hợp tác phát triển các dự án điện gió ngoài khơi tại Việt Nam.

Sembcorp: Trong tháng 02/2023, PVS đã ký Thỏa thuận Phát triển chung với công ty Sembcorp của Singapore để phát triển các dự án điện gió ngoài khơi (công suất ban đầu 2.300MW với vốn đầu tư khoảng 5 tỷ USD) và xuất khẩu điện từ các trang trại điện gió này sang Singapore thông qua đường cáp ngầm cao thế dưới biển từ năm 2030. Thỏa thuận này là một phần trong chiến lược xuất khẩu điện của Việt Nam sang Singapore. Mặc dù dự án đặt ra một số thách thức đối với PVS, nhưng công ty cho rằng dự án này khả thi. Chúng tôi cho rằng thỏa thuận này sẽ thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng của PVS.

Dự báo sơ bộ của Bộ Công Thương về công suất điện gió của Việt Nam (MW)



Nguồn: Dự thảo Quy hoạch Điện VIII (11/2022), VCSC. Lưu ý: (*) Chúng tôi giả định vốn XDCB 2 triệu USD/MW cho dự án điện gió ngoài khơi và vốn XDCB 1,3 triệu/MW USD/MW cho dự án điện gió trên bờ.

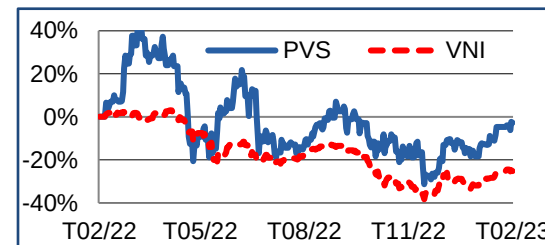
Tiềm năng Backlog * mảng M&C của PVS tính đến cuối năm 2022 là 4,8 tỷ USD

STT	Các hợp đồng Cơ khí dầu khí (M&C)	Giá trị hợp đồng	Doanh thu từ mảng M&C năm 2023	Backlog cuối năm 2022	Backlog cuối năm 2023
Các dự án ngoài khơi		4.228	533	3.892	3.360
1	Mỏ khí Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2 % hoàn thành mỗi năm	250	88 35%	250	163
2	Mỏ khí lô B % hoàn thành mỗi năm	500	0 0%	500	500
3	Mỏ khí Cá Voi Xanh % hoàn thành mỗi năm	830	0 0%	830	830
4	Gallaf Batch 3 (Qatar) % hoàn thành mỗi năm	380	171 45%	171	0
5	Shwe (Myanmar) % hoàn thành mỗi năm	200	90 45%	90	0
6	Điện gió ngoài khơi Hải Long (Đài Loan) % hoàn thành mỗi năm	68	34 50%	51	17
7	Các dự án điện gió ngoài khơi khác trong khu vực % hoàn thành mỗi năm	1.000	150 15%	1.000	850
8	Các dự án điện gió ngoài khơi tại Việt Nam % hoàn thành mỗi năm	1.000	0 0%	1.000	1.000
Các dự án trên bờ		932	103	932	829
1	Bồn chứa LPG Thị Vải % hoàn thành mỗi năm	32	13 40%	32	19
2	Kho cảng LNG Thị Vải – Giai đoạn 2 % hoàn thành mỗi năm	300	90 30%	300	210
3	Kho cảng LNG Thị Vải – Giai đoạn 3 % hoàn thành mỗi năm	300	0 0%	300	300
4	Kho cảng LNG Sơn Mỹ % hoàn thành mỗi năm	300	0 0%	300	300
Tổng (triệu USD)		5.160	635	4.824	4.188

Nguồn: VCSC. Ghi chú: (*) Backlog: Giá trị hợp đồng đã ký và sẽ ký.

PVS – Các dự án điện gió ngoài khơi dẫn dắt thời kỳ tăng trưởng mới của PVS

Khuyến nghị*:	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	25.600 VND	TT DT	15,6%	44,8%	25,3%	6,5%
Giá mục tiêu*:	30.600 VND	TT EPS ⁽¹⁾	-4,1%	3,4%	53,3%	16,8%
* cập nhật ngày 02/02/2023		TT EPS ⁽²⁾	28,5%	-3,0%	53,3%	16,8%
		LNST-CDTS (tỷ đồng) ⁽²⁾	773	750	1.149	1.342
TL tăng:	+19,5%	EV/EBITDA	11,2x	5,5x	2,5x	1,6x
Lợi suất cổ tức:	2,7%	P/B	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x
Tổng mức sinh lời:	+22,3%	P/E ⁽²⁾	18,0x	18,5x	12,1x	10,4x
Ngành:	Dầu khí		PVS	Peers ⁽³⁾	VNI	
GT vốn hóa:	514tr USD	P/E (trượt) ⁽²⁾	18,0x	10,3x	13,7x	
Room KN:	150tr USD	P/B (hiện tại)	1,0x	0,8x	1,7x	
CTGD/ngày (30n):	6,6tr USD	Nợ ròng/CSH	-71,7%	17,8%	N/A	
Cổ phần Nhà nước:	51,4%	ROE	6,1%	4,7%	14,0%	
SL cổ phiếu lưu hành:	478 tr	ROA	3,1%	1,4%	2,2%	
Pha loãng:	478 tr	(1) cốt lõi, (2) báo cáo				
PEG 3 năm	0,9	(3) trung vị các CT cùng ngành trong khu vực (P/E trung vị 5 năm)				



Tổng quan công ty

Là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty trong nước duy nhất cung cấp tất cả các dịch vụ kỹ thuật dầu khí (trừ dịch vụ khoan), PVS chiếm thị phần áp đảo ở các ngành liên quan, như thị phần dịch vụ Tàu kỹ thuật dầu khí (97%), cơ khí dầu khí, dịch vụ cần cẩu cảng (mảng cảng, 100%), và dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO, 60%). PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 18 tàu dịch vụ, 3 kho nổi FSO và 2 kho nổi FPSO.

Backlog của mảng Cơ khí dầu khí (M&C) tính đến cuối năm 2022 trị giá 4,8 tỷ USD sẽ hỗ trợ chu kỳ phục hồi của PVS. Backlog của mảng M&C chủ yếu gồm 1) các dự án khí quy mô trung bình như Gallaf (380 triệu USD) và Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2 (250 triệu USD), 2) các dự án khí lớn bao gồm Lô B (500 triệu USD) và Cá Voi Xanh (830 triệu USD), 3) các kho cảng LNG: Thị Vải – Giai đoạn 2 & 3 và Sơn Mỹ (mỗi hợp đồng trị giá 300 triệu USD), 4) các dự án điện gió ngoài khơi trong khu vực (1 tỷ USD) và trong nước (1 tỷ USD).

PVS có tiềm năng tăng trưởng lớn từ các dự án điện gió ngoài khơi. Chúng tôi có quan điểm lạc quan về triển vọng cơ hội việc làm trong ngắn hạn của PVS từ các dự án điện gió ngoài khơi nước ngoài. Vốn là nhà thầu dầu khí ngoài khơi nổi tiếng ở châu Á với các dịch vụ trọn gói, PVS có vị thế tốt để hưởng lợi từ xu thế phát triển điện gió ngoài khơi toàn cầu – đặc biệt là khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, khu vực có tiềm năng tăng trưởng lớn nhất trong dài hạn. Trong khi đó, tiềm năng tăng trưởng dài hạn của PVS sẽ đến từ các dự án điện gió ngoài khơi trong nước. Dự thảo Quy hoạch Điện VIII tháng 11/2022 đặt mục tiêu nâng công suất điện gió của Việt Nam tăng 53 lần trong giai đoạn 2020-2030. Chúng tôi kỳ vọng Quy hoạch Điện VIII sẽ được phê duyệt trong năm 2023, điều này sẽ mang lại cơ hội việc làm cho các dự án điện gió ngoài khơi trong nước cho PVS trong dài hạn.

Các liên doanh kho nổi (FSO/FPSO) mang lại dòng tiền ổn định. PVS có 5 kho nổi FSO/FPSO với các hợp đồng dự kiến dài hạn và giá thuê ngày ổn định sẽ mang lại dòng tiền ổn định. Chúng tôi kỳ vọng các liên doanh này sẽ mang lại lợi nhuận ròng trung bình là 340 tỷ đồng (tương đương 27% của LNST sau lợi ích CDTS của PVS) trong giai đoạn 2023-2027.

Năng lực tài chính mạnh mẽ. PVS hiện sở hữu số dư tiền mặt ròng là 8,7 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ nợ ròng/CSH là -71,7% tính đến cuối năm 2022, hỗ trợ mở rộng quy mô và dự phóng cổ tức tiền mặt của chúng tôi ở mức 700 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2023-2027.

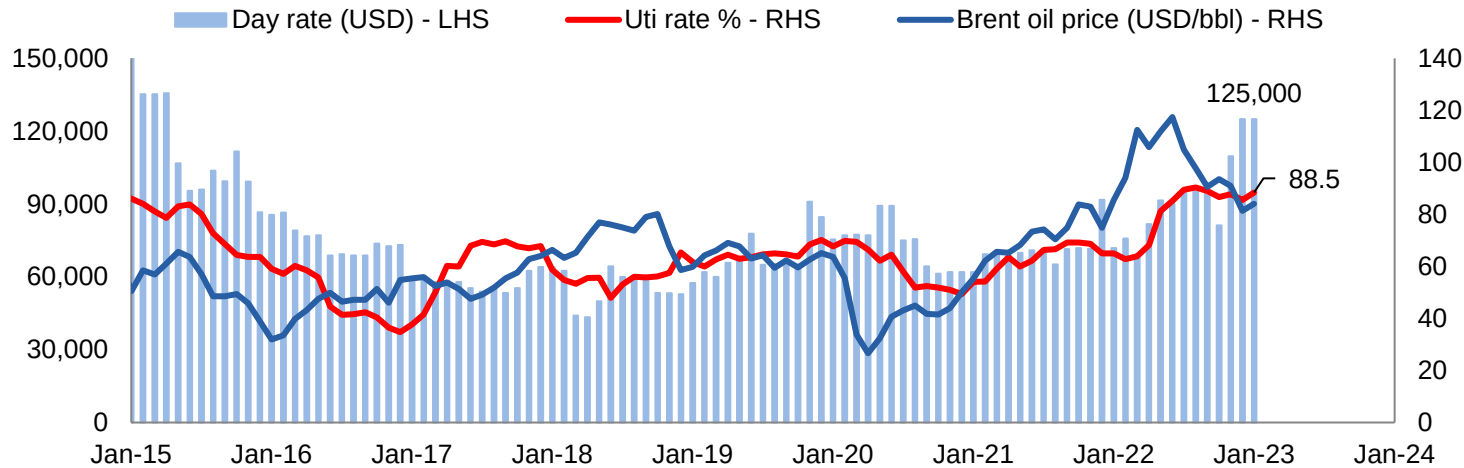
PVS hiện có định giá hấp dẫn với P/B dự phóng năm 2023 là 1,0 lần và PEG là 0,9 dựa theo dự phóng CAGR EPS giai đoạn 2022-2025 là 20%.

Rủi ro: Tiến độ/công bố các dự án M&C chậm hơn dự kiến.

PVD – Triển vọng thị trường giàn khoan tự nâng tích cực trong thời gian tới

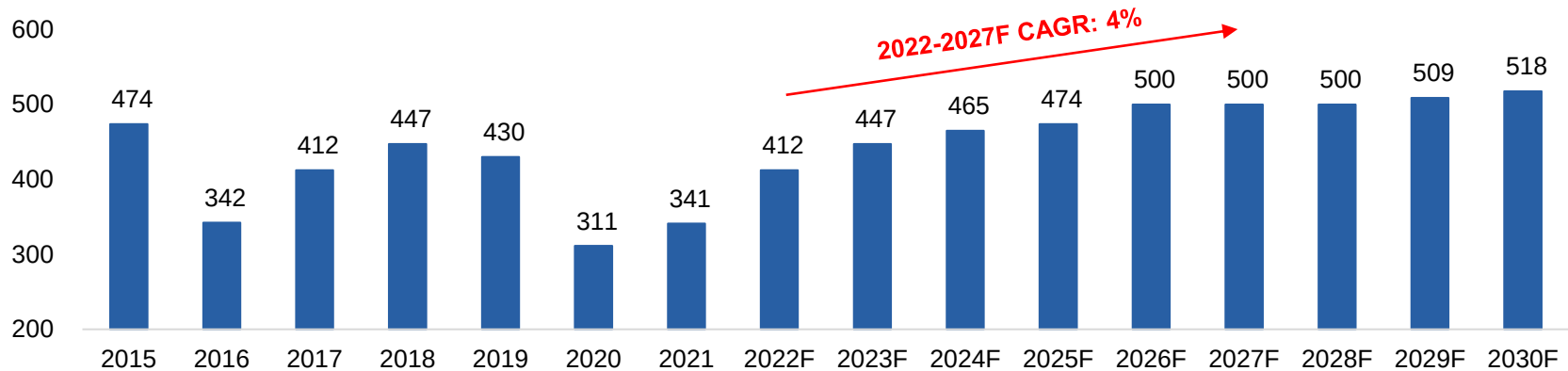
Theo S&P Global, giá thuê giàn khoan tự nâng (JU) tại Đông Nam Á (độ sâu 361-400 foot) đã tăng lên 125.000 USD (+74% YoY) vào tháng 1/2023 — cao hơn ~40% so với mức trung bình năm 2022, điều này báo hiệu thị trường JU phục hồi mạnh hơn dự kiến. Ngoài ra, S&P Global kỳ vọng triển vọng thị trường JU khả quan hơn nhờ hiệu suất hoạt động dự kiến là 100% và giá thuê ngày là 150.000 USD vào tháng 7/2024.

Giá thuê ngày của JU IC 361-400 WD tại Đông Nam Á



Nguồn: S&P Global, VCSC

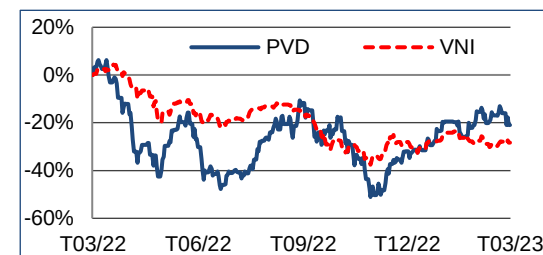
Vốn XDCB cho phân khúc thượng nguồn dầu khí trên toàn cầu (tỷ USD)



Nguồn: S&P Global, VCSC

PVD – Giá thuê ngày của PVD tăng dần về mức đỉnh 2014

Khuyến nghị*:	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	20.800VND	TT DT	33,4%	8,2%	21,5%	18,5%
Giá mục tiêu*:	25.000VND	LNST-CĐTS (tr USD) ⁽¹⁾	4,6	14,0	48,1	70,6
* cập nhật ngày 21/03/2023		LNST-CĐTS (tr USD) ⁽²⁾	-4,2	12,1	48,9	71,4
		TT EPS ⁽¹⁾	168%	204%	244%	47%
TL tăng:	+20,2%	EV/EBITDA	15,4x	8,6x	4,4x	3,0x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/B	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x
Tổng mức sinh lời:	+20,2%	P/E ⁽²⁾	N.M.	47,2x	11,7x	8,0x



Ngành:	Dầu khí		PVD	Peers ⁽³⁾	VNI
GT vốn hóa:	461tr USD	P/E (trượt) ⁽²⁾	N.M.	10,2x	13,6x
Room KN:	118tr USD	EV/EBITDA (trượt)	15,4x	12,1x	N/A
GTGD/ngày (30n):	4,2tr USD	Nợ ròng/CSH	10,5%	25,5%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	50,5%	ROE	-0,7%	-2,9%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	556,3 tr	ROA	-0,5%	-2,2%	2,2%
Pha loãng:	556,3 tr	(1) cốt lõi, (2) báo cáo			
PEG 3 năm	0,5	(3) trung vị của CT cùng ngành trong khu vực			

Tổng quan công ty

PVD là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty hàng đầu Việt Nam về cung cấp các dịch vụ khoan dầu khí. PVD có thị phần lớn trong tất cả các mảng kinh doanh chính như 50% trong mảng dịch vụ khoan và 55%-100% dịch vụ kỹ thuật dầu khí. Đội tàu của PVD bao gồm 4 giàn tự nâng, 1 giàn tiếp trợ khoan và 1 giàn khoan trên đất liền.

PVD sở hữu đội giàn khoan trẻ, hiện đại đạt tiêu chuẩn quốc tế giúp PVD trở nên cạnh tranh. Tuổi đời trung bình của các giàn khoan tự nâng (JU) của PVD là 12 năm (so với tuổi thọ thông thường của giàn JU là 30-35 năm và tuổi đời trung bình của đội giàn JU của các công ty cùng ngành là 17 năm). Các giàn khoan của PVD có hiệu suất cao (tỷ lệ an toàn) lên tới 97% và cạnh tranh trực tiếp với các công ty khoan của Mỹ như Transocean và Seadrill.

Triển vọng tích cực của thị trường giàn khoan tự nâng củng cố triển vọng trung hạn của PVD. Theo S&P Global, giá thuê ngày giàn JU ở Đông Nam Á (độ sâu 361-400 foot) đã tăng lên 125.000 USD (+74% YoY) vào tháng 1/2023 — cao hơn ~40% so với mức trung bình năm 2022, điều này báo hiệu sự phục hồi của thị trường JU mạnh hơn dự kiến. Ngoài ra, S&P Global kỳ vọng triển vọng thị trường JU khả quan hơn nhờ hiệu suất hoạt động dự kiến là 100% và giá thuê ngày là 150.000 USD vào tháng 7/2024. Bên cạnh đó, khi các hoạt động thăm dò & sản xuất trên toàn cầu, đặc biệt là khu vực Trung Đông đang phục hồi trong bối cảnh nguồn cung giàn khoan hạn chế, các nhà khai thác dầu khí trở nên lo ngại về việc không ký được hợp đồng thuê giàn khoan. Do đó, họ sẵn sàng ký hợp đồng dài hạn với mức giá thuê ngày cao hơn.

Năng lực tài chính vững mạnh. Vào cuối năm 2022, PVD có 102 triệu USD tiền mặt và tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là 10,5%. Chúng tôi dự báo PVD sẽ trở thành công ty có dòng tiền ròng từ năm 2023 (nợ ròng/vốn chủ sở hữu là -0,2%).

Định giá của PVD có vẻ hấp dẫn với P/B năm 2023 là 0,8 lần và P/E là 47,2 lần (PEG là 0,5 dựa trên CAGR EPS giai đoạn 2023-2026 là 100%). Chúng tôi tin rằng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của PVD phù hợp với mức P/E cao của công ty.

Yếu tố hỗ trợ: Giá thuê ngày giàn JU của PVD phục hồi nhanh hơn dự kiến.

Rủi ro: Giá dầu giảm mạnh ảnh hưởng đến tâm lý thị trường đối với PVD; suy thoái kinh tế toàn cầu ảnh hưởng đến giá thuê ngày; chi phí vận hành/chi phí tài chính cao hơn dự kiến.

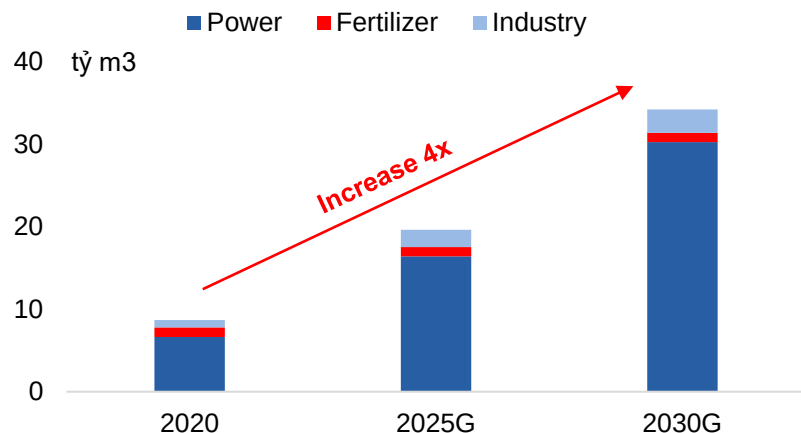


2. Sự chuyển dịch cơ cấu sang LNG của Việt Nam

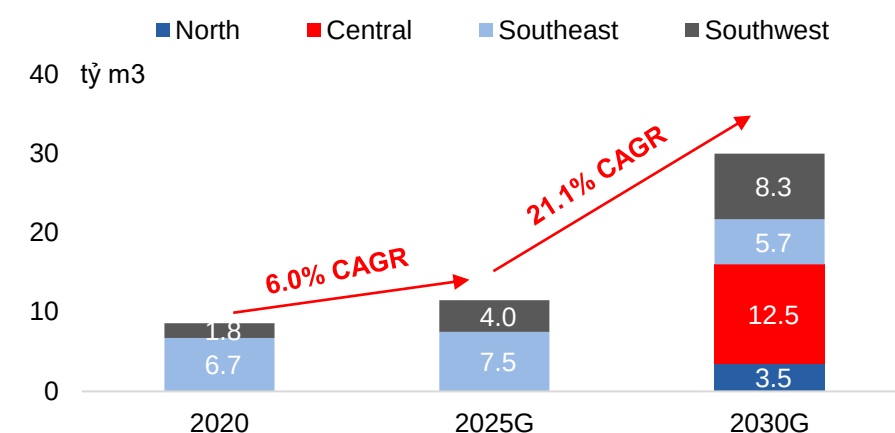
Các dự án nhập khẩu LNG là tương lai của ngành dầu khí Việt Nam

Chính phủ đặt mục tiêu Việt Nam sẽ có nhu cầu khí mạnh mẽ, điều này sẽ được thúc đẩy bởi nhu cầu khí mạnh mẽ từ các nhà máy điện dự kiến sẽ tăng gấp 4 lần trong 10 năm tới.

Nhu cầu khí Việt Nam theo khách hàng

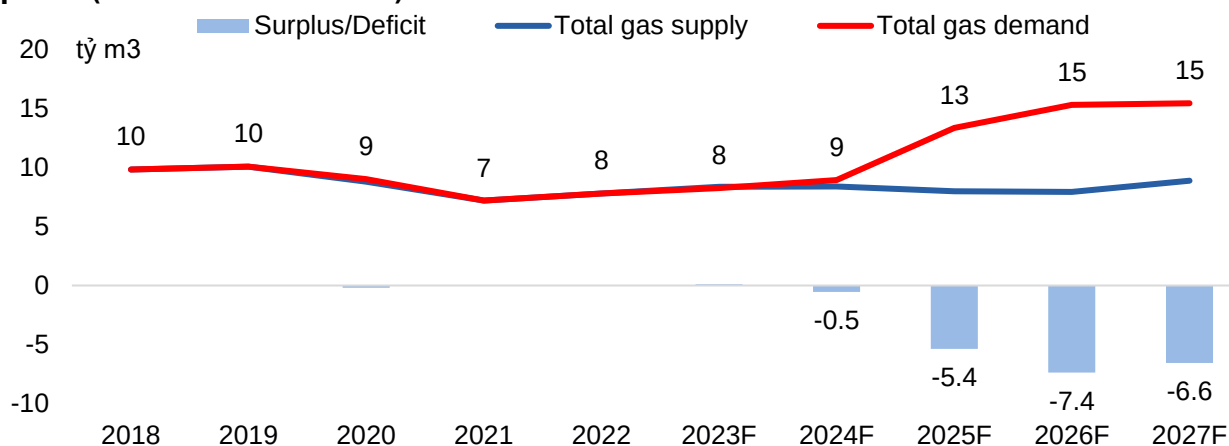


Nhu cầu khí của Việt Nam từ các nhà máy điện theo khu vực



Nguồn: Dự thảo Quy hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia giai đoạn 2021-2030 (bản tháng 9/2022), VCSC

Triển vọng thiếu hụt khí (ước tính của VCSC)



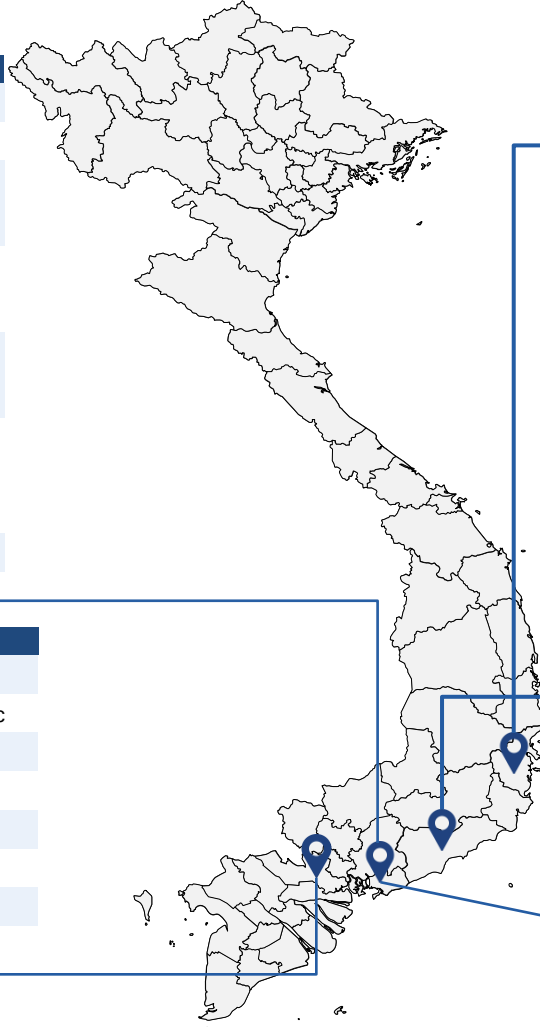
Nguồn: GAS, VCSC

Chúng tôi ước tính tổng vốn XDCB là 24 tỷ USD cho các dự án LNG trong 10 năm tới

- Chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ đưa Giai đoạn 1 và 2 của LNG Thị Vải vào hoạt động lần lượt vào năm 2024 và 2027.
- GAS đặt mục tiêu phát triển kho cảng LNG thứ 2 – Sơn Mỹ (3-6 MMTPA) – trong năm 2024.
- PLX vẫn đang chờ được phê duyệt dự án LNG.

LNG Thị Vải	
Vị trí	Bà Rịa – Vũng Tàu
Nhà đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	Giai đoạn 1: 286 triệu USD Giai đoạn 2: 200 triệu USD Giai đoạn 3: N/A
Công suất	Giai đoạn 1: 1 MMTPA Giai đoạn 2: 3 MMTPA Giai đoạn 3: 6 MMTPA
Năm vận hành	Giai đoạn 1: 2024 Giai đoạn 2: 2027 Giai đoạn 3: N/A
Tình trạng	Giai đoạn 1: Hoàn thành XD Giai đoạn 2: Chờ phê duyệt nghiên cứu khả thi từ BCT Giai đoạn 3: N/A
Cấp LNG cho nhà máy điện	Nhơn Trạch 3 và 4

LNG Long An	
Vị trí	Long An
Nhà đầu tư	VinaCapital & General Electric
Vốn đầu tư	3.130 triệu USD
Công suất	1-3 MMTPA
Năm vận hành	2027
Tình trạng	Đang xây dựng
Cấp LNG cho nhà máy điện	Long An I và II



LNG Nam Vân Phong	
Vị trí	Khánh Hòa
Nhà đầu tư	PLX
Vốn đầu tư	N/A
Công suất	1 MMTPA
Năm vận hành	2025
Tình trạng	Chờ phê duyệt từ Bộ Công Thương trước khi chuẩn bị nghiên cứu khả thi
Cấp LNG cho nhà máy điện	2 nhà máy điện khí mới của EVN với tổng công suất 3.000 MW

LNG Sơn Mỹ – Giai đoạn 1	
Vị trí	Bình Thuận
Nhà đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	1.4 tỷ USD
Công suất	3-6 MMTPA
Năm vận hành	2027
Tình trạng	Chờ phê duyệt nghiên cứu khả thi
Cấp LNG cho nhà máy điện	Sơn Mỹ 1, 2 & 3

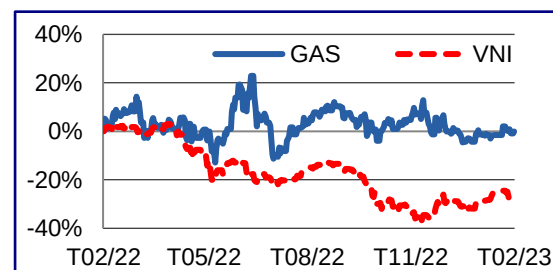
LNG Hải Linh – Giai đoạn 1	
Vị trí	Bà Rịa – Vũng Tàu
Nhà đầu tư	CT TNHH Hải Linh (công ty tư nhân)
Vốn đầu tư	231 triệu USD
Công suất	1 MMTPA
Năm vận hành	2023-2024
Tình trạng	Đang xây dựng
Cấp LNG cho nhà máy điện	Hiệp Phước 1 & 2, các nhà máy phát điện của EVNGENCO 3

Nguồn: Dự thảo Quy hoạch điện VIII (bản thảo ngày 11/11/2022), GAS, PLX, VCSC

GAS - Các dự án nhập khẩu LNG vẫn khả thi trong dài hạn

Khuyến nghị*:	PHTT		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	106.500VND	TT DT	27,5%	-5,4%	3,9%	14,1%
Giá mục tiêu*:	112.400VND	TT EPS	70,6%	-17,7%	4,9%	26,3%
* cập nhật ngày 08/02/2023		LNST (nghìn tỷ đồng)	14,8	12,2	12,8	16,1
		Biên LN ròng	14,7%	12,8%	12,9%	14,3%
TL tăng:	+5,5%	EV/EBITDA	9,7x	10,8x	10,4x	9,0x
Lợi suất cổ tức:	3,8%	Giá CP/DTHĐ	16,4x	12,3x	12,1x	10,9x
Tổng mức sinh lời:	+9,3%	P/E	14,1x	17,1x	16,3x	12,9x

Ngành:	Tiện ích		GAS	Peers (1)	VNI
GT vốn hóa:	8,6 tỷ USD	P/E (trượt)	14,1x	12,8x	13,7x
Room KN:	173tr USD	P/B (hiện tại)	3,6x	2,4x	1,7x
GTGD/ngày (30n):	1,1tr USD	Nợ ròng/CSH	-47,1%	-0,1%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	96%	ROE	26,7%	20,1%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	1.914tr	ROA	18,3%	11,0%	2,2%
Pha loãng:	1.914tr	(1) các công ty cùng ngành trong khu vực (P/E trung bình 5 năm)			



Tổng quan công ty:

GAS là công ty độc quyền ngành khí Việt Nam, cung cấp khí đầu vào cho 100% nhà máy điện khí, 70% nhà máy sản xuất urê và 100% khu công nghiệp trong nước. Công ty cũng có thị phần 70% trong lĩnh vực bán buôn LPG và có kế hoạch cung cấp khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG).

Chính phủ đặt kế hoạch nhu cầu từ các nhà máy điện khí tăng gấp bốn lần trong giai đoạn 2020-2030. Chúng tôi cho rằng nguồn cung khí từ các dự án khí lớn (bao gồm Sư Tử Trắng – giai đoạn 2, Lô B và Cá Voi Xanh) sẽ không đủ để đáp ứng nhu cầu khí mạnh mẽ sắp tới. Việt Nam sẽ chủ yếu tự cung cấp khí đến năm 2023; tuy nhiên, chúng tôi ước tính mức thâm hụt ít nhất là 0,5 m3 từ năm 2024 trở đi từ cả các nhà máy điện hiện hữu và mới. Do đó, việc nhập khẩu LNG sẽ là cần thiết.

Các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng mức tiêu thụ khí từ các khu công nghiệp sẽ tăng gấp đôi trong giai đoạn 2020-2030 do nhu cầu khí từ các khu công nghiệp mới tăng nhanh và việc tiếp tục thay thế than bằng khí (để hạn chế ô nhiễm) và LPG bằng CNG (khí tự nhiên nén) (để giảm chi phí sản xuất).

Chúng tôi ước tính CAGR EPS đạt 10% trong giai đoạn 2023-2032 khi lợi nhuận dài hạn sẽ được thúc đẩy bởi nhiều lợi nhuận hơn đến từ mảng vận tải (dẫn dắt bởi LNG), điều này sẽ bù đắp cho lợi nhuận giảm từ mảng kinh doanh khí khi các mỏ khí giá rẻ hết trữ lượng. Chúng tôi kỳ vọng giá LNG nhập khẩu kỳ hạn sẽ duy trì ở mức cao là 16 USD/triệu BTU vào năm 2023 trong khi nhu cầu từ các nhà máy điện yếu hơn dự kiến sẽ đặt ra thách thức cho GAS trong việc nhập khẩu LNG. Vì chúng tôi dự báo giá LNG nhập khẩu của Việt Nam sẽ bình thường hóa ở mức 12 USD/triệu BTU bắt đầu từ năm 2024, chúng tôi cho rằng GAS sẽ bắt đầu vận hành kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 1 vào năm 2024, mở rộng với Giai đoạn 2 & 3 và xây dựng kho cảng LNG Sơn Mỹ.

GAS có năng lực tài chính mạnh với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là -47,1% vào cuối năm 2022 (vượt trội so với các công ty cùng ngành trong khu vực).

Yếu tố hỗ trợ: Cổ tức cao hơn kỳ vọng; sản lượng lớn hơn kỳ vọng từ các mỏ giá rẻ.

Rủi ro: Giá dầu Brent, dầu nhiên liệu (FO) và giá LPG thấp hơn dự kiến.

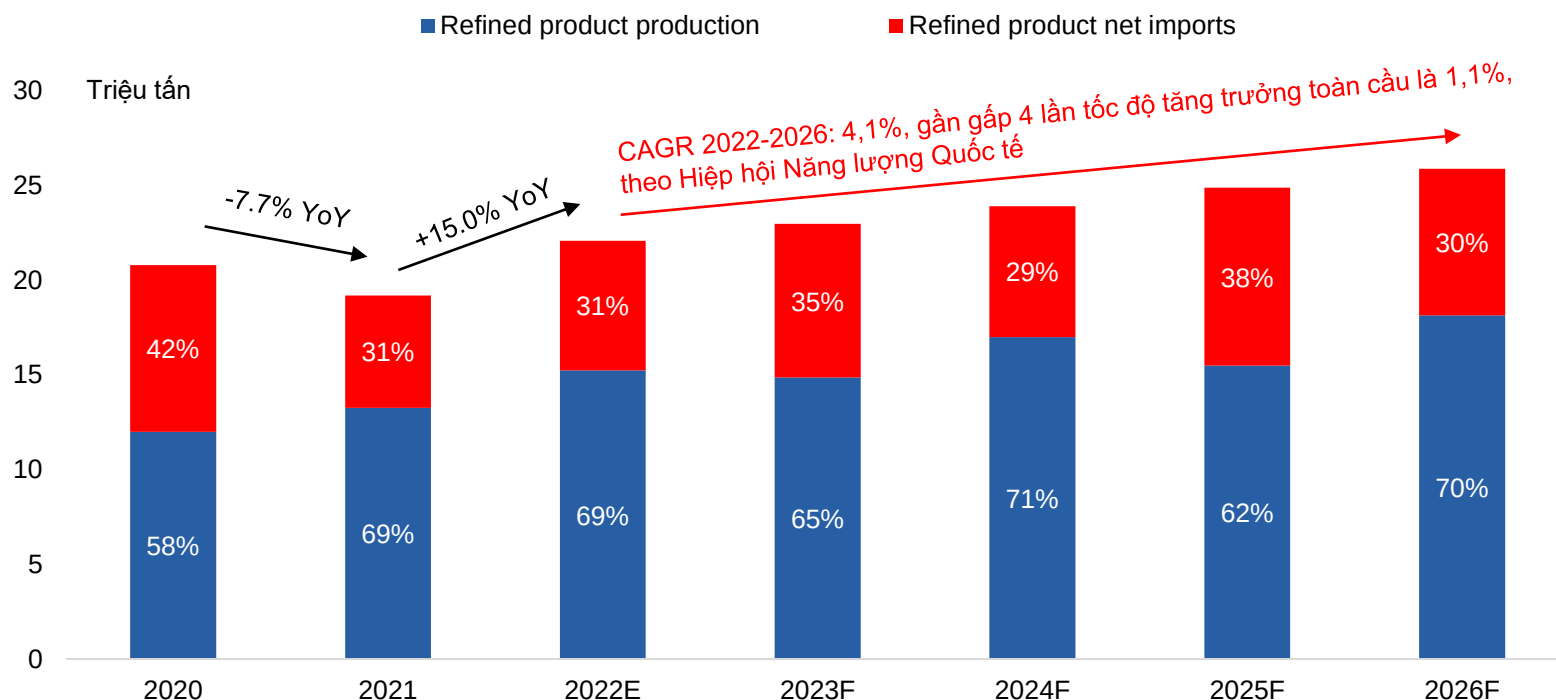


3. Việt Nam có nhu cầu lớn với các sản phẩm xăng dầu

Tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam tăng 4,1% mỗi năm trong giai đoạn 2023-2030

- Tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam đã phục hồi 15% YoY vào năm 2022 từ mức cơ sở thấp trong năm 2021 do tác động tiêu cực của COVID-19.
- Theo Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia (dự thảo tháng 9/2022), Chính phủ đặt mục tiêu Việt Nam có tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu đạt 5,9%/năm trong giai đoạn 2021-2025 và 2,2% trong giai đoạn 2026-2030. Điều này tương ứng mức tăng trưởng 4,1%/năm trong giai đoạn 2021-2030, gần gấp 4 lần dự báo tốc độ tăng trưởng toàn cầu (theo dự báo của Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA)).
- Với BSR và NSR, chúng tôi kỳ vọng sản xuất trong nước sẽ đáp ứng 70% tổng nhu cầu của Việt Nam trong dài hạn.

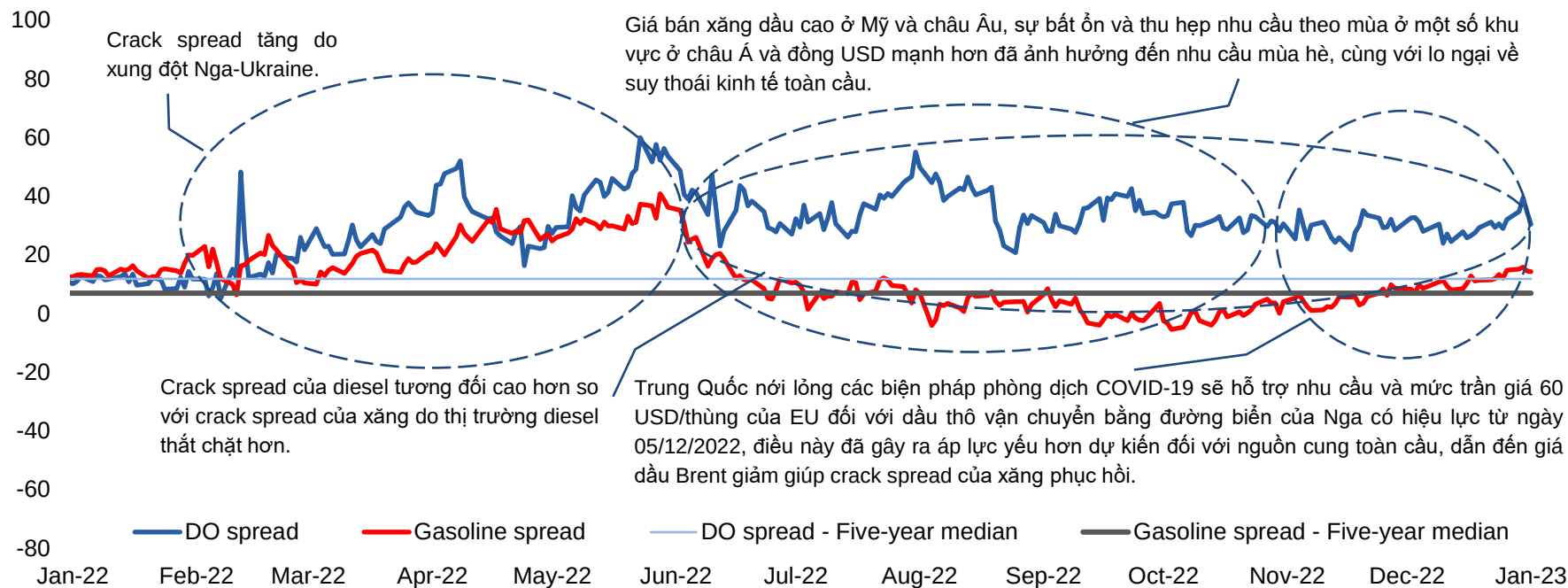
Tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam (ước tính của VCSC)



Nguồn: VCSC, Bộ Công Thương, BSR, PLX, Dự thảo Quy hoạch phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2021-2030

BSR – Crack spread của diesel duy trì ở mức cao trong khi crack spread của xăng phục hồi từ mức thấp trong quý 4/2022

Crack spread của diesel và crack spread xăng Platts Singapore (so với Brent) (USD/thùng) vào năm 2022 và đầu năm 2023



Nguồn: BSR, VCSC

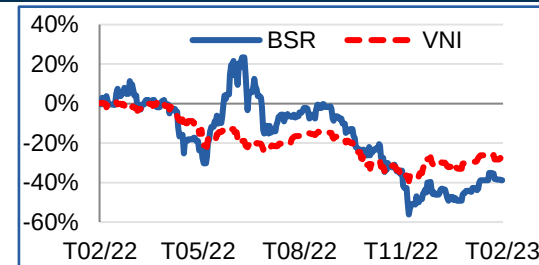
Cung cầu xăng dầu thế giới

Triệu thùng/ngày	2019	2020	2021	2022	2023F
Nhu cầu xăng dầu	100,3	91,8	97,4	99,8	101,7
Mức cung xăng dầu (*)	82,0	74,8	77,8	79,9	81,4
Chênh lệch cung cầu	18,3	17,0	19,6	19,9	20,3

Nguồn: IEA, VCSC. Ghi chú: (*) Sản lượng dầu thô toàn cầu sử dụng cho các nhà máy lọc dầu. Tính đến cuối năm 2019, tồn kho toàn cầu là ~8 tỷ thùng.

BSR – Crack spread của diesel cao tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận

Khuyến nghị*:	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	16.200VND	TT DT	65,3%	-24,3%	-12,9%	-6,0%
Giá mục tiêu*:	20.500VND	TT LNST-CĐTS	115,5%	-41,4%	0,5%	-41,2%
* cập nhật ngày 08/02/2023		LNST-CĐTS (nghìn tỷ đồng)	14,5	8,5	8,5	5,0
		Biên LN ròng	8,6%	6,7%	7,7%	4,8%
TL tăng:	+26,5%	P/E	3,5x	5,9x	5,9x	10,0x
Lợi suất cổ tức:	3,1%	P/B	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
Tổng mức sinh lời:	+29,6%	EV/EBITDA	2,0x	2,2x	1,6x	4,2x



Ngành:	Hóa dầu		BSR	Peers ⁽¹⁾	VNI
GT vốn hóa:	2,1 tỷ USD	P/E (trượt)	3,5x	9,6x	13,7x
Room KN:	148,0tr USD	EV/EBITDA	2,0x	9,2x	N/A
GTGD/ngày (30n):	6,4tr USD	Nợ ròng/CSH	-28,8%	116,1%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	92%	ROE	32,6%	25,5%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	3.100tr	ROA	19,8%	7,2%	2,2%
Pha loãng:	3.100tr	(1) Giá trị trung bình của CT cùng ngành (P/E & EV/EBITDA trung bình 8 năm)			

Tổng quan về công ty:

Được thành lập năm 2008, CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR) là đơn vị điều hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam. Nhà máy đi vào hoạt động năm 2009, công suất 6,5 triệu tấn/năm và đáp ứng 30% nhu cầu trong nước.

Công ty trẻ và chủ lực khi Việt Nam khan hiếm các sản phẩm lọc dầu. BSR (15 năm vận hành) là công ty chủ lực trong lĩnh vực xăng dầu của Việt Nam với 33% thị phần trong phân khúc sản phẩm nhiên liệu vận tải của Việt Nam (xăng & dầu diesel (DO)) và 15% sản phẩm hóa dầu. BSR sẽ được hưởng lợi từ mức tăng trưởng nhu cầu xăng dầu của Việt Nam là 4,1%/năm trong giai đoạn 2022-2027 (theo Chính phủ) — gấp 4 lần tốc độ tăng trưởng toàn cầu (theo dự báo của IEA).

Mặc dù giảm từ mức cơ sở cao của năm 2022, crack spread của diesel vẫn cao. Vào năm 2022, crack spread của diesel trung bình của BSR là 30 USD/thùng (+15x YoY), vượt kỳ vọng của chúng tôi. Gần đây, chúng tôi đã tăng dự báo crack spread của diesel giai đoạn 2023F-2024 thêm 11% lên 20 USD/thùng (-34% YoY) vì chúng tôi lạc quan rằng việc Trung Quốc dần mở cửa có thể hỗ trợ nhu cầu xăng dầu toàn cầu mạnh hơn, bù đắp cho rủi ro suy thoái kinh tế và dẫn đến chênh lệch cao hơn giữa cung và cầu vào năm 2023. Chúng tôi dự báo nhu cầu xăng dầu sẽ tăng 1,9 triệu thùng mỗi ngày (+1,9% YoY) vào năm 2023 và chúng tôi dự báo nguồn cung xăng dầu sẽ tăng 1,5 triệu thùng/ngày vào năm 2023 do EU trừng phạt Nga. Các nước EU và G7 đã áp đặt mức giá trần mới là 100 USD/thùng đối với dầu diesel của Nga, có hiệu lực từ ngày 05/02/2023. Mặc dù giá dầu diesel ổn định khi các lệnh trừng phạt này có hiệu lực, chúng tôi tin rằng các lệnh trừng phạt sẽ ảnh hưởng đến nguồn cung dầu diesel toàn cầu trong trung hạn khi EU cần bổ sung kho dự trữ diesel. Những dự báo này cho thấy khoảng cách cung và cầu sẽ tăng lên 20,3 triệu thùng/ngày (+2% YoY) vào năm 2023. Ngoài ra, crack spread của xăng đã phục hồi từ 2 USD/thùng trong quý 4/2022 lên 14 USD/thùng vào tháng 1/2023 do nhu cầu tăng sau Trung Quốc mở cửa trở lại. Do đó, chúng tôi duy trì giả định crack spread của xăng trong giai đoạn 2023-2027 ở mức 10-11 USD/thùng.

Chúng tôi dự báo LNST năm 2023 sẽ giảm ~40% YoY còn 8,5 nghìn tỷ đồng (mức này vẫn cao hơn ~10% so với mức đỉnh theo chu kỳ trước đó vào năm 2017) do chúng tôi kỳ vọng crack spread xăng dầu sẽ hạ nhiệt từ mức cao kỷ lục vào năm 2022 và sản lượng giảm do bảo dưỡng định kỳ.

Định giá của BSR có vẻ hấp dẫn với P/B dự phóng năm 2023 là 0,9 lần và P/E là 5,9 lần.

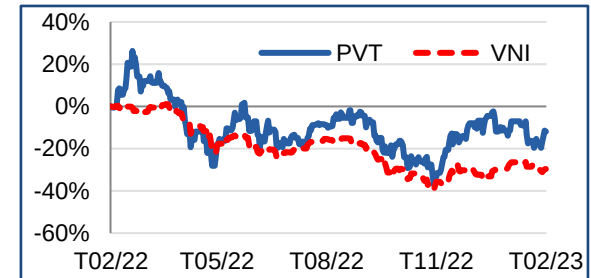
Yếu tố hỗ trợ: Sản lượng cao hơn dự kiến khi đợt bảo dưỡng được trì hoãn; cổ tức cao hơn kỳ vọng; chuyển niêm yết cổ phiếu sang HOSE trong năm 2023.

Rủi ro: Giá dầu biến động gây áp lực lên crack spread của xăng dầu và dự phòng hàng tồn kho.

PVT – Công ty hưởng lợi trễ từ việc giá cước toàn cầu tăng trong 2022

Khuyến nghị*:	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	19.350VND	TT DT	22,8%	10,8%	6,4%	0,7%
Giá mục tiêu*:	23.900VND	TT EPS ⁽¹⁾	10,3%	23,8%	22,9%	11,1%
* cập nhật ngày 20/02/2023		TT EPS ⁽²⁾	29,4%	-4,3%	22,5%	10,9%
		LNST (tỷ đồng) ⁽²⁾	861	824	1.010	1.120
TL tăng:	+23,5%	EV/EBITDA	3,1	3,6	2,7	2,1
Lợi suất cổ tức:	5,2%	P/E ⁽¹⁾	10,1	8,2	6,6	6,0
Tổng mức sinh lời:	+28,7%	P/E ⁽²⁾	7,7	8,0	6,5	5,9

Ngành:	Xăng dầu	PVT	Peers ⁽³⁾	VNI
GT vốn hóa:	263,0tr USD	P/E (trượt) ⁽²⁾	7,7x	3,8x
Room KN:	93,3tr USD	EV/EBITDA	3,1x	8,2x
GTGD/ngày (30n):	1,8tr USD	Nợ ròng/CSH	-13,7%	56,5%
Cổ phần Nhà nước:	51,0%	ROE	15,4%	15,4%
SL cổ phiếu lưu hành:	323,7 tr	ROA	6,5%	2,5%
Pha loãng:	323,7 tr			
PEG 3 năm:	0,3	(1) cốt lõi; (2) báo cáo; (3) trung vị các CT cùng ngành trong khu vực		



Tổng quan về Công ty

PVT hiện sở hữu đội tàu lớn nhất và nắm thị phần vượt trội trong mảng vận tải dầu thô cho nhà máy lọc dầu Bình Sơn (BSR) (312.800 DWT), 30% thị phần cho vận chuyển dầu thành phẩm/hóa chất (267.000 DWT), 100% thị phần cho LPG (128.100 m3), 10% thị phần vận chuyển than (149.100 DWT) và 10% thị phần FSO.

Hoạt động vận chuyển dầu thô của PVT cho BSR và mảng kho nổi (FSO) mang lại lợi nhuận ổn định. PVT là đơn vị vận chuyển dầu thô chủ đạo cho BSR (75% thị phần), đóng góp lợi nhuận ròng ổn định ở mức 25%-30% cho PVT trong dài hạn. PVT có đội tàu trẻ và hiện đại gồm 3 tàu chở dầu thô. Ngoài ra, PVT có mảng kho nổi FSO ổn định và có biên lợi nhuận cao với các hợp đồng dài hạn từ 7 đến 10 năm (~20% lãi ròng).

PVT đang mở rộng công suất vận tải. Trong năm 2022, PVT đã mua thành công 4 tàu chở sản phẩm dầu/hóa chất mới và 2 tàu chở hàng rời với tổng vốn đầu tư 75 triệu USD. Vào năm 2023, PVT có kế hoạch mua 1 tàu chở dầu/hóa chất và 1 tàu chở LPG (chúng tôi chưa bao gồm những khoản này trong dự báo vốn đầu tư trị giá 102 triệu USD vào năm 2023 của chúng tôi). Chúng tôi cũng kỳ vọng PVT có thể nhận được hợp đồng vận chuyển dầu thô dài hạn cho NSR và mua 1 tàu VLCC vào cuối năm 2023, giúp tăng gấp đôi công suất vận tải dầu thô của PVT. PVT hiện có tiềm lực tài chính mạnh để mua tàu giá rẻ, điều này sẽ củng cố lợi thế cạnh tranh của PVT trên thị trường nước ngoài và duy trì vị thế thống lĩnh tại Việt Nam trong dài hạn.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2023 sẽ tăng trưởng 23,8% YoY, đóng góp chủ yếu từ mảng sản phẩm dầu/hóa chất do chúng tôi tin rằng việc PVT gia hạn hợp đồng với giá cước cao hơn trong quý 4/2022 sẽ hỗ trợ giá cước của công ty trong năm 2023. Chúng tôi cũng kỳ vọng giá cước cao hơn của PVT sẽ bù đắp cho sản lượng vận chuyển thấp hơn cho BSR (do 50 ngày bảo dưỡng của BSR). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2023 sẽ giảm 4,3% YoY do PVT sẽ không có khoản lãi đáng kể từ thanh lý tàu chở dầu như trong năm 2022.

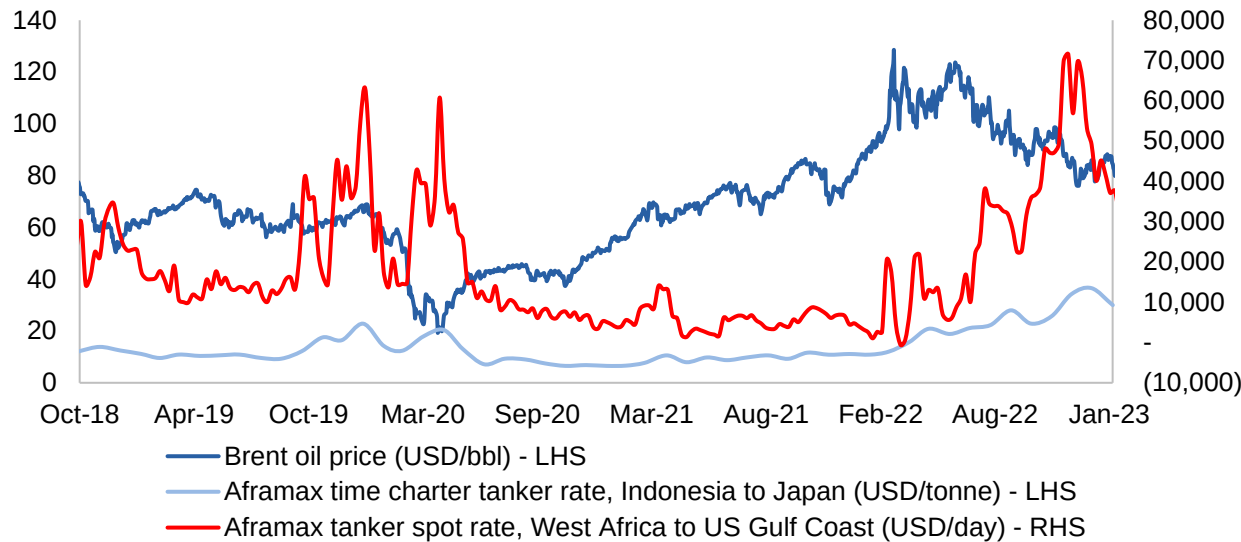
PVT đang giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2023 là 3,6 lần - thấp hơn 56% so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Yếu tố hỗ trợ: Sản lượng vận chuyển trong nước cao hơn dự kiến do BSR trì hoãn bảo dưỡng.

Rủi ro: Mở rộng tàu chậm hơn dự kiến; lãi suất cao hơn dự kiến và đồng USD tăng giá.

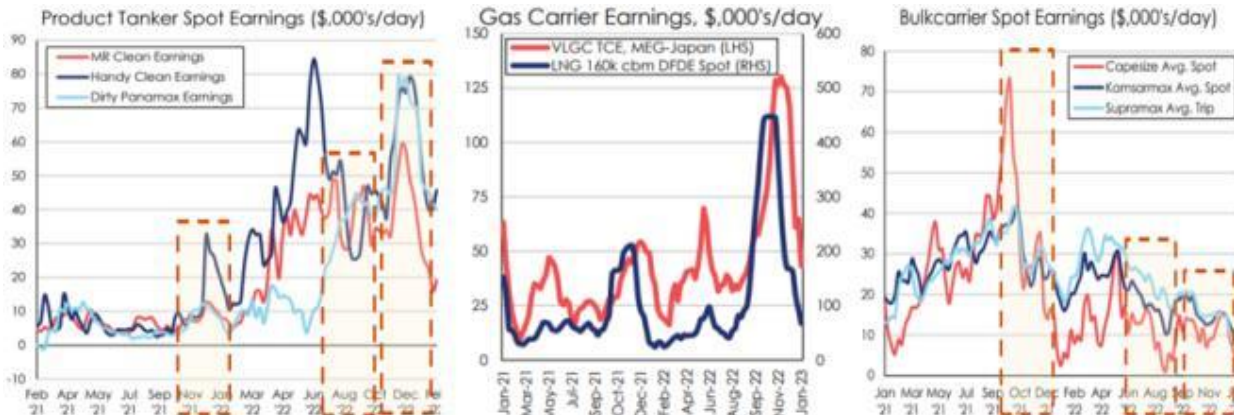
PVT – Triển vọng khả quan cho giá cước tàu chở dầu thô và sản phẩm dầu năm 2023

Giá dầu Brent và giá cước tàu chở dầu thô Aframax (100.000 DWT)



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Giá cước vận tải sản phẩm dầu/hóa chất, LPG và tàu chở hàng rời



Nguồn: Clarksons Research, PVT

Triển vọng thị trường tàu chở dầu thô vẫn tích cực.

1) Theo PVT, tăng trưởng đội tàu dự kiến sẽ hạn chế do số lượng đơn đặt hàng rất nhỏ.

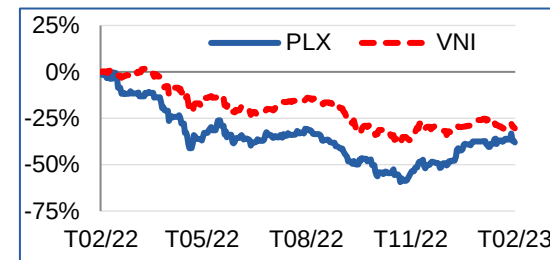
2) Nhu cầu thương mại dầu thô sẽ tiếp tục tăng với sự chuyển dịch dòng chảy thương mại sang các tuyến đường dài hơn và nhu cầu từ Trung Quốc được cải thiện sau khi quốc gia này quyết định nới lỏng dần các biện pháp phòng dịch COVID-19 bắt đầu từ tháng 12/2022.

Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực tương tự đối với thị trường tàu chở sản phẩm dầu (so với tàu chở dầu thô).

Tuy nhiên, triển vọng thị trường vận chuyển LPG dự kiến sẽ yếu hơn một chút do rủi ro dư thừa công suất, được bù đắp một phần bởi các quy định mới về khí thải.

PLX - Giá cổ phiếu đã phản ánh khá đầy đủ một số điều chỉnh tích cực trong Nghị Định 95

Khuyến nghị*:	PHTT		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	37.700VND	DT TT	79,8%	-22,1%	-6,1%	-4,8%
Giá mục tiêu*:	38.400VND	EPS TT	-49,0%	122,5%	22,0%	13,0%
* cập nhật ngày 19/1/2023		LNST (nghìn tỷ đồng)	1,5	3,3	4,0	4,5
		Biên LN ròng	0,5%	1,4%	1,8%	2,1%
TL tăng:	+1,9%	EV/EBITDA	13,9	8,0	7,0	5,5
Lợi suất cổ tức:	0,0%	Giá CP/DTHĐ	7,2	7,9	7,6	5,8
Tổng mức sinh lời:	+1,9%	P/E	36,7	16,6	13,6	12,1
Ngành:	Xăng dầu	PLX		VNI		
GT vốn hóa:	2,0 tỷ USD	P/E (trượt)	36,7x	13,7x		
Room KN:	55,1tr USD	P/B (hiện tại)	1,9x	1,7x		
GTGD/ngày (30n):	1,3tr USD	EV/EBITDA	13,9x	N/A		
Cổ phần Nhà nước:	75,9%	Nợ ròng/CSH	-7,6%	N/A		
SL cổ phiếu lưu hành:	1,27 tỷ	ROE	5,2%	14,0%		
Pha loãng:	1,27 tỷ					



Tổng quan công ty:

Petrolimex (PLX) là công ty hàng đầu trong mảng phân phối sản phẩm xăng dầu với 50% thị phần. PLX có 2,700 trạm COCO (do chính công ty sở hữu và vận hành, bán lẻ) và 2,800 trạm DODO (do đại lý sở hữu và vận hành, bán buôn). Các mảng kinh doanh khác bao gồm hóa dầu (dầu nhờn, nhựa đường), khí hóa lỏng (LPG), vận chuyển xăng dầu, bảo hiểm và ngân hàng.

Tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam là 4,1%/năm trong giai đoạn 2022-2027 sẽ hỗ trợ tăng trưởng dài hạn của PLX. Trong Quy hoạch phát triển năng lượng quốc gia đến năm 2030, Chính phủ đặt mục tiêu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam tăng trưởng 4,1%/năm trong giai đoạn 2021-2030, gần gấp bốn lần tốc độ tăng trưởng toàn cầu (theo dự báo của IEA).

Mô hình tích hợp cửa hàng bán lẻ có thể là động lực tăng trưởng dài hạn. PLX có tiềm năng tăng trưởng dài hạn lớn từ các dịch vụ phi xăng dầu (cửa hàng tiện lợi/quán cà phê/rửa xe) tại 2.700 trạm xăng thuộc sở hữu của cửa công ty. PLX đang thử nghiệm rửa xe/bảo dưỡng xe tự động tại các trạm xăng của công ty dưới sự tư vấn của đối tác chiến lược là Tập đoàn ENEOS (Nhật Bản).

Tiềm năng tăng trưởng có thể đến từ mảng LNG. PLX đặt mục tiêu đầu tư 700 triệu USD vào kho cảng LNG Nam Vân Phong là trong giai đoạn 2022-2025.

Lợi nhuận cao trong năm 2023 nhờ lợi nhuận trên mỗi lít xăng dầu tăng 8% YoY và sản lượng trong nước mạnh ở mức 10,4 triệu m3 (đi ngang YoY). Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2023 sẽ tăng gấp đôi lên 3,3 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cũng dự báo LNST năm 2024 sẽ trở lại mức trước COVID.

Định giá của PLX có vẻ hợp lý với P/E dự phóng năm 2023 là 16,6 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Lãi bất thường từ việc thoái vốn PG Bank; lợi nhuận trên mỗi lít xăng dầu cao hơn dự kiến do điều chỉnh Nghị định 95.

Rủi ro: Rủi ro chính sách; giá dầu thô biến động bất lợi; sự trở lại của tình trạng thiếu xăng dầu.

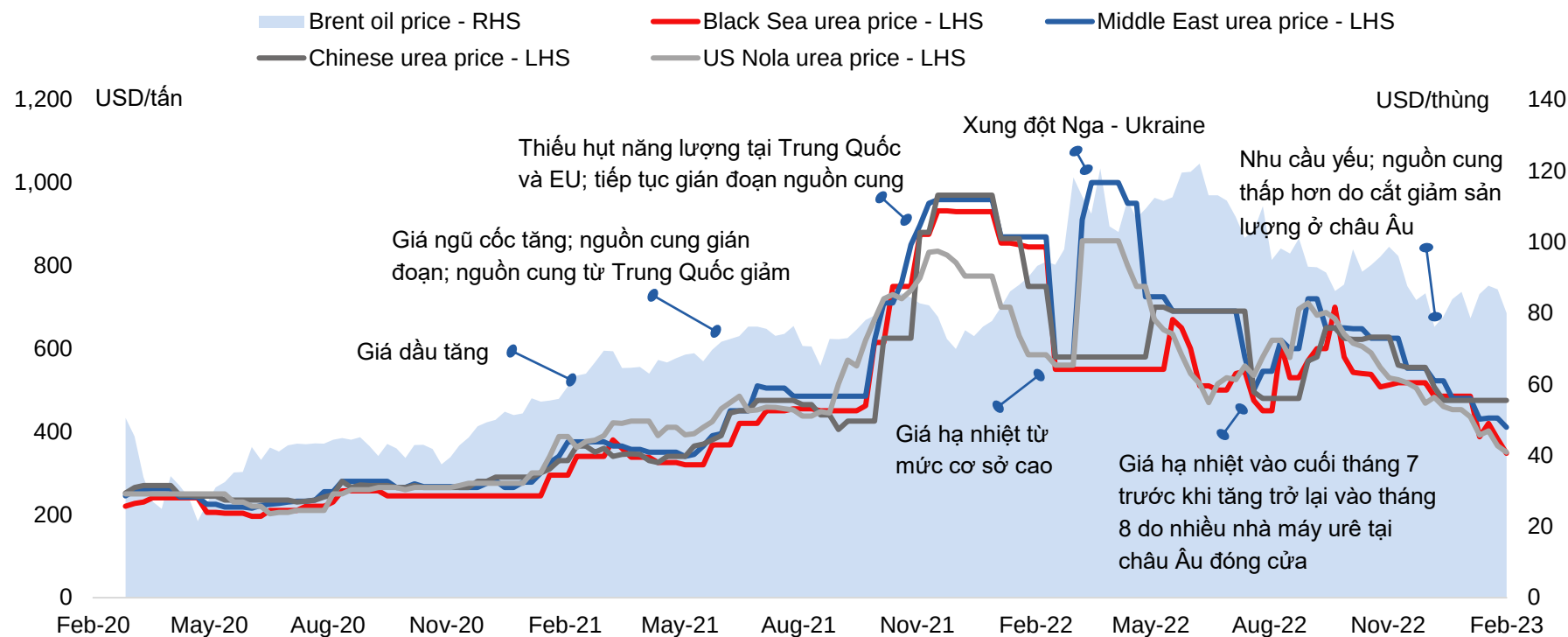


4. Giá ước kỳ vọng đi ngang trong ngắn hạn, hỗ trợ giá cổ phiếu của các công ty sản xuất phân bón

Giá urê toàn cầu có thể chạm đáy trong H1 2023

- Trong năm 2022, giá urê Trung Đông trung bình là 700 USD/tấn (+32% YoY) — phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng mức tăng mạnh này đến từ 1) giá khí tự nhiên tăng cao dẫn đến cắt giảm sản xuất urê ở Châu Âu và 2) sản lượng urê xuất khẩu từ Trung Quốc giảm.
- Giá urê Trung Đông trung bình từ đầu năm đến 20/03/2023 là 374 USD/tấn — thấp hơn 36% so với mức trung bình của quý 4/2022.
- Chúng tôi dự báo giá urê Trung Đông trung bình là 450 USD/tấn trong năm 2023 và 350-400 USD/tấn trong giai đoạn 2024-2027.
- Trong Báo cáo Cập nhật ngành gần nhất, chúng tôi đã loại bỏ giả định mức chênh lệch 7% giữa giá bán trung bình của DPM và DCM so với giá urê quốc tế trong giai đoạn 2023-2027. Theo dự báo giá urê Trung Đông thấp hơn và giả định thấp hơn về sự trượt giá của VND so với USD, chúng tôi đã giảm giá bán trung bình bằng VND của DPM và DCM thêm ~13%-14% trong năm 2023.

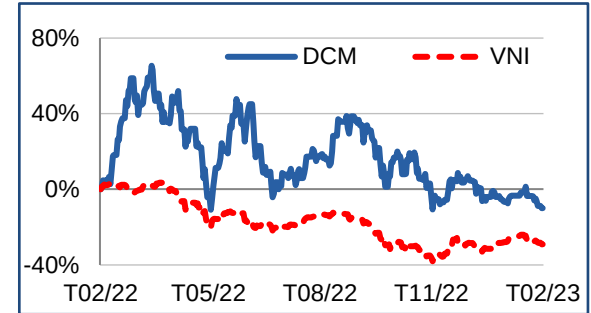
Diễn biến giá urê toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, VCSC

DCM – Cổ tức hấp dẫn hỗ trợ giá cổ phiếu

Khuyến nghị*:	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	24.650VND	DT TT	61,3%	-25,8%	-5,8%	-5,5%
Giá mục tiêu*:	27.700VND	TT EPS	134,5%	-60,7%	15,7%	-26,9%
* cập nhật ngày 16/02/2023		LNST (tỷ đồng)	4.275	1.682	1.945	1.421
		DPS (VND)	2.500	1.800	2.000	2.000
TL tăng:	+12,4%	EV/EBITDA	0,7x	0,9x	0,7x	0,7x
Lợi suất cổ tức:	7,3%	P/E ⁽²⁾	3,3x	8,4x	7,3x	10,0x
Tổng mức sinh lời:	+19,7%	P/E ⁽³⁾	3,3x	6,5x	6,8x	9,0x
		(2) Báo cáo; (3) P/E điều chỉnh theo giả định chính sách chiết khấu 20 năm thông thường				
Ngành:	Hóa nông		DCM	Peers ⁽¹⁾	VNI	
GT vốn hóa:	548tr USD	P/E (trượt)	3,3x	7,9x	13,7x	
Room KN:	212tr USD	P/B (hiện tại)	1,2x	2,8x	1,7x	
GTGD/ngày (30n):	2,7tr USD	Nợ ròng/CSH	-59,6%	26,6%	N/A	
Cổ phần Nhà nước:	75,6%	ROE	30,0%	21,7%	14,0%	
SL cổ phiếu lưu hành:	530,0tr	ROA	35,3%	10,2%	2,2%	
Pha loãng:	530,0tr	(1) Trung bình của CT cùng ngành nước ngoài (P/E trung bình 5 năm)				



Tổng quan công ty

DCM là một trong hai nhà sản xuất ure hàng đầu Việt Nam với thị phần 32%. DCM sở hữu nhà máy ure hạt đục với công suất 800.000 tấn/năm và nhà máy NPK với công suất 300.000 tấn/năm.

Nhu cầu ure trong nước ổn định, tiềm năng xuất khẩu gia tăng trong giai đoạn 2023-2027. Việt Nam là nước xuất khẩu gạo lớn thứ ba thế giới, kéo theo nhu cầu ure tăng trưởng 2%/năm (theo AgroMonitor). Yếu tố này, bên cạnh tiềm năng xuất khẩu tăng, sẽ hỗ trợ sản lượng tiêu thụ ure của DCM ổn định ở mức ~850.000 tấn (hiệu suất hoạt động ~106%) trong giai đoạn 2023-2027.

Giá ure phục hồi từ mức cơ sở thấp do nhu cầu ure phục hồi. Theo các doanh nghiệp trong ngành, giá ure Trung Đông trung bình hiện tại (411 USD/tấn) có thể đã chạm đáy, điều này có thể kích thích nhu cầu ure cao hơn trong những tháng tới. Chúng tôi giảm dự báo giá ure Trung Đông trung bình cho năm 2023 từ 539 USD/tấn còn 450 USD/tấn (90% mức trước xung đột Nga-Ukraine). Trong khi đó, chúng tôi vẫn duy trì giả định giá ure Trung Đông trung bình là 350-400 USD/tấn trong giai đoạn 2024-2027 do chúng tôi kỳ vọng giá dầu, khí và LNG sẽ hạ nhiệt trong dài hạn. Do giá ure đã giảm kể từ tháng 10/2022 xuống mức phù hợp vào giữa tháng 2/2023, chúng tôi cho rằng DPM và DCM sẽ không hỗ trợ nông dân trong giai đoạn 2023-2027; do đó, chúng tôi loại bỏ giả định chênh lệch 7% giữa giá bán trung bình của DPM và DCM so với giá ure quốc tế trong giai đoạn 2023-2027. Theo dự báo giá ure Trung Đông thấp hơn và giả định thấp hơn về sự trượt giá của VND so với USD, chúng tôi đã giảm giá bán trung bình bằng VND của DPM và DCM thêm ~13%-14% trong năm 2023.

Cổ tức tiền mặt hấp dẫn, năng lực tài chính mạnh và định giá thấp. DCM có tiền mặt ròng là 8,9 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là -84,3% vào cuối năm 2022, điều này sẽ hỗ trợ dự báo cổ tức tiền mặt của chúng tôi là 1.800-2.000 đồng/cổ phiếu/năm (lợi suất 7%-8%) trong giai đoạn 2023-2027. Định giá của DCM có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2023/2024 là 8,4x/7,3x — chiết khấu 23%/33% so với P/E trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Yếu tố hỗ trợ: Cổ tức năm 2022/sản lượng bán năm 2023 cao hơn dự kiến; triển khai lại việc thoái vốn Nhà nước; ure được khấu trừ thuế GTGT đầu vào.

Rủi ro: Giá ure giảm mạnh hơn kỳ vọng; giá dầu FO/khí trong nước tăng.

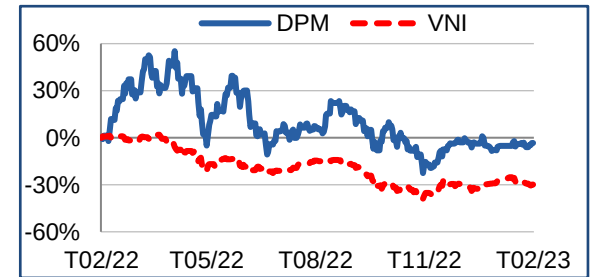
DPM – Cổ tức cao và bền vững hỗ trợ giá cổ phiếu

Khuyến nghị*:	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (24/02):	35.800VND	TT DT	45,7%	-28,0%	-7,4%	-6,9%
Giá mục tiêu*:	40.100VND	TT EPS ⁽¹⁾	93,7%	-58,7%	-16,6%	-33,9%
* cập nhật ngày 16/02/2023		TT EPS ⁽²⁾	79,2%	-58,7%	-16,6%	-33,9%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	5.586	2.307	1.923	1.271
TL tăng:	+12,0%	DPS (VND)	7.000	5.000	5.000	3.000
Lợi suất cổ tức:	14,0%	EV/EBITDA	0,9x	1,8x	2,2x	3,3x
Tổng mức sinh lời:	+26,0%	P/E ⁽²⁾	3,0x	7,3x	8,8x	13,3x

(1) cốt lõi; (2) báo cáo

Ngành:	Hóa nông		DPM	Peers ⁽³⁾	VNI
GT vốn hóa:	588tr USD	P/E (trượt)	3,0x	8,0x	13,7x
Room KN:	482tr USD	P/B (hiện tại)	1,0x	3,2x	1,7x
GTGD/ngày (30n):	3,2tr USD	Nợ ròng/CSH	-48,3%	50,5%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	59,6%	ROE	29,6%	29,4%	14,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	391,4 tr	ROA	22,4%	11,4%	2,2%
Pha loãng:	391,4 tr				

(3) Trung bình của CT cùng ngành nước ngoài (P/E trung bình 5 năm)



Tổng quan công ty

DPM là nhà sản xuất u-rê hàng đầu Việt Nam với thị phần khoảng 35%, đồng thời kinh doanh các mặt hàng phân bón khác (NPK, SA, DAP). Công ty sở hữu nhà máy urê Phú Mỹ (công suất 800.000 tấn/năm), nhà máy NPK-NH₃ (công suất 250.000 tấn/năm) và mạng lưới phân phối gồm 3.000 điểm bán lẻ.

Nhu cầu urê trong nước phục hồi và tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ nhà máy NH₃-NPK mới. Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ urê trong nước sẽ phục hồi vào năm 2023 do chúng tôi dự báo giá urê sẽ giảm 31% YoY trong năm nay. Ngoài ra, chúng tôi dự báo sản lượng bán của DPM sẽ đi ngang so với cùng kỳ trong năm 2023 mặc dù dự kiến thời gian bảo trì 1 tháng vào quý 2/2023 do công ty dự trữ một số hàng tồn kho để bán trong năm 2023. Ngoài ra, Việt Nam là nước xuất khẩu gạo lớn thứ ba thế giới, dẫn đến nhu cầu urê tăng trưởng ổn định ở mức 2%/năm đồng thời đảm bảo cho DPM sản lượng tiêu thụ urê ổn định hàng năm là 800.000 tấn. Trong khi đó, thị trường NPK có mức tăng trưởng cao hơn từ 6%-7%/năm và có tính ứng dụng rộng hơn. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy NH₃-NPK sẽ đóng góp ~18% vào lợi nhuận ròng của DPM trong giai đoạn 2023-2027.

Giá urê phục hồi từ mức cơ sở thấp do nhu cầu urê phục hồi. Theo các doanh nghiệp trong ngành, giá urê Trung Đông trung bình hiện tại (411 USD/tấn) có thể đã chạm đáy, điều này có thể kích hoạt nhu cầu urê cao hơn trong những tháng tới. Chúng tôi giảm dự báo giá urê Trung Đông trung bình cho năm 2023 từ 539 USD/tấn còn 450 USD/tấn (90% mức trước xung đột Nga-Ukraine). Trong khi đó, chúng tôi vẫn duy trì giả định về giá urê Trung Đông trung bình là 350-400 USD/tấn trong giai đoạn 2024-2027 do chúng tôi kỳ vọng giá dầu, khí và LNG sẽ hạ nhiệt trong dài hạn. Do giá urê đã giảm kể từ tháng 10/2022 xuống mức thấp vào giữa tháng 2/2023, chúng tôi cho rằng DPM và DCM sẽ không hỗ trợ nông dân trong giai đoạn 2023-2027; do đó, chúng tôi loại bỏ giả định mức chênh lệch 7% giữa giá bán trung bình của DPM và DCM so với giá urê quốc tế trong giai đoạn 2023-2027. Theo dự báo giá urê Trung Đông thấp hơn và giả định thấp hơn về sự trượt giá của VND so với USD, chúng tôi đã giảm giá bán trung bình bằng VND của DPM và DCM thêm ~13%-14% trong năm 2023.

Cổ tức tốt do năng lực tài chính mạnh. DPM có bảng cân đối kế toán lành mạnh (350 triệu USD tiền mặt ròng vào cuối năm 2022), giúp mang lại lãi suất cổ tức bền vững 8-14%/năm, dựa trên dự báo của chúng tôi. Định giá của DPM có vẻ hấp dẫn dựa trên EV/EBITDA năm 2023 dự kiến của chúng tôi là 1,8 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Giá urê cao hơn kỳ vọng; urê được khấu trừ thuế GTGT đầu vào.

Rủi ro: Giá urê giảm mạnh hơn kỳ vọng; giá dầu FO/khí trong nước tăng.

Q&A

Khuyến cáo

Chúng tôi, Đinh Thị Thùy Dương, Lý Phúc Thanh Ngân và Bạch Chấn Mẫn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) Định giá dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) Mô hình chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp

+84 28 3914 3588, ext 140

duong.dinh@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

research@vcsc.com.vn

Giám đốc điều hành

+84 28 3914 3588, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên

+84 28 3914 3588, ext 532

ngan.ly@vcsc.com.vn

Bạch Chấn Mãn, Chuyên viên

+84 28 3914 3588, ext 135

man.bach@vcsc.com.vn

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn