

TV2 – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 03/08/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	37.800
KLGD TB 10 ngày	163.204
Vốn hoá (tỷ đồng)	2.552
Số lượng CPLH	67.526.165
Giá mục tiêu	51.000
Upside	+35,0%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Bùi Võ Thế Vinh
bvtvinh@vcbs.com.vn
+84-2838208117 ext 641

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

TV2 – BƯỚC VÀO CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG MỚI

KQKD Q2.2023: DTT đạt 144 tỷ đồng (-59,9% yoy) và LNST đạt 14 tỷ đồng (-22,7% yoy). Lũy kế 6T.2023, DTT đạt 269 tỷ đồng (-57,2% yoy, đạt 19,8% KH năm) và LNST đạt 22,5 tỷ đồng (-28,3% yoy, đạt 35,1% KH năm). KQKD ghi nhận mức sụt giảm ở các lĩnh vực kinh doanh chính như tư vấn, thiết kế do khối lượng backlog chuyển tiếp ở mức thấp và các hợp đồng tổng thầu EPC vẫn đang trong giai đoạn đầu triển khai nên chưa thể hạch toán doanh thu. Theo công ty chia sẻ, QHĐ VIII mới được phê duyệt tháng 5/2023, tuy nhiên để triển khai các dự án mới vẫn đang chờ kế hoạch thực hiện QHĐ VIII được phê duyệt, do đó việc thúc đẩy các dự án đã ký ghi nhớ đều chậm so với kế hoạch.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

- Quy hoạch điện VIII được phê duyệt sẽ là cú hích cho sự tăng trưởng của các doanh nghiệp tư vấn xây lắp điện nói chung và TV2 nói riêng với nhiều hợp đồng có giá trị lớn được ký kết như hợp đồng EPC cho các nhà máy điện sinh khối Hậu Giang và Trà Vinh hay hợp đồng EPC cho dự án nhà máy điện Sông Hậu 2.
- Tiềm năng tăng trưởng lớn của mảng vận hành và quản lý nhà máy điện.
- Các dự án đầu tư nguồn điện lớn đã bắt đầu được triển khai. Kỳ vọng khi các dự án trên đi vào vận hành ổn định sẽ mang lại nguồn cổ tức ổn định cho TV2.

DÁNH GIÁ

Kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi “**Báo cáo cập nhật TV2_T5/2023**” với giá mục tiêu **37.850 đồng/cp, giá cổ phiếu TV2 đã tăng hơn 20%**. Định giá hiện tại khá hợp lý theo quan điểm của chúng tôi. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn duy trì tích cực với TV2 dựa trên những lợi thế của doanh nghiệp nói chung và tiềm năng dự án nói riêng cũng như dự án Nhiệt điện Sông Hậu 2. Chúng tôi vẫn kỳ vọng chủ đầu tư Toyo Ink Group Berhad sẽ có thể thu xếp thành công khoản vay vốn nhờ những tín hiệu đàm phán tích cực trong thời gian gần đây và dự án có thể bắt đầu được triển khai vào cuối năm 2023. Ngoài ra, chúng tôi vẫn kỳ vọng vào tính khả thi cao của dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 do khu vực phía Nam cũng cần phải bổ sung các nguồn điện chạy nền trước sự không ổn định và phụ thuộc cao vào yếu tố thời tiết của các nguồn năng lượng tái tạo nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế khu vực. **Trong báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi đưa dự án Nhiệt điện Sông Hậu 2 vào mô hình định giá.** Chúng tôi dự phóng DTT và LNST 2023 lần lượt đạt 1.012 tỷ đồng (-23,4% yoy) và 96 tỷ đồng (+81,4% yoy), EPS 2023 đạt 1.957 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TV2 và **nâng giá mục tiêu thêm 34,7% lên 51.000 đồng/cp** – tương đương triển vọng **tăng 35,0%** so với giá hiện tại.

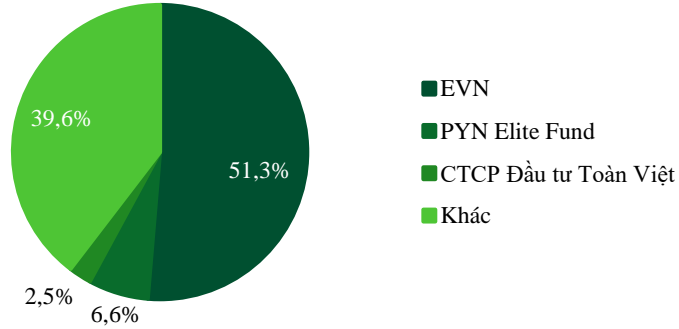
Dự phóng KQKD (Đã bao gồm dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 trong dự phóng)

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	3.346	3.629	1.322	1.012	3.172
+/- yoy (%)	0,7%	8,4%	-63,6%	-23,4%	213,3%
LNST (tỷ đồng)	262	272	53	96	213
+/- yoy (%)	2,8%	3,6%	-80,5%	81,4%	121,5%
ROA (%)	9,2%	7,0%	1,4%	3,5%	5,9%
ROE (%)	25,0%	21,4%	3,9%	6,8%	13,7%
EPS (đồng)	10.619	7.182	689	1.957	2.329

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu cổ đông

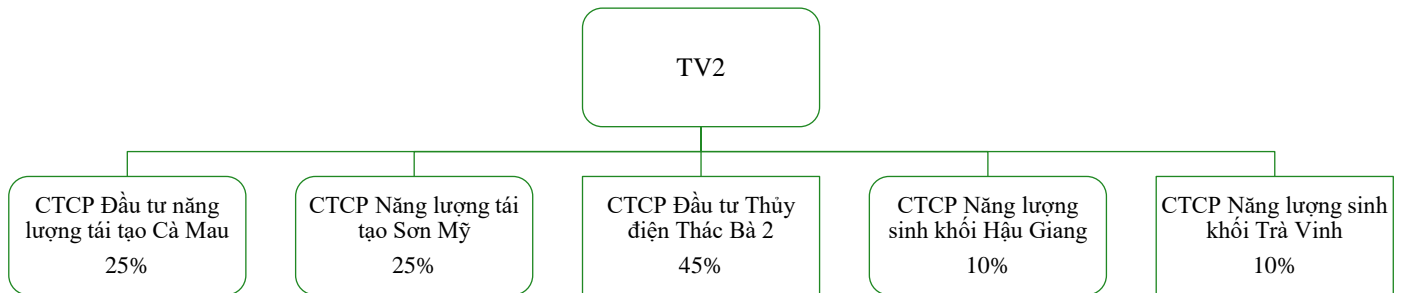
Cơ cấu cổ đông



Nguồn: TV2, VCBS

Tại ngày 31/12/2022, EVN đang là cổ đông nắm quyền kiểm soát khi sở hữu hơn 51,3% cổ phần, khi đó TV2 sẽ có lợi thế được ưu tiên tham gia vào các giai đoạn từ lập quy hoạch, khảo sát và tư vấn các dự án của công ty mẹ. Trong năm 2021, TV2 đã xây dựng đề án chiến lược phát triển và tái cấu trúc giai đoạn 2021-2025, kiến nghị giảm tỷ lệ sở hữu của EVN xuống dưới mức 30%. Tuy nhiên, hiện tại vẫn chưa có phương án thoái vốn cụ thể tại TV2 từ phía EVN. Tính đến cuối năm 2022, cổ đông nước ngoài đang sở hữu 14,6% cổ phần tại TV2, trong đó PYN Elite Fund hiện đang là cổ đông ngoại lớn nhất nắm giữ 6,6% cổ phần.

Cơ cấu tổ chức



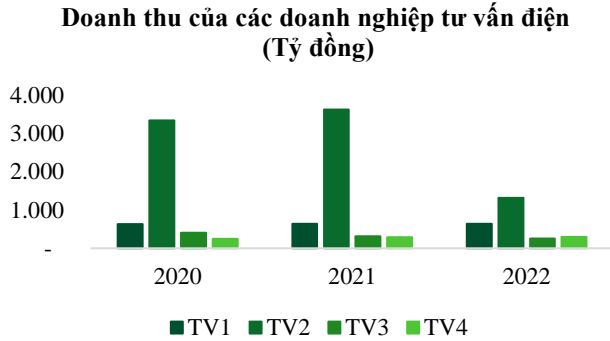
Nguồn: TV2, VCBS

TV2 đang đầu tư vào 05 công ty liên kết, các khoản đầu tư của TV2 chủ yếu tham gia đầu tư góp vốn vào phát triển các dự án nguồn điện, hoạt động đầu tư đang được TV2 đẩy mạnh trong các năm gần đây nhằm đa dạng hóa hoạt động kinh doanh ngoài lĩnh vực tư vấn truyền thống.

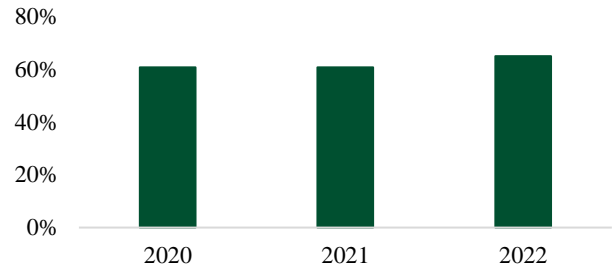
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

VỀ DOANH THU

TV2 có quy mô doanh thu vượt trội so với các doanh nghiệp tư vấn đang niêm yết khác

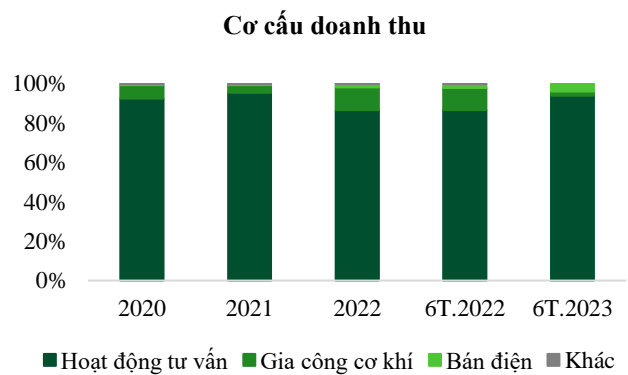
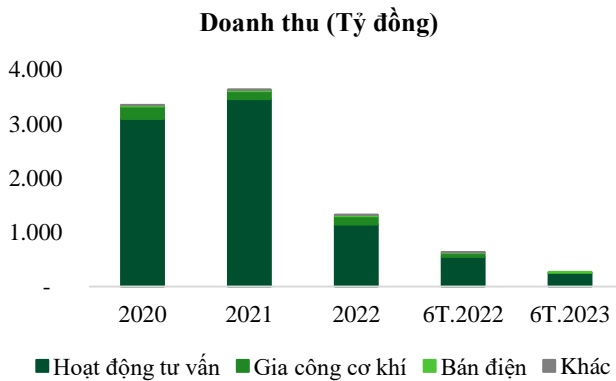


Tỷ lệ nhân sự có trình độ đại học, trên đại học của TV2



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, VCBS

TV2 có quy mô doanh thu vượt trội so với các doanh nghiệp khác trong lĩnh vực tư vấn thiết kế và liên tục tăng trưởng qua các năm. Chúng tôi cho rằng, TV2 có mức tăng trưởng ấn tượng so với hơn so với các đối thủ chính trong ngành do: (1) Do đặc thù của ngành tư vấn phụ thuộc rất nhiều vào chất lượng nhân sự, TV2 luôn chú trọng công tác đào tạo, phát triển nâng cao năng lực của đội ngũ nhân sự. Nhờ vậy, đội ngũ kỹ sư của TV2 luôn có đầy đủ khả năng để tham gia vào công tác tư vấn cho các dự án nguồn và lưới điện lớn trọng điểm quốc gia. Đội ngũ lao động có trình độ đại học, trên đại học luôn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu lao động của TV2, tính đến cuối năm 2022, đội ngũ lao động có trình độ cao của TV2 chiếm 65% trong tổng số lao động. (2) TV2 liên tục đa dạng hóa, mở rộng sang các lĩnh vực mới như quản lý vận hành nhà máy, đầu tư vào các dự án nguồn điện giúp gia tăng doanh thu và lợi nhuận so với các doanh nghiệp chỉ thuần cung cấp dịch vụ tư vấn khác trong ngành.



Nguồn: TV2, VCBS

HOẠT ĐỘNG TƯ VẤN, VẬN HÀNH NHÀ MÁY ĐIỆN

Hoạt động tư vấn là hoạt động kinh doanh truyền thống và có đóng góp lớn nhất vào doanh thu và lợi nhuận gộp như: quy hoạch, khảo sát, thiết kế, giám sát và quản lý xây dựng các công trình điện, sản xuất và cung cấp các thiết bị phụ trợ cho việc thi công công trình. Chúng tôi nhận thấy TV2 đang có khả năng tham gia tư vấn cho đa dạng các loại hình nguồn điện khác nhau như: thủy điện, nhiệt điện và năng lượng tái tạo, tư vấn lưới điện và trạm biến áp với hầu hết các giai đoạn phát triển của dự án.

Thủy điện

Giai đoạn	Quy hoạch	NCTKT&NCKT	Thiết kế kỹ thuật	Thiết kế Bản vẽ Thi công	Tư vấn giám sát	Thẩm định TKKT	Vận hành hồ chưa	Kiểm định an toàn đập
Tham gia	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Nhiệt điện than

Giai đoạn	Quy hoạch	NCTKT&NCKT	Thiết kế kỹ thuật	Hồ sơ mời thầu	Thiết kế bản vẽ thi công, EPC	Tư vấn giám sát	Thẩm tra	Tư vấn quản lý dự án
Tham gia	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Năng lượng tái tạo

Giai đoạn	Quy hoạch	NCTKT&NCKT	Thiết kế kỹ thuật	Thiết kế bản vẽ thi công, EPC	Tư vấn giám sát dự án
Tham gia	✓	✓	✓	✓	✓

Đường dây, trạm biến áp

Giai đoạn	Dự án ĐTXD	TKKT/Hồ sơ mời thầu	Thiết kế bản vẽ thi công
Tham gia	✓	✓	✓

Nguồn: TV2, VCBS

Giai đoạn 2020-2021: Doanh thu mảng tư vấn của TV2 có sự tăng trưởng cao so với giai đoạn trước do sự phát triển bùng nổ của các dự án năng lượng tái tạo nhờ cơ chế ưu đãi giá FIT. Một số hợp đồng lớn của TV2 trong giai đoạn trên như: EPC nhà máy điện mặt trời Gio Thành 1,2, EPC cho khoảng 60MWp điện mặt trời áp mái, EPC cho nhà máy điện gió Tân Thuận, ngoài ra còn có một số hợp đồng khác như: EPC trạm biến áp và đường dây 110kV cho nhà máy điện gió Chính Thắng, EPC đường dây 500kV đấu nối nhà máy điện Duyên Hải 2 và nhiều dự án khác. Trong năm 2022, sau khi cơ chế giá FIT hết hạn và QHĐ VIII vừa chỉ mới được phê duyệt trong T5.2023 đã gây khó khăn và thiếu cơ sở để các chủ đầu tư có thể khảo sát và triển khai dự án, ảnh hưởng đến khối lượng công việc của TV2.

Trong 6T.2023: DTT mảng tư vấn đạt 253 tỷ đồng (-53,6% yoy) do (1) Backlog các hợp đồng tư vấn chuyển tiếp từ cuối năm 2022 ở mức thấp; (2) Các hợp đồng tổng thầu EPC cho dự án điện sinh khối Hậu Giang và quản lý dự án tại thủy điện Thác Bà 2 vẫn chưa thể hạch toán ghi nhận doanh thu do các dự án trên vẫn đang trong giai đoạn đầu triển khai.

Vận hành nhà máy điện

Quản lý vận hành nhà máy điện là mảng kinh doanh mới của TV2 từ năm 2019, TV2 là doanh nghiệp tiên phong thành lập trung tâm vận hành nhà máy điện từ xa OCC. Tại trung tâm này, TV2 sẽ quản lý, giám sát nhà máy thông qua các thông số như: công suất phát điện, hiệu suất hoạt động của các tấm pin năng lượng mặt trời, vận tốc gió, tình trạng thiết bị nhà máy để có thể đánh giá chính xác tình hình hoạt động của nhà máy, kịp thời phát hiện và xử lý sự cố khi cần thiết. Ngoài ra, TV2 còn cung cấp dịch vụ vận hành trực tiếp tại nhà máy điện theo yêu cầu của chủ đầu tư. TV2 hiện chủ yếu cung cấp dịch vụ quản lý vận hành cho các loại hình như: điện mặt trời, điện gió và nhiệt điện than.

Đối với điện mặt trời: TV2 cung cấp dịch vụ quản lý vận hành và bảo trì nhà máy, trạm biến áp, dịch vụ cắt cỏ và vệ sinh pin, đây cũng là loại hình nguồn điện chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng công suất quản lý vận hành của TV2.

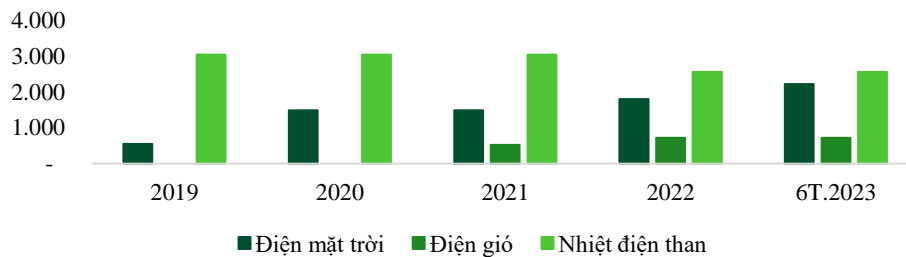
Đối với điện gió: TV2 cung cấp dịch vụ quản lý vận hành và bảo trì đường dây và trạm biến áp do sự phụ thuộc công nghệ vào các đối tác cung cấp ở nước ngoài, việc vận hành và bảo dưỡng các thiết bị chính vẫn cần có sự tham gia của đội ngũ chuyên gia từ các nhà cung cấp thiết bị. TV2 hiện đang nâng cao chất lượng đội ngũ vận hành để có thể tham gia vận hành phần thiết bị chính.

Đối với nhiệt điện than: TV2 chủ yếu cung cấp dịch vụ vận hành hệ thống than, tro xỉ và một số hệ thống phụ trợ khác như: hệ thống xử lý nước và nước thải, bộ lọc bụi tĩnh điện (ESP) và lò hơi tuabin-máy phát. TV2 dự kiến sẽ tham gia vào quản lý vận hành toàn bộ nhà máy.

Giai đoạn 2019-2022: công suất quản lý vận hành các dự án năng lượng tái tạo của TV2 đạt mức tăng trưởng kép bình quân hàng năm ở mức 46,3%/năm do sự bùng nổ của năng lượng tái tạo, số lượng các chủ đầu tư ngoài ngành điện là rất lớn, do đó gia tăng đáng kể nhu cầu vận hành chuyên nghiệp. Sau khi hết hạn giá FIT, công suất quản lý của TV2 vẫn tiếp tục tăng trưởng tương đối tốt, cho thấy sự tin tưởng của các chủ đầu tư vào năng lực và kinh nghiệm trong ngành của TV2. Đến cuối năm 2022, tổng công suất vận hành NLTT của TV2 lên đến 2.522 MW (+25,0% yoy) và ghi nhận doanh thu đạt 218 tỷ đồng (+23,0% yoy).

Trong 6T.2023, công suất quản lý vận hành kỷ mới của TV2 đạt hơn 425 MW gồm một số dự án như: BIM 2 và Trạm Cát Quán Thè (325 MW), EUROPLAST Phú Yên (50 MW) và Thành Long Phú Yên (50 MW).

Công suất quản lý vận hành lũy kế (MW)



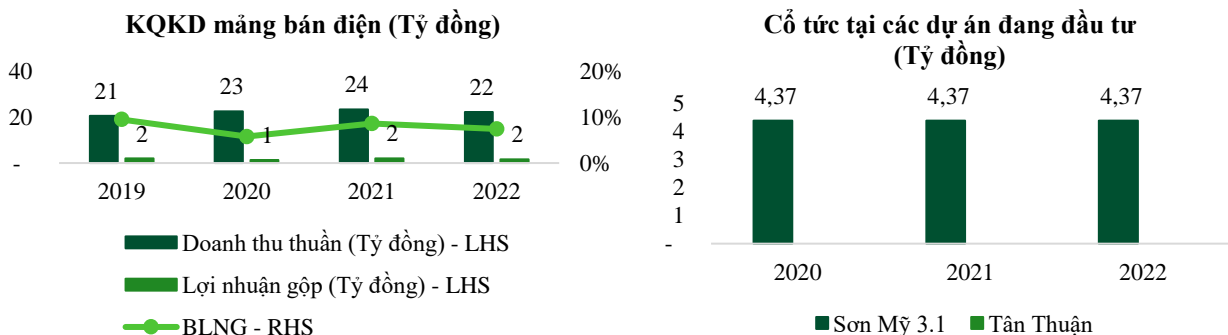
Nguồn: TV2, VCBS

HOẠT ĐỘNG GIA CÔNG CƠ KHÍ: Đối với gia công cơ khí, TV2 thực hiện chế tạo và cung cấp kết cấu thép, chế tạo các thiết bị phụ trợ đặc biệt và các thiết bị khác cho nhà máy điện.

Giai đoạn 2020-2021, doanh thu mảng gia công cơ khí của TV2 có sự tăng trưởng tốt nhờ các hợp đồng chế tạo phần kết cấu thép cho các dự án công ty thực hiện hợp đồng EPC. Sang đến năm 2022, sự phát triển chậm lại của các dự án năng lượng tái tạo khiến cho doanh thu mảng cơ khí của TV2 tăng trưởng chậm lại.

Trong 6T.2023, DTT mảng gia công cơ khí sụt giảm mạnh chỉ còn 5,5 tỷ đồng (-92,1% yoy) do các hợp đồng EPC vẫn đang trong giai đoạn đầu triển khai nên nhu cầu sản xuất các kết cấu khung thép phụ trợ chưa cao.

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ DỰ ÁN NGUỒN ĐIỆN



Nguồn: TV2, VCBS

Khi tham gia tư vấn trong giai đoạn đầu của các dự án nguồn điện, TV2 sẽ có lợi thế trong việc lựa chọn được những dự án phù hợp và tỷ suất sinh lợi kỳ vọng cao để tham gia đấu thầu hoặc đầu tư. Tính đến thời điểm hiện tại, có 03 dự án mà TV2 làm chủ đầu tư và tham gia góp vốn đã chính thức vận hành phát điện như: điện mặt trời TTĐL Vĩnh Tân, điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 và điện gió Tân Thuận.

Danh sách các dự án đầu tư nguồn điện

Dự án	Loại hình	Công suất (MW/MWp)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Tiến độ	IRR ước tính
TTĐL Vĩnh Tân	ĐMT	6,2	107	100%	Vận hành 2019	18,6%
Sơn Mỹ 3.1	ĐMT	50	1.149	25%	Vận hành 2019	13,2%
Tân Thuận	Điện gió	100	2.950	25%	Vận hành 2021	18,0%

Nguồn: TV2, VCBS

Dự án ĐMT TTĐL Vĩnh Tân (6,2 MWp) do TV2 làm chủ đầu tư, sở hữu 100% vận hành từ năm 2019 và được hưởng giá bán ưu đãi tương đối cao ở mức 9,35 Cents/kWh, khi đi vào vận hành ổn định, dự án đóng góp 22-24 tỷ đồng doanh thu hàng năm cho TV2 (chiếm 0,6%-1,7% tổng doanh thu thuần hàng năm), do TV2 thực hiện chế độ khấu hao nhanh trong khoảng từ 5-5,5 năm so với vòng đời dự án lên đến 20 năm nên ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của dự án trong giai đoạn đầu. Chúng tôi ước tính đến năm 2025, sau khi hoàn thành khấu hao, lợi nhuận gộp mảng bán điện của TV2 sẽ tăng trưởng từ mức 1,2 tỷ đồng/năm lên mức khoảng 20-21 tỷ đồng/năm. Dự án sẽ mang lại dòng tiền ổn định cho TV2 hàng năm ở mức 21 tỷ đồng, chúng tôi ước tính IRR cho dự án ở mức 18,6%.

Dự án ĐMT Sơn Mỹ 3.1 (50 MWp), TV2 tham gia góp vốn 25% vào dự án. Dự án vận hành từ năm 2019 và được hưởng giá bán ưu đãi ở mức 9,35 Cents/kWh. Sản lượng điện hàng năm ước tính khoảng 80 triệu kWh và doanh thu hàng năm khoảng 180 tỷ đồng. Kể từ năm 2020, dự án đều đặn mang lại 4,37 tỷ đồng cổ tức cho TV2. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu tăng dần tỷ lệ chi trả cổ tức trong tương lai sau khi đi vào vận hành ổn định và áp lực chi phí lãi vay giảm dần qua các năm. Chúng tôi ước tính IRR của dự án ở mức khoảng 13,2%, thấp hơn so với ước tính ban đầu của doanh nghiệp (>20%) do dự án có suất đầu tư khá cao (cao hơn khoảng 30% so với dự án ĐMT TTĐL Vĩnh Tân).

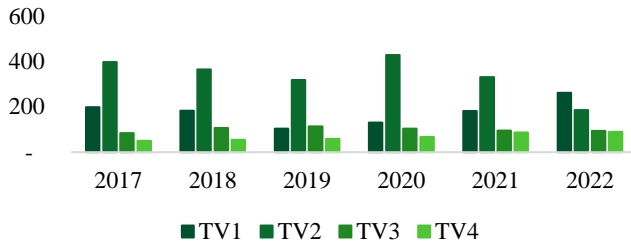
Dự án điện gió Tân Thuận (75 MW), TV2 tham gia góp vốn 25% vào dự án. Dự án đã chính thức vận hành thương mại từ năm 2021 và được hưởng giá bán ưu đãi 9,8 Cents/kWh. Trong năm 2022, dự án ghi nhận mức sản lượng 119,51 triệu kWh và doanh thu đạt 273,17 tỷ đồng, mức sản lượng thực phát trong năm thấp hơn đáng kể so với ước tính của chúng tôi ở mức khoảng 263 triệu kWh. Nguyên nhân chủ yếu khiến sản lượng sụt giảm mạnh do tốc độ gió thấp bất thường trong năm. Do kết quả kinh doanh kém khả quan, dự án Tân Thuận chưa chi trả cổ tức trong năm 2022.

Trong 6T.2023, DTT bán điện đạt 10,7 tỷ đồng (-16,0% yoy) do sản lượng được huy động thấp hơn.

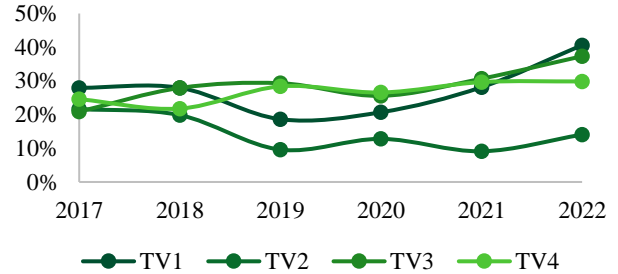
VỀ LỢI NHUẬN

TV2 có biên lợi nhuận gộp tương đối thấp hơn so với các doanh nghiệp tư vấn đang niêm yết khác

Lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp tư vấn (Tỷ đồng)



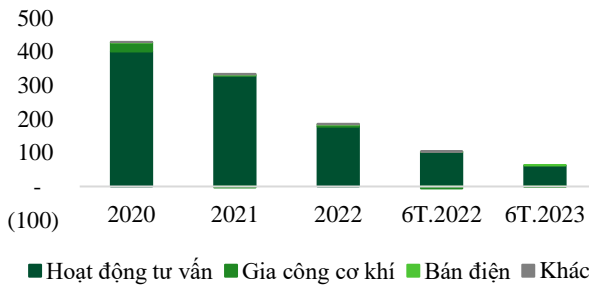
Biên lợi nhuận gộp



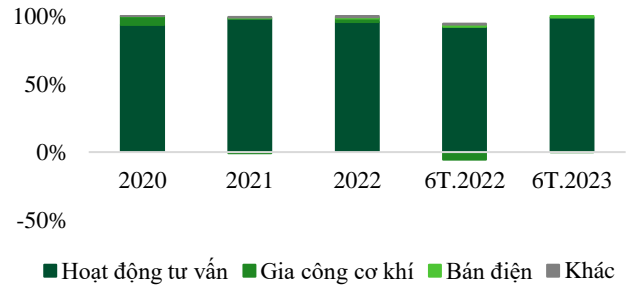
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, VCBS

So với các doanh nghiệp khác trong lĩnh vực tư vấn, TV2 có mức biên lợi nhuận gộp thấp hơn khá nhiều do hoạt động tổng thầu EPC cho các dự án nguồn điện đang dần đóng góp đáng kể vào doanh thu trong các năm gần đây đặc biệt trong giai đoạn phát triển mạnh mẽ của năng lượng tái tạo, tổng thầu EPC thường sẽ có biên lợi nhuận gộp thấp hơn khá nhiều so với công việc thuần tư vấn, thiết kế của các doanh nghiệp như TV1, TV3 và TV4. Tuy nhiên, nhờ kinh nghiệm và uy tín trong ngành, TV2 đã ký được nhiều hợp đồng có giá trị lớn nên vẫn duy trì được tăng trưởng lợi nhuận gộp qua các năm.

Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)



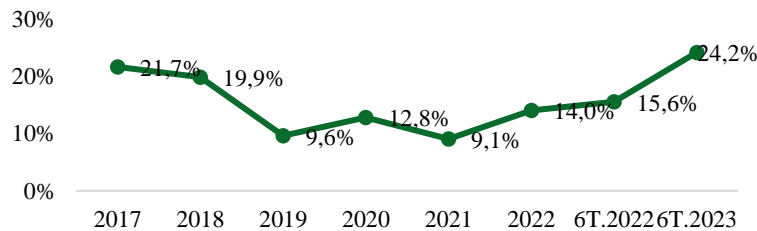
Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: TV2, VCBS

HOẠT ĐỘNG TƯ VẤN, VẬN HÀNH NHÀ MÁY ĐIỆN

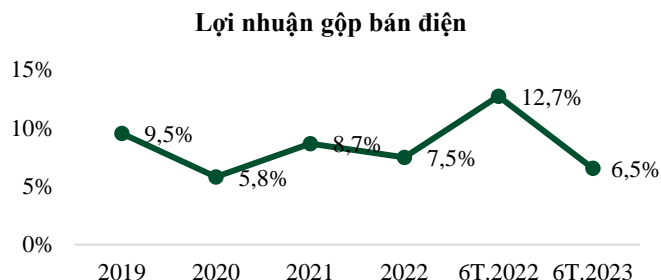
Biên lợi nhuận gộp mảng tư vấn và gia công cơ khí



Giai đoạn 2020-2021: Biên lợi nhuận có sự sụt giảm mạnh trong khoảng 9%-11% trước khi phục hồi trở lại mức 14% trong năm 2022, tuy nhiên vẫn thấp hơn mức trung bình khoảng 20% trong giai đoạn trước do tỷ trọng đóng góp doanh thu từ các hợp đồng EPC cho các dự án điện mặt trời và điện gió lớn hơn. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2020-2021 được cải thiện một phần nhờ đóng góp của mảng quản lý vận hành. Chi phí chính của mảng quản lý vận hành chủ yếu bao gồm chi phí đầu tư hệ thống ban đầu và chi phí nhân công, do đó mảng kinh doanh này thường sẽ có biên lợi nhuận tốt hơn so với mảng tư vấn truyền thống, tuy nhiên mức độ biến động biên lợi nhuận từng dự án tương đối lớn (ước tính dao động từ 5%-30%) và phụ thuộc nhiều vào khối lượng công việc mà TV2 cung cấp.

Trong 6T.2023: BLNG mảng tư vấn đạt mức 27,4% so với 20,3% cùng kỳ do tỷ trọng đóng góp từ các hợp đồng khảo sát, tư vấn có biên lợi nhuận tốt hơn so với các hợp đồng tổng thầu EPC và đóng góp của hơn 425 MW công suất vận hành mới cũng có biên lợi nhuận tốt hơn.

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ DỰ ÁN NGUỒN ĐIỆN

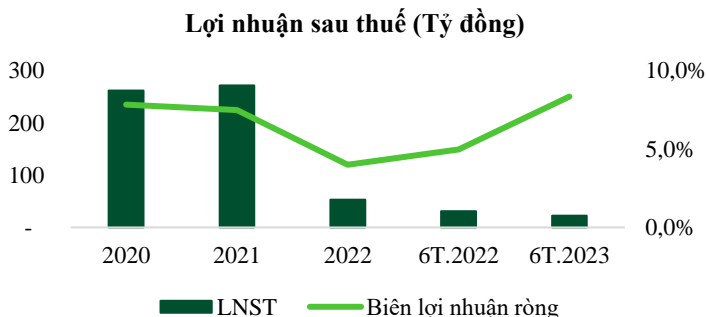


Nguồn: TV2, VCBS

Lợi nhuận gộp mảng bán điện của TV2 tương đối thấp do doanh nghiệp thực hiện khâu hao nhanh dự án ĐMT TTĐL Vĩnh Tân (6,2 MWp) trong khoảng từ 5-5,5 năm so với vòng đời dự án lên đến 20 năm do đó sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của dự án trong giai đoạn đầu vận hành.

Trong 6T.2023, biên lợi nhuận gộp bán điện của TV2 chỉ đạt 6,5%, thấp hơn so với mức 12,7% cùng kỳ do sản lượng được huy động thấp hơn.

LỢI NHUẬN SAU THUẾ

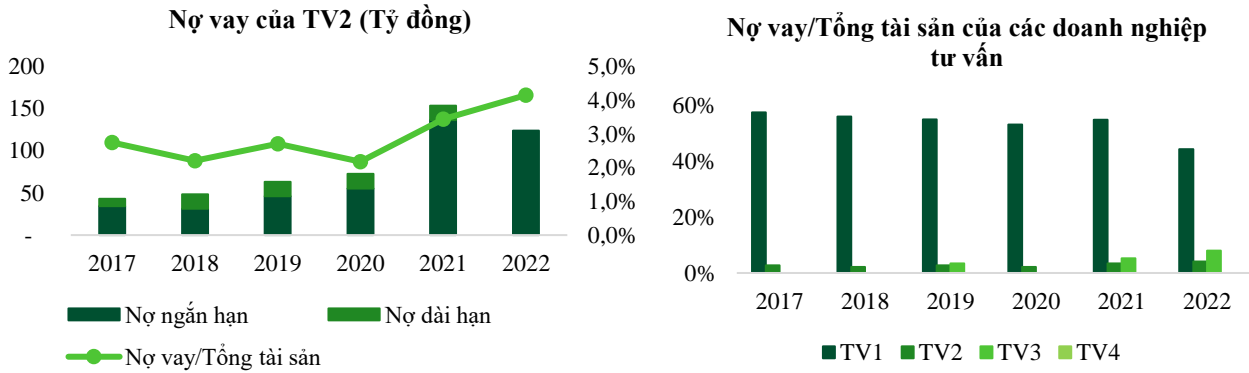


Nguồn: TV2, VCBS

LNST của TV2 có sự tăng trưởng đồng pha với tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2020-2021 và sụt giảm mạnh trong năm 2022. Trong 6T.2023, LNST đạt 22,5 tỷ đồng (-28,25% yoy) do: (1) Lợi nhuận gộp chỉ đạt 63,3 tỷ đồng (-35,6% yoy); (2) Chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 43,9 tỷ đồng (-33,92% yoy) do hoàn nhập chi phí dự phòng khi hết hạn bảo hành dự án; (3) Chi phí tài chính giảm mạnh xuống còn 4,2 tỷ đồng (-56,74% yoy) do duy trì mức nợ vay thấp và không còn ghi nhận lỗ tỷ giá.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

TV2 có cơ cấu tài chính lành mạnh với mức độ sử dụng nợ vay thấp



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, VCBS

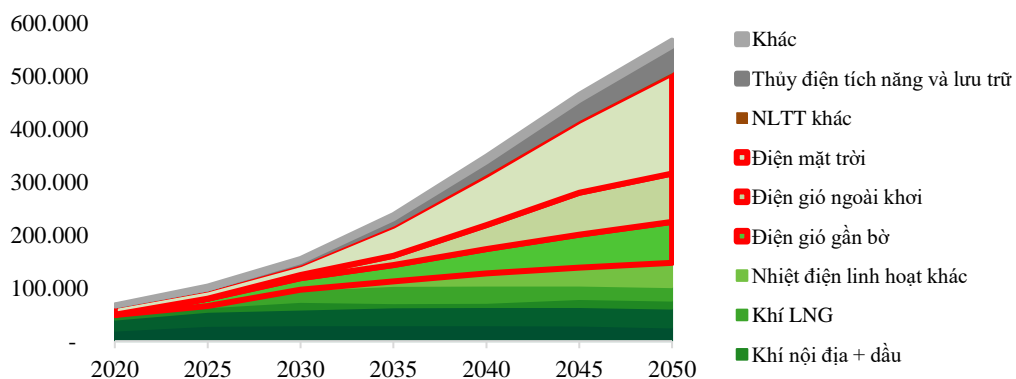
Do hoạt động trong lĩnh vực tư vấn nên TV2 ít có nhu cầu đầu tư tài sản cố định lớn, do đó doanh nghiệp luôn duy trì nợ vay ở mức thấp trong quá khứ, chủ yếu phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động. Ngoài ra, TV2 luôn duy trì dòng tiền ổn định nhờ quản lý hiệu quả các khoản phải thu.

TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN

Quy hoạch điện VIII được phê duyệt là cú hích cho sự tăng trưởng cho các doanh nghiệp xây lắp và tư vấn điện nói chung và TV2 nói riêng.

Ngày 15/05/2023, chính phủ đã ký quyết định số 500/QĐ-TTg về việc phê duyệt quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050. QHĐ VIII tiếp tục định hướng đẩy mạnh phát triển các loại hình năng lượng tái tạo và dần loại bỏ các nguồn điện sử dụng nhiên liệu hóa thạch (*chi tiết ở Phụ lục 01*). Chúng tôi đánh giá tiềm năng khối lượng công việc dành cho TV2 trong giai đoạn sắp tới là rất lớn xét về sự đa dạng các loại hình dịch vụ có thể cung cấp cho chủ đầu tư của các loại hình nguồn điện khác nhau.

Công suất nguồn điện theo dự thảo QHĐ VIII - Kịch bản phụ tải cao có dự phòng công suất (MW)



Nguồn: QHĐ VIII, VCBS

Nhiệt điện than

Đối với các dự án nhiệt điện than, hiện nay còn có 04 dự án chưa được triển khai xây dựng hoặc đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư như Long Phú 1, Nam Định 1, Vĩnh Tân 3 và Sông Hậu 2 (*chi tiết ở Phụ lục 02*) do các khó khăn về vấn đề thu xếp vốn, hiện nay các tổ chức tài chính lớn trên thế giới đều hạn chế cho vay đối với các hoạt động đầu tư vào các nguồn năng lượng sử dụng nhiên liệu hóa thạch. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng các chủ đầu tư có thể thu xếp vốn thành công và triển khai dự án do hiện

nay trước nhu cầu tiêu thụ điện được dự báo vẫn tăng trưởng ở mức cao để đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế, Việt Nam vẫn sẽ phải cần một lượng công suất nguồn chạy nền ổn định. Đối với các dự án Long Phú 1, Nam Định 1 và Vĩnh Tân 3, TV2 có thể tham gia cung cấp các dịch vụ như: lập báo cáo nghiên cứu tiền khả thi/khả thi (PreFS/FS), thiết kế kỹ thuật và lập hồ sơ mời thầu hay tham gia vào các tổ hợp thầu EPC cho các dự án trên.

Nhiệt điện khí

Đối với các dự án nhiệt điện khí sử dụng nguồn khí trong nước, TV2 đã từng tham gia chủ yếu vào các giai đoạn như lập báo cáo nghiên cứu tiền khả thi/khả thi, thiết kế kỹ thuật, lập hồ sơ mời thầu và tư vấn giám sát thi công dự án. Chúng tôi kỳ vọng trong giai đoạn sắp tới, TV2 có thể tham gia vào các tổ hợp hoặc tổng thầu EPC cho các dự án điện khí mới (giá trị hợp đồng EPC ước tính khoảng 80% tổng vốn đầu tư) nhờ năng lực thi công cải thiện đáng kể trong những năm gần đây (*chi tiết các dự án ở Phụ lục 03*).

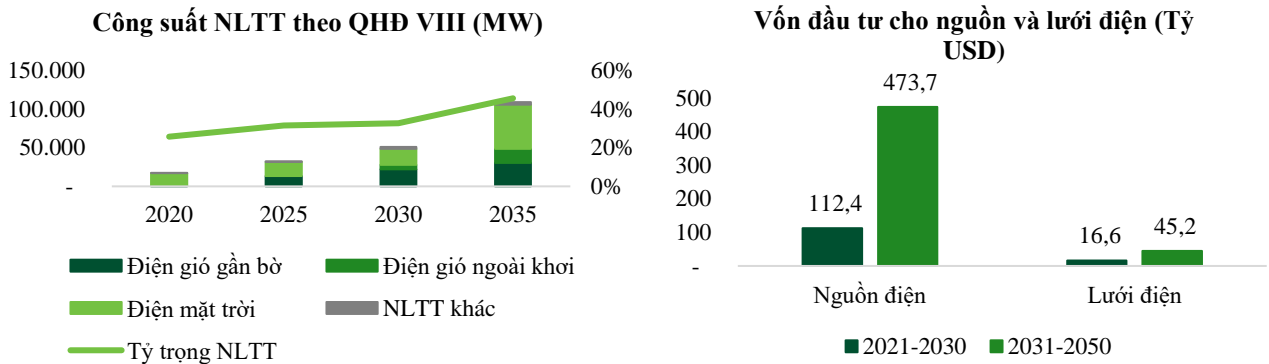
Nhiệt điện khí LNG

Nhiệt điện khí LNG là nguồn điện được đẩy mạnh phát triển thứ hai sau điện gió gần bờ với khoảng 22,4 GW công suất được triển khai cho đến năm 2030 nhằm bù đắp cho sự thiếu hụt của nguồn khí nội địa. TV2 hoàn toàn có đầy đủ năng lực để cạnh tranh với các doanh nghiệp tư vấn khác và làm tổng thầu EPC cho các dự án trên (*chi tiết ở Phụ lục 04*).

Thủy điện

Mặc dù thủy điện không còn nhiều tiềm năng khai thác so với các loại hình nguồn điện khác nhưng chúng tôi đánh giá khối lượng công việc dành cho TV2 đến năm 2030 vẫn còn rất lớn do: (1) Còn khoảng hơn 340 MW tiềm năng của thủy điện lớn và hơn 2.600 MW công suất mở rộng của các dự án thủy điện lớn sẽ tiếp tục được triển khai; (2) Tiềm năng khai thác của thủy điện nhỏ vẫn còn tương đối lớn với hơn 10 GW. TV2 sẽ có lợi thế cạnh tranh lớn nhờ kinh nghiệm tư vấn cho các dự án thủy điện trọng điểm trong quá khứ như: Thác Bà, Trị An, Hòa Bình... Các công việc chính mà TV2 có khả năng cao sẽ tham gia vào các dự án sắp tới như: Lập PreFS, FS, lập hồ sơ mời thầu, tư vấn giám sát và kiểm định an toàn đập.

Năng lượng tái tạo



Nguồn: QHĐ VIII, VCBS

Chúng tôi cho rằng hoạt động tư vấn xây lắp của TV2 sẽ được hưởng lợi nhờ việc QHĐ VIII tiếp tục định hướng đẩy mạnh phát triển NLTT đến năm 2030. Điện gió gần bờ là nguồn điện được phát triển mạnh nhất trong giai đoạn 2020-2030 với tốc độ tăng trưởng công suất kép hàng năm lên đến 44,8%/năm và đạt mức 21.880 MW (14,1% tổng công suất) vào năm 2030. Ngoài ra còn có 6 GW công suất điện gió ngoài khơi sẽ được triển khai trong giai đoạn trên. Với kinh nghiệm từng thực hiện tổng thầu EPC cho dự án điện gió Tân Thuận cùng với vị thế lớn của doanh nghiệp khảo sát, tư vấn hàng đầu, tiếp cận các dự án từ giai đoạn rất sớm nên TV2 có thể là ứng viên nặng ký trực tiếp cạnh tranh với các nhà thầu trong và ngoài nước khác để đấu thầu các dự án điện gió. Chúng tôi kỳ vọng tiềm năng công việc từ điện gió sẽ một phần bù đắp cho sự sụt giảm khối lượng công việc của điện mặt trời khi công suất nguồn điện này chỉ tăng trưởng ở mức 2,2%/năm đến năm 2030.

Ngoài điện gió và điện mặt trời, nguồn điện sinh khối cũng được đẩy mạnh phát triển với tốc độ tăng trưởng kép công suất hàng năm lên đến 19% với khoảng 2.270 MW công suất dự kiến vận hành vào năm 2030.

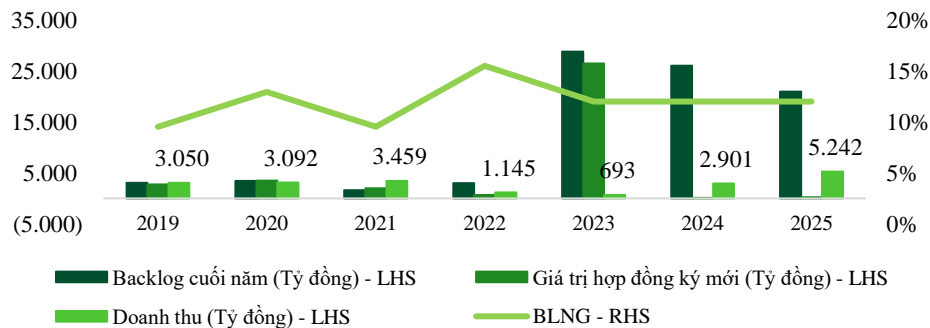
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Kỳ vọng mảng tư vấn khảo sát, tổng thầu EPC sẽ có sự tăng trưởng tốt nhờ hàng loạt hợp đồng mới được ký kết

TV2 hiện đã ký kết hợp đồng EPC với một số dự án lớn như:

- Dự án nhiệt điện sông Hậu 2:** dự án có công suất 2.012 MW, tổng vốn đầu tư khoảng 72.000 tỷ đồng, được chính phủ giao Tập đoàn Toyo Ink Group Berhad (Malaysia) làm chủ đầu tư từ tháng 3 năm 2013. Các hợp đồng chính của dự án gồm hợp đồng BOT, hợp đồng mua bán điện và hợp đồng thuê đất đã được ký kết vào tháng 12.2020 và đã có hiệu lực pháp lý. Vào T3.2023, tổ hợp thầu gồm TV2 và Sunway Construction đã ký kết hợp đồng EPC của dự án với tổng giá trị hợp đồng lên đến 2,42 tỷ USD, giá trị hợp đồng của TV2 trong tổ hợp thầu trên là 45% (1,089 tỷ USD), TV2 sẽ cung cấp dịch vụ tư vấn và mua sắm các thiết bị phụ trợ. Hiện nay, dự án đang trong quá trình thu xếp vốn và các vướng mắc liên quan đến bồi thường giải phóng mặt bằng và tái định cư. Về vấn đề thu xếp vốn, Exim Bank of Malaysia là ngân hàng đại diện thu xếp khoản vay vốn hợp nhất 2,42 tỷ USD để tài trợ cho dự án. Vào đầu T5.2023, chủ đầu tư đã nhận được bản điều khoản và điều kiện của khoản vay và đang tiến hành đàm phán, quá trình đàm phán hiện đang có những tín hiệu rất khả quan. Chúng tôi cũng kỳ vọng Bộ Công Thương sẽ sớm có hướng dẫn cụ thể về các vướng mắc còn lại trong quá trình bồi thường tái định cư. Chúng tôi kỳ vọng chủ đầu tư sẽ thu xếp vốn thành công và dự án có thể được bắt đầu triển khai từ cuối năm 2023. Nếu được triển khai, dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 sẽ mang lại hơn 25.000 tỷ đồng doanh thu cho TV2 giai đoạn 2024-2027.
- Dự án nhiệt điện sinh khối Hậu Giang:** dự án có công suất 20 MW với tổng vốn đầu tư khoảng 875 tỷ đồng đã được khởi công vào vào T12.2022. TV2 sẽ thực hiện thi công tổng thầu cho dự án, chúng tôi ước tính dự án trên sẽ mang lại 700 tỷ đồng doanh thu cho TV2 trong giai đoạn từ 2022-2024.
- Dự án nhiệt điện sinh khối Trà Vinh:** dự án có công suất 25 MW với tổng vốn đầu tư khoảng 1.066 tỷ đồng, hiện dự án đã nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư vào T10.2022, hiện đang trong giai đoạn lập báo cáo khả thi (FS) và chuẩn bị công tác giải phóng mặt bằng. Chúng tôi vẫn giữ nguyên kỳ vọng dự án sẽ hoàn tất khâu chuẩn bị và khởi công vào Q3.2023. Chúng tôi ước tính dự án trên có thể mang lại 852 tỷ đồng doanh thu cho TV2 trong giai đoạn từ 2023-2024.
- Dự án thủy điện Thác Bà 2:** Dự án có công suất 18,9 MW với tổng vốn đầu tư khoảng 709 tỷ đồng đã được khởi công vào T10.2022. TV2 đã ký kết hợp đồng cung cấp dịch vụ quản lý dự án và giám sát xây dựng (PMC) cho dự án. Chúng tôi ước tính doanh thu dịch vụ ghi nhận từ dự án này khoảng 3%-5% tổng vốn đầu tư, tương ứng 20-30 tỷ đồng.

KQKD mảng tư vấn, thiết kế

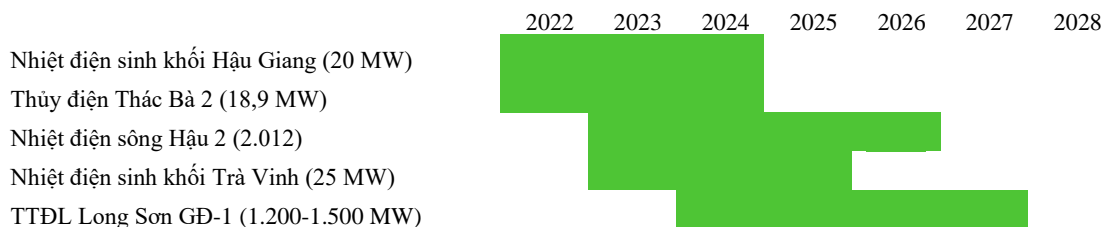


Nguồn: TV2, VCBS

Chúng tôi điều chỉnh doanh thu dự phóng trong giai đoạn 2023/2024/2025 lần lượt -50,0%/+37,3%/65,8% so với dự phóng trong báo cáo ngành điện 2H.2023 do: (1) Điều chỉnh doanh thu ký mới trong năm 2023 lên 26.492 tỷ đồng gồm 850 tỷ đồng từ hợp đồng EPC dự án điện sinh khối Trà Vinh, 50 tỷ đồng từ các hợp đồng tư vấn đường dây và 25.592 tỷ đồng hợp đồng EPC cho dự án Sông Hậu 2; (2) Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính giá trị hợp đồng ký mới do cơ chế giá cho các dự án NLTT vẫn chưa được ban hành dẫn đến thiếu cơ sở cho các chủ đầu tư có thể triển khai thực hiện khảo sát, đánh giá dự án. Ngoài ra, các dự án xây lắp đường dây

truyền tải điện lớn vẫn chưa được triển khai do hiện nay trong quá trình triển khai, các dự án vẫn còn gặp vướng mắc liên quan đến GPMB liên quan đến chuyển đổi mục đích sử dụng đất rừng.

Các dự án lớn của TV2



Nguồn: TV2, VCBS

Tiềm năng tăng trưởng lớn của mảng quản lý và vận hành nhà máy điện

Theo kịch bản nhu cầu phụ tải cao có dự phòng công suất trong QHĐ VIII, tổng công suất nguồn điện sẽ đạt mức 155.544 MW vào năm 2030 tương ứng tốc độ tăng trưởng kép công suất hàng năm lên đến 8,6%/năm trong giai đoạn 2020-2030 trong đó NLTT là loại hình được phát triển mạnh nhất. Chúng tôi cho rằng số lượng các nhà đầu tư ngoài ngành điện là rất lớn sẽ làm gia tăng nhu cầu quản lý vận hành chuyên nghiệp. Việc thuê các đơn vị chuyên nghiệp như TV2 vận hành nhà máy giúp các chủ đầu tư có thể giảm thiểu chi phí đặc biệt là chi phí nhân công (ước tính giảm 30%-40% so với tự vận hành) và tập trung để đầu tư vào các dự án khác. Ngoài ra, với kinh nghiệm và uy tín trong ngành, chúng tôi kỳ vọng TV2 sẽ ký được nhiều hợp đồng O&M ngay cả với các dự án đi vào vận hành.

TV2 cũng đã hoàn tất ký kết hợp đồng quản lý vận hành (O&M) cho dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 với thời hạn 25 năm, giá trị hợp đồng hàng năm là 86 triệu USD tương ứng doanh thu vận hành hàng năm khoảng 2.000 tỷ đồng. Khi nhà máy Sông Hậu 2 hoàn thành và đi vào vận hành, KQKD mảng vận hành của TV2 sẽ có sự tăng trưởng bứt phá.

Chúng tôi kỳ vọng tổng công suất kỹ mới của TV2 sẽ đạt 600 MW trong năm 2023 và điều chỉnh giảm dự phóng DTT và LNG cho mảng vận hành so với báo cáo ngành điện 2H.2023 ở mức -21,8%/-21,8% do điều chỉnh tăng công suất dự phóng ĐMT và giảm công suất điện gió.

Các dự án đầu tư nguồn điện lớn đã bắt đầu triển khai. Kỳ vọng khi các dự án đi vào vận hành ổn định và có lãi sẽ mang lại cổ tức ổn định cho TV2

Các dự án phát triển nguồn điện mà TV2 trực tiếp tham gia đầu tư như: dự án thủy điện Thác Bà 2 (45%) và điện sinh khối Hậu Giang (10%) đã bắt đầu triển khai vào cuối năm 2022 và dự kiến đi vào vận hành trong giai đoạn cuối năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng dự án nhiệt điện sinh khối Trà Vinh (10%) có thể bắt đầu khởi công trong Q3.2022. Các khoản đầu tư của TV2 được ghi nhận dưới phương pháp giá gốc do đó TV2 sẽ ghi nhận lợi nhuận tài chính khi các dự án có lãi sẽ chi trả cổ tức. Chúng tôi kỳ vọng do tính ổn định của mô hình kinh doanh và sau khi đi vào hoạt động ổn định, các khoản đầu tư trên sẽ mang lại nguồn cổ tức đều đặn cho TV2.

Dự án	Công suất (MW)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Tiến độ	IRR ước tính
Thủy điện Thác Bà 2	18,9	576	45%	Khởi công T10.2022	10,9%
Sinh khối Hậu Giang	20	875	10%	Khởi công T12.2022	22,4%
Sinh khối Trà Vinh	25	1.066	10%	Dự kiến khởi công trong Q3.2022	23,7%

Nguồn: TV2, VCBS

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP đối với TV2.

Giả định chi phí sử dụng vốn WACC.

WACC	
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	3,0%
Beta	1,00
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	14,0%
Chi phí sử dụng nợ vay	6,3%
Tỷ trọng VCSH	95,0%
Tỷ trọng nợ vay	5,0%
Chi phí sử dụng vốn WACC	13,6%

MẢNG TƯ VẤN THIẾT KẾ VÀ CƠ KHÍ

Chúng tôi định giá mảng tư vấn thiết kế và cơ khí với 2 kịch bản:

Kịch bản 1: Chưa bao gồm dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 trong mô hình định giá

Giả định:

Giá trị ký mới trong năm 2023 khoảng 900 tỷ đồng gồm: hợp đồng EPC dự án điện sinh khối Trà Vinh khoảng 850 tỷ đồng và giá trị tư vấn đường dây khoảng 50 tỷ đồng.

Giá trị ký mới trong năm 2024: hợp đồng tư vấn đường dây khoảng 100 tỷ đồng.

Tỷ lệ DTT/Backlog trong 02 năm 2023 và 2024 lần lượt 20% và 55% do chúng tôi kỳ vọng hợp đồng EPC cho dự án điện sinh khối Hậu Giang sẽ bắt đầu hạch toán doanh thu nhiều hơn trong năm 2024 sau giai đoạn đầu xây dựng trong năm nay.

Tỷ lệ DTT/Hợp đồng ký mới trong 02 năm 2023 và 2024 lần lượt 10% và 20% do chúng tôi kỳ vọng dự án điện sinh khối Trà Vinh sẽ bắt đầu được triển khai từ Q3.2023.

Chi phí SG&A giả định ở mức 3% doanh thu tư vấn.

Biên lợi nhuận gộp: 12%

Doanh thu gia công cơ khí/Doanh thu tư vấn: 2,0% và 8,5% trong 02 năm 2023 và 2024.

Biên lợi nhuận gộp mảng gia công cơ khí: 8,0%.

Năm	2023	2024
Doanh thu	707	1.944
Giá vốn hàng bán	622	1.717
Lợi nhuận gộp	84	227
Chi phí bán hàng và QLDN	21	58
EBIT	63	169
Lãi vay	7	7
EBT	56	162
Thuế TNDN	11	32
LNST	45	130

Chúng tôi định giá mảng tư vấn và thiết kế ở mức P/E mục tiêu: 10x.

Giá trị cho của mảng tư vấn thiết kế: $130 \times 10 = 1.300$ tỷ đồng.

Kịch bản 2: Bao gồm dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 trong mô hình định giá

Giả định:

Giá trị ký mới trong năm 2023 khoảng 900 tỷ đồng gồm: hợp đồng EPC dự án điện sinh khối Trà Vinh khoảng 850 tỷ đồng và giá trị tư vấn đường dây khoảng 50 tỷ đồng.

Giá trị ký mới trong năm 2024: hợp đồng tư vấn đường dây khoảng 100 tỷ đồng.

Giá trị hợp đồng EPC dự án sông Hậu 2 thuộc về TV2: 25.592 tỷ đồng và dự án sẽ được triển khai từ cuối năm 2023.

Tỷ lệ DTT/Backlog trong 02 năm 2023 và 2024 lần lượt 20% và 55% do chúng tôi kỳ vọng hợp đồng EPC cho dự án điện sinh khối Hậu Giang sẽ bắt đầu hạch toán doanh thu nhiều hơn trong năm 2024 sau giai đoạn đầu xây dựng trong năm nay.

Tỷ lệ DTT/Hợp đồng ký mới trong 02 năm 2023 và 2024 lần lượt 10% và 20% do chúng tôi kỳ vọng dự án điện sinh khối Trà Vinh sẽ bắt đầu được triển khai từ Q3.2023.

Giả định nếu dự án được triển khai: TV2 sẽ hạch toán doanh thu dự án Sông Hậu trong năm 2024 ở mức 10%

Chi phí SG&A giả định ở mức 3% doanh thu tư vấn.

Biên lợi nhuận gộp: 12%.

Doanh thu gia công cơ khí/Doanh thu tư vấn: 2,0% và 8,5% trong 02 năm 2023 và 2024.

Biên lợi nhuận gộp mảng gia công cơ khí: 8,0%.

Năm	2023	2024
Doanh thu	707	3.148
Giá vốn hàng bán	622	2.780
Lợi nhuận gộp	84	368
Chi phí bán hàng và QLDN	21	94
EBIT	63	273
Lãi vay	7	7
EBT	56	267
Thuế TNDN	11	53
LNST	45	213

Chúng tôi định giá mảng tư vấn và thiết kế ở mức P/E mục tiêu: 10x.

Giá trị cho của mảng tư vấn thiết kế: $213 \times 10 = 2.130$ tỷ đồng.

MẢNG QUẢN LÝ VẬN HÀNH NHÀ MÁY ĐIỆN

Kịch bản 1: Chưa bao gồm dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 trong mô hình định giá

Giả định:

Công suất điện mặt trời ký mới đạt 600 MW trong năm 2023 và sẽ tăng trưởng 3% trong các năm tiếp theo.

Tăng trưởng công suất điện gió vận hành hàng năm: 5%.

Chi phí vận hành bảo dưỡng nhà máy ĐMT: 4 USD/kWh.

Chi phí vận hành bảo dưỡng nhà máy điện gió: 7 USD/kWh.

Biên lợi nhuận gộp 20%.

Năm	2023	2024
-----	------	------

Doanh thu	282	291
Giá vốn hàng bán	225	233
Lợi nhuận gộp	56	58
Chi phí bán hàng và QLDN	6	6
EBIT	51	52
Lãi vay	-	-
EBT	51	52
Thuế TNDN	10	10
LNST	41	42

Chúng tôi định giá mảng tư vấn và thiết kế ở mức P/E mục tiêu: 10x.

Giá trị cho của mảng tư vấn thiết kế: $42 \times 10 = 420$ tỷ đồng.

Kịch bản 2: Bao gồm dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 trong mô hình định giá

Giả định:

Dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 chính thức vận hành vào năm 2027.

Công suất điện mặt trời ký mới đạt 600 MW trong năm 2023 và sẽ tăng trưởng 3% trong các năm tiếp theo

Tăng trưởng công suất điện gió vận hành hàng năm: 5%.

Chi phí vận hành bảo dưỡng nhà máy ĐMT: 4 USD/kWh.

Chi phí vận hành bảo dưỡng nhà máy điện gió: 7 USD/kWh.

Biên lợi nhuận gộp 20%.

Năm	2023	2024
Doanh thu	282	291
Giá vốn hàng bán	225	233
Lợi nhuận gộp	56	58
Chi phí bán hàng và QLDN	6	6
EBIT	51	52
Lãi vay	-	-
EBT	51	52
Thuế TNDN	10	10
LNST	41	42

Chúng tôi định giá mảng tư vấn và thiết kế ở mức P/E mục tiêu: 10x.

Giá trị cho của mảng tư vấn thiết kế: $42 \times 10 = 420$ tỷ đồng.

ĐIỆN MẶT TRỜI

Dự án điện mặt trời TTDL Vĩnh Tân

Giả định:

Thời gian hoạt động của dự án: 20 năm.

Tỷ lệ suy giảm sản lượng hàng năm: 0,5%.

Chi phí quản lý, bảo trì là 10 USD/kWh.

Miễn thuế trong 4 năm đầu, 5% trong 9 năm tiếp theo, 10% trong năm thứ 13 và 20% trong các năm sau đó.

Chi phí sử dụng vốn: 13,6%.

Năm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu	23	23	23	23	22	22	21	21
Giá vốn hàng bán	(21)	(21)	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
Lợi nhuận gộp	2	2	21	21	21	20	20	20
Chi phí QLDN	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	2	2	21	21	21	20	20	20
Lãi vay	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	2	2	21	21	21	20	20	20
Thuế TNDN	-	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
LNST	2	2	20	20	20	19	18	18
FCFF	21	21	20	20	20	19	18	18
Giá trị hiện tại FCFF	20	18	15	13	11	9	8	7
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2030								33
Giá trị mạng quản lý vận hành	133							

Dự án điện mặt trời Sơn Mỹ

Giả định:

Thời gian hoạt động của dự án: 20 năm.

Tỷ lệ suy giảm sản lượng hàng năm: 0,5%.

Chi phí quản lý, bảo trì là 10 USD/kWh.

Miễn thuế trong 4 năm đầu, 5% trong 9 năm tiếp theo, 10% trong năm thứ 13 và 20% trong các năm sau đó.

Cơ cấu vốn: 70% nợ vay và 30% vốn chủ sở hữu. Lãi vay: 9,0% và chi phí vốn chủ sở hữu: 13,6%.

Năm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu	181	184	184	181	177	174	170	170
Giá vốn hàng bán	(70)	(70)	(70)	(70)	(69)	(69)	(69)	(69)
Lợi nhuận gộp	111	115	115	111	108	105	101	101
Chi phí QLDN	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	111	115	115	111	108	105	101	101
Lãi vay	(62)	(58)	(53)	(48)	(43)	(38)	(34)	(29)
EBT	49	57	62	63	65	66	68	73
Thuế TNDN	-	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)
LNST	49	54	59	60	61	63	64	69
FCFF	169	166	166	163	160	157	154	154
Giá trị hiện tại FCFF	161	143	128	112	97	84	72	63
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2030								293
Giá trị dự án	1.152							
Điều chỉnh:	(692)							
Giá trị thuộc về cổ đông	460							
Giá trị thuộc về TV2	115							

DIỆN GIÓ

Dự án điện gió Tân Thuận

Giả định:

Thời gian hoạt động của dự án: 20 năm.

Chi phí vận hành, bảo dưỡng: 35 USD/kWh.

Tốc độ gió trung bình 7-8 m/s.

Hệ số công suất: 40%.

Miễn thuế trong 4 năm đầu, 5% trong 9 năm tiếp theo, 10% trong năm thứ 13 và 20% trong các năm sau đó.

Cơ cấu vốn: 70% nợ vay và 30% vốn chủ sở hữu. Lãi vay: 9,0% và chi phí vốn chủ sở hữu: 13,6%.

Năm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu	623	636	636	623	611	598	586	586
Giá vốn hàng bán	(211)	(212)	(212)	(211)	(210)	(208)	(207)	(207)
Lợi nhuận gộp	412	424	424	412	401	390	379	379
Chi phí QLDN	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	412	424	424	412	401	390	379	379
Lãi vay	(186)	(173)	(161)	(149)	(136)	(124)	(112)	(99)
EBT	226	250	262	263	265	266	268	280
Thuế TNDN	-	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(14)
LNST	226	238	249	250	251	253	254	266
FCFF	560	550	550	539	528	518	508	508
Giá trị hiện tại FCFF	537	475	425	371	322	279	240	210
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2030								981
Giá trị dự án	3.840							
Điều chỉnh:	(2.065)							
Giá trị thuộc về cổ đông	1.775							
Giá trị thuộc về TV2	444							

THỦY ĐIỆN

Dự án thủy điện Thác Bà 2

Giá định:

Dự án bắt đầu vận hành vào năm 2025.

Thời gian hoạt động của dự án: 20 năm.

Hệ số công suất trung bình qua các năm: 60%.

Tỷ lệ alpha sản lượng Qc hàng năm: 90%.

Giá định giá bán điện hợp đồng PPA: 800 đồng/kWh.

Cơ cấu vốn: 60% nợ vay và 40% vốn chủ sở hữu. Lãi vay: 7,0% và chi phí vốn chủ sở hữu: 13,6%.

Năm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Doanh thu	83	83	83	83	83	83	83	83
Giá vốn hàng bán	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)
Lợi nhuận gộp	46	46	46	46	46	46	46	46
Chi phí QLDN	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
EBIT	42	42	42	42	42	42	42	42
Lãi vay	(26)	(25)	(23)	(22)	(21)	(19)	(18)	(17)
EBT	16	17	18	20	21	22	24	25
Thuế TNDN	-	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
LNST	16	16	17	19	20	21	22	24

FCFF	70	68	68	68	68	68	68	68
Giá trị hiện tại FCFF	56	49	44	39	35	31	28	24
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2030								130
Giá trị dự án	436							
Điều chỉnh:	(346)							
Giá trị thuộc về cổ đông	91							
Giá trị thuộc về TV2	41							

DIỆN SINH KHỐI

Dự án điện sinh khối Hậu Giang

Giả định:

Dự án bắt đầu vận hành vào năm 2024.

Thời gian hoạt động của dự án: 20 năm.

Hệ số công suất trung bình qua các năm: 65%.

Giá bán điện: 8,47 Cent/kWh.

Chi phí vận hành, bảo dưỡng hàng năm: 10% doanh thu.

Cơ cấu vốn: 70% nợ vay và 30% vốn chủ sở hữu. Lãi vay: 8,0% và chi phí vốn chủ sở hữu: 13,6%.

Năm	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Doanh thu	238	233	229	224	220	220	220	220
Giá vốn hàng bán	(68)	(67)	(67)	(66)	(66)	(66)	(66)	(66)
Lợi nhuận gộp	171	166	162	158	154	154	154	154
Chi phí QLDN	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	171	171	166	162	158	154	154	154
Lãi vay	(49)	(47)	(44)	(42)	(39)	(37)	(34)	(32)
EBT	122	124	122	120	119	117	120	122
Thuế TNDN	-	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
LNST	122	118	116	114	113	111	114	116
FCFF	214	206	202	198	194	190	190	190
Giá trị hiện tại FCFF	186	161	141	123	106	92	81	71
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2031								364
Giá trị dự án	1.324							
Điều chỉnh:	(613)							
Giá trị thuộc về cổ đông	711							
Giá trị thuộc về TV2	71							

Dự án điện sinh khối Trà Vinh

Giả định:

Dự án bắt đầu vận hành vào năm 2024.

Thời gian hoạt động của dự án: 20 năm.

Hệ số công suất trung bình qua các năm: 65%.

Giá bán điện: 8,47 Cent/kWh.

Chi phí vận hành, bảo dưỡng hàng năm: 10% doanh thu.

Cơ cấu vốn: 70% nợ vay và 30% vốn chủ sở hữu.

Lãi vay: 8,0% và chi phí vốn chủ sở hữu: 13,6%.

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Doanh thu	298	298	292	286	280	275	275	275
Giá vốn hàng bán	(74)	(74)	(73)	(72)	(72)	(71)	(71)	(71)
Lợi nhuận gộp	224	224	219	214	208	203	203	203
Chi phí QLDN	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	224	224	219	214	208	203	203	203
Lãi vay	(60)	(57)	(55)	(52)	(50)	(47)	(45)	(43)
EBT	164	167	164	161	159	156	158	161
Thuế TNDN	-	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
LNST	164	159	156	153	151	148	150	153
FCFF	268	257	252	247	242	237	237	237
Giá trị hiện tại FCFF	233	201	175	153	132	114	101	88
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2031								461
Giá trị dự án	1.658							
Điều chỉnh:	(746)							
Giá trị thuộc về cổ đông	912							
Giá trị thuộc về TV2	91							

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Trường hợp 1: Chưa bao gồm dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 trong mô hình định giá.

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị (Tỷ đồng)	Giá trị mỗi cổ phần (VND)
Tư vấn thiết kế	P/E	1.300	19.252
Quản lý vận hành	P/E	420	6.220
Điện mặt trời	DCF	248	3.672
Điện gió	DCF	444	6.572
Thủy điện	DCF	41	604
Điện sinh khối	DCF	162	2.404
Tổng		2.615	38.724

Trường hợp 2: Bao gồm dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 trong mô hình định giá.

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị (Tỷ đồng)	Giá trị mỗi cổ phần (VND)
Tư vấn thiết kế	P/E	2.130	31.543
Quản lý vận hành	P/E	420	6.220
Điện mặt trời	DCF	248	3.672
Điện gió	DCF	444	6.572
Thủy điện	DCF	41	604
Điện sinh khối	DCF	162	2.404
Tổng		3.445	51.015

Nguồn: VCBS dự phóng

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thời tiết: Hoạt động của dự án điện gió Tân Thuận phụ thuộc rất lớn vào tốc độ gió và tốc độ gió không ổn định giữa các thời điểm trong ngày và giữa các tháng trong năm, do đó có thể ảnh hưởng phát điện của dự án.

Rủi ro về chính sách giá cho các dự án năng lượng tái tạo và các khó khăn trong triển khai xây dựng các dự án truyền tải điện. Hiện nay, mặc dù QHĐ VIII đã được phê duyệt nhưng kế hoạch triển khai cụ thể vẫn đang trong quá trình hoàn thiện và cơ chế giá cho các dự án NLTT sau này vẫn chưa được ban hành và các vướng mắc trong phát triển các dự án điện gió như: quy hoạch không gian biển, chính sách chọn chủ đầu tư... gây thiếu cơ sở cho các chủ đầu tư có thể triển khai kế hoạch thăm dò, khảo sát dự án. Ngoài ra, các dự án xây dựng các đường dây truyền tải điện lớn hiện nay vẫn đang gặp không ít khó khăn như: công tác đền bù GPMB và các vấn đề liên quan đến việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất rừng. Các khó khăn trên có thể ảnh hưởng đến giá trị hợp đồng ký mới trong tương lai của TV2. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chính phủ sẽ sớm có các cơ chế, giải pháp để kịp thời tháo gỡ các khó khăn trên để hướng đến mục tiêu giảm phát thải ròng vào năm 2050.

Rủi ro thu xếp vốn không thành công cho dự án nhiệt điện Sông Hậu 2. Hiện nay, chủ đầu tư Toyo Ink Group đã nhận được bản điều khoản chung về khoản vay và hai bên vẫn đang trong quá trình đàm phán. Theo như TV2 chia sẻ, đây là một trong các khoản vay cuối cùng mà các ngân hàng đồng ý tài trợ cho các dự án năng lượng hóa thạch và quá trình đàm phán hiện đang có những tín hiệu tích cực và kỳ vọng có thể đàm phán thành công trong Q3.2023. Tuy nhiên, vẫn có rủi ro phía chủ đầu tư và ngân hàng không thống nhất được các điều khoản tín dụng và dự án không được triển khai. Theo QHĐ VIII, dự án nếu không được triển khai trước tháng 6 năm 2024 sẽ buộc phải chấm dứt. Nếu dự án không được triển khai sẽ có ảnh hưởng trọng yếu đến dự án.

Rủi ro liên quan đến giá nguyên vật liệu đầu vào. Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào như giá thép có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các hợp đồng sản xuất kết cấu thép và hoạt động tổng thầu EPC.

Phụ lục 01. Công suất nguồn điện theo QHĐ VIII (Kịch bản cao có dự phòng công suất)

Loại hình	Công suất năm 2020 (MW)	Công suất năm 2030 (MW)
Nhiệt điện than	19.825	30.127
Thủy điện	20.789	29.346
Nhiệt điện khí (nội địa)	8.672	14.930
Nhiệt điện khí (LNG)	-	22.400
Điện gió gần bờ	539	21.880
Điện gió ngoài khơi	-	6.000
Điện mặt trời	16.491	20.591
NLTT khác	400	2.270
Các nguồn nhiệt điện khác	-	300
Thủy điện tích năng và lưu trữ	-	2.700
Khác	1.272	5.000

Nguồn: QHĐ VIII, VCBS

Phụ lục 02. Một số dự án nhiệt điện than tiêu biểu trong QHĐ VIII

Dự án	Công suất (MW)	Chủ đầu tư	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Giá trị hợp đồng EPC ước tính (Tỷ đồng)	Tiến độ
Na Dương II	110	TKV	4.194	3.315	Hiện đang tổ chức mời thầu lần thứ 3, đóng thầu vào 23/8/2023.
An Khánh	650	CTCP Nhiệt điện An Khánh	23.000	18.400	Hiện đã ký hợp đồng EPC, đang thực hiện thu xếp tài chính
Vũng Áng 2	1.330	Công ty TNHH Nhiệt điện Vũng Áng II	51.700	41.360	Đang thi công
Quảng Trạch I	1.200	EVN	41.130	30.236	Đang thi công
Vân Phong 1	1.320	Sumitomo	60.630	48.504	Dự kiến COD vào T8.2023
Long Phú 1	1.200	PVN	29.580	23.664	Đang hoàn thiện phương án tái triển khai dự án
Nam Định I	1.200	Acwa Power, Taekwang	51.700	41.360	Đang chuẩn bị hoàn thiện các hợp đồng dự án
Quảng Trị	1.200	EGATi	55.000	44.000	Dừng triển khai
Vĩnh Tân 3	1.980	EVN, tập đoàn Thái Bình Dương, Dusan-Mitsubishi	47.000	37.600	Đang gặp khó trong thu xếp vốn
Sông Hậu 2	2.120	Toyo Ink	72.000	56.870	Đang thu xếp vốn

Phụ lục 03. Một số dự án nhiệt điện khí tiêu biểu trong QHĐ VIII

Dự án	Công suất (MW)	Chủ đầu tư	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Tiến độ triển khai	Công việc của TV2
Dung Quất I	750	EVN	18.700	Lập FS	Lập FS
Dung Quất II	750	BOT	18.635	Đưa vào quy hoạch	Lập FS
Dung Quất III	750	EVN	17.538	Lập FS	Lập FS
Miền Trung I	750	PVN	19.000	Lập FS	N/A
Miền Trung II	750	PVN	19.000	Lập FS	N/A
Quảng Trị	340	BOT	6.979	Bổ sung QHĐ VII điều chỉnh	N/A
Ô Môn III	1.050	PVN	25.243	Đàm phán vốn vay ODA	Lập FS, thiết kế kỹ thuật, Hồ sơ mời thầu
Ô Môn IV	1.050	PVN	30.000	Đang xây dựng	Tư vấn giám sát
Ô Môn II	1.050	BOT	30.550	Lập FS	N/A

Nguồn: QHĐ VIII, VCBS

Phụ lục 04. Một số dự án nhiệt điện khí LNG tiêu biểu trong QHĐ VIII

Dự án	Công suất (MW)	Chủ đầu tư	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Tiến độ triển khai
LNG Cà Ná 1	1.500	n/a	49.000	Lập PreFS
Sơn Mỹ II CCGT	2.250	AES Việt Nam	50.432	Phê duyệt FS
Sơn Mỹ I CCGT	2.250	EDF, Kyushu và Sojitz, Tập đoàn Thái Bình Dương – Pacific	12.000	Lập FS
Nhon Trạch 3-4	1.500	PV Power	32.900	Đang triển khai
TBKHH Bạc Liêu	3.200	Delta Offshore Energy	94.000	Bổ sung vào QHĐ VII điều chỉnh
LNG Hiệp Phước	1.200-2700	Công ty TNHH Hải Linh	18.865	Đang triển khai
LNG Long An I-II	1.500-3.000	VinaCapital-GS Energy	73.555	Bổ sung vào QHĐ VII điều chỉnh
LNG Long Sơn	1.200-1.500	PGV-TV2-GE-TTC-MC	103.165	Bổ sung vào QHĐ VII điều chỉnh
LNG Quảng Ninh	1.500	PV Power-Colavi-Tokyo Gas-Marubeni	47.000	Bổ sung vào QHĐ VII điều chỉnh
LNG Hải Lăng	1.500	Hanwha-Kogas-Kospo-T&T	54.000	Bổ sung vào QHĐ VII điều chỉnh

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền và các khoản tương đương tiền	320	198	522	494	505
Các khoản đầu tư ngắn hạn	194	146	146	146	146
Các khoản phải thu	2.734	1.628	828	2.964	5.682
Hàng tồn kho	300	84	66	223	379
Tài sản ngắn hạn khác	67	41	19	73	140
Tài sản ngắn hạn	3.614	2.098	1.581	3.900	6.852
Tài sản cố định	486	481	453	425	398
Các khoản đầu tư dài hạn	356	402	402	402	402
Tài sản dài hạn khác	9	8	4	12	25
Tài sản dài hạn	851	891	859	840	826
TỔNG TÀI SẢN	4.466	2.989	2.440	4.740	7.677
Các khoản phải trả	2.367	1.105	602	2.202	4.045
Vay nợ ngắn hạn	136	124	124	124	124
Nợ ngắn hạn khác	536	367	210	669	1.325
Nợ ngắn hạn	3.039	1.596	936	2.995	5.494
Vay nợ dài hạn	17	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	33	37	57	99	220
Nợ dài hạn	50	37	57	99	220
NỢ PHẢI TRẢ	3.090	1.632	993	3.094	5.714
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	455	680	680	680	680
Lợi nhuận chưa phân phối	921	676	766	966	1.283
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Vốn khác	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU	1.376	1.356	1.446	1.646	1.964
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	4.466	2.989	2.440	4.740	7.677

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	3.629	1.322	1.012	3.172	5.712
GVHB	(3.298)	(1.136)	(869)	(2.801)	(5.025)
Lợi nhuận gộp	331	186	144	371	687
Chi phí bán hàng	85	20	10	51	78
Chi phí QLDN	(135)	(149)	(63)	(225)	(469)
EBIT	281	57	90	197	296
Doanh thu tài chính	52	32	30	47	65
Chi phí tài chính	(10)	(42)	(8)	(8)	0
Lợi nhuận khác	15	17	6	24	49
LN liên kết liên doanh	0	0	0	0	0
LNTT	338	63	118	260	411
Chi phí thuế TNDN	(66)	(10)	(22)	(47)	(73)
LNST	272	53	96	213	338
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST cổ đông công ty mẹ	272	53	96	213	338
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	7.182	689	1.957	2.329	3.712

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	(273)	8	342	(8)	33
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	245	(57)	(19)	(19)	(22)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	46	(74)	-	-	-
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	18	(123)	323	(27)	11
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	302	320	198	522	494
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	320	198	522	494	505
ROE	21%	4%	7%	14%	19%
ROA	7%	1%	4%	6%	5%

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng
Giám đốc Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi
Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Bùi Võ Thế Vinh
Chuyên viên Phân tích
bvtvinh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>