

TV2 - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 03/06/2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	50.800
KLGD TB 10 ngày	117.980
Vốn hoá (tỷ đồng)	1.830
Số lượng CPLH (triệu CP)	36
Giá mục tiêu	77.700
Upside	+53,0%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trịnh Văn Hà
tvha@vcbs.com.vn
+84-2838200796 ext 643

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

TV2 – ĐIỆN GIÓ BÙ ĐÁP TĂNG TRƯỞNG, QLVH TẠO ĐỘT PHÁ

ĐÁNH GIÁ

Kỳ vọng lớn vào sự tăng trưởng trong dài hạn của cả ba mũi nhọn: Tư vấn, Xây lắp và Đầu tư. Ngoài ra, Quản lý vận hành là mảng mới có nhiều tiềm năng.

VCBS khuyến nghị **MUA** với TV2 với giá mục tiêu **77.700 đồng/cp (53,0% so với thị giá ngày 03/06/2021)** dựa trên tiềm năng lớn từ mảng quản lý vận hành nhà máy điện cùng với hiệu quả tốt của các dự án đầu tư và mảng tư vấn, xây lắp điện vẫn ổn định trong ngắn hạn và có nhiều hợp đồng dài hạn.

DỰ BÁO KQKD

Chúng tôi ước tính DT năm 2021 đạt 3.790 tỷ đồng (+13,2% yoy, cao hơn 2,9% so với kế hoạch doanh thu năm 2021), LNST đạt 301 tỷ đồng (+15% yoy, cao hơn 11,5% so với kế hoạch năm 2021), tương ứng với EPS 2021 đạt 8.355 đồng và P/E forward đạt 6,01 lần.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

- (1) Quản lý vận hành nhà máy điện là mảng mới và có khá nhiều tiềm năng cũng như đem lại BLNG lớn.
- (2) Tổng thầu EPC điện gió sẽ là động lực chính trong ngắn hạn bù đắp công việc thiếu hụt từ Điện mặt trời và Nhiệt điện bên cạnh các dự án tổng thầu EPC nhiệt điện than, TBKHH trong dài hạn.
- (3) Đầu tư vào các dự án có hiệu quả cao nhờ việc hưởng lợi từ lập quy hoạch, báo cáo tiền khả thi, khả thi và tư vấn cho các dự án ngành điện.
- (4) Lĩnh vực tư vấn điện vẫn là lĩnh vực trọng yếu, làm tiền đề cho các lĩnh vực hoạt động khác của công ty.

Chỉ tiêu tài chính	2019	2020	2021F	2022F
DTT (tỷ đồng)	3.322	3.346	3.790	4.084
+/- yoy (%)	80,5%	0,7%	13,2%	7,8%
LNST (tỷ đồng)	255	262	301	375
+/- yoy (%)		3%	15%	25%
VCSH (tỷ đồng)	931	1.167	1.453	1.810
Nợ/TTS (%)	14%	14%	11%	11%
TS LN gộp (%)	9,6%	12,8%	12,7%	13,1%
ROA (%)	11%	9%	9%	10%
ROE (%)	31%	25%	23%	23%
Tỷ suất cổ tức	83%	50%	35%	40%
EPS (đồng)	10.626	7.280	8.355	10.421
P/E	8	7	6,01	4,82
BVPS (đồng)	38.781	32.411	40.348	50.248
P/B	2,5	1,9	1,24	1,00

KẾT QUẢ KINH DOANH

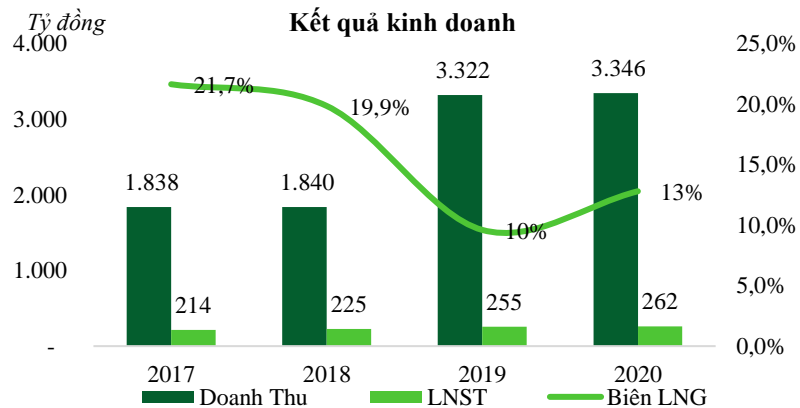
Điểm lại KQKD 2020

Doanh thu đạt 3.346 tỷ đồng (+0,7% yoy) chủ yếu đến từ việc hạch toán nhiệt điện Vĩnh Tân 4 mở rộng và 02 dự án điện mặt trời Gio Thành 1 và Gio Thành 2. Biên LNG cải thiện lên 12,8% cao hơn 9,6% năm 2019 chủ yếu đến từ việc module điện mặt trời giảm giá 20 – 30% trong năm 2020 khiến cho các hợp đồng ký từ đầu năm được hưởng lợi.

Mặc dù doanh thu tăng mạnh năm 2019 và 2020, tuy nhiên BLNG thấp hơn nhiều (chỉ 10 – 13% so với trung bình hơn 20% trước đó) do tổng thầu EPC nhà máy điện mặt trời với thời gian thi công ngắn, chi phí thiết bị chiếm nhiều hơn so với thi công các nhà máy nhiệt điện trước đó.

Trong kỳ, nhiều công trình đi vào hoạt động khiến chi phí dự phòng bảo hành công trình tăng mạnh đạt 89 tỷ đồng, gấp đôi cùng kỳ. Đồng thời, trong năm cũng phát sinh hoàn nhập dự phòng công trình do không phát sinh sau thời gian bảo hành, giá trị năm 2020 là 58,6 tỷ đồng (-38% yoy) do chỉ hoàn nhập bảo hành công trình Nhiệt điện Vĩnh Tân 4. Năm 2021 sẽ có 1 phần nhà máy Nhiệt Điện Vĩnh Tân 4 mở rộng hết hạn bảo hành. Theo chúng tôi ước tính năm nay sẽ còn khoảng 40 – 60 tỷ hoàn nhập cho công trình này.

LNST năm 2020 đạt 262 tỷ đồng (+3% yoy).



Nguồn: TV2, VCBS tổng hợp

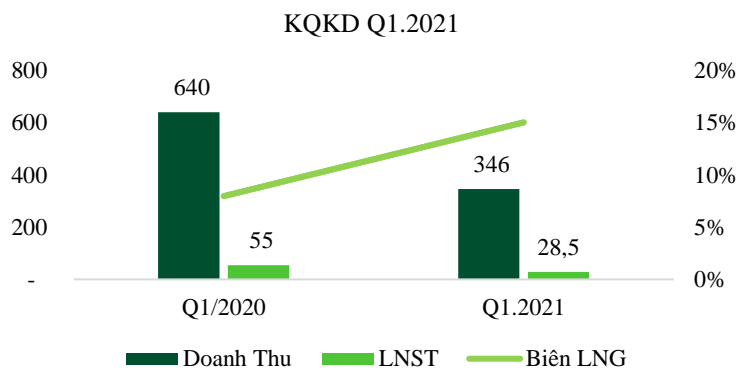
Điểm chính trong KQKD Q1/2021

Doanh thu Q1.2021 giảm mạnh, đạt 346 tỷ đồng (-45,9% yoy) do các công trình hầu như đã hạch toán trong Q4.2020 và cùng kỳ bàn giao nốt công trình nhà máy nhiệt điện Vĩnh Tân 4 mở rộng.

BLNG tăng mạnh từ 8% cùng kỳ lên 15% trong Q1.2021 chủ yếu là do hạch toán các hạng mục đầu tiên của điện gió Tân Thuận có biên lợi nhuận cao hơn và mảng Quản lý vận hành có BLNG tốt. Kết quả BLN đạt 52 tỷ đồng (+2% yoy).

Tuy nhiên, chi phí bán hàng cùng kỳ phát sinh khoản hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình nhiệt điện Vĩnh Tân 4 khi đã hết thời hạn bảo hành. CPQLDN cũng tăng mạnh lên 24 tỷ đồng (+24%).

Chính vì vậy, LNST của công ty Q1.2021 chỉ đạt 28,5 tỷ đồng (-48% yoy).

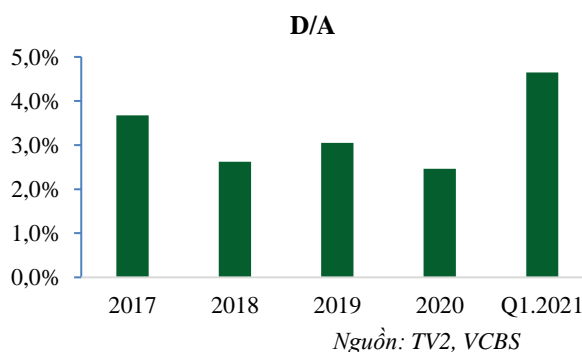


Nguồn: TV2, VCBS

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

TV2 là công ty mang yếu tố nhà nước với 51% cổ phần sở hữu bởi EVN nên luôn thận trọng trong công tác tài chính. Với khởi điểm là công ty tư vấn, khảo sát, quy hoạch và thiết kế các công trình điện, sử dụng chính là nhân công. Tài sản cố định chiếm không nhiều trong cơ cấu tài sản. Lượng tiền tích lũy từ trước quá khứ cao khiến cho công ty ít phải vay nợ. Vào thời điểm cuối Q1.2021 tiền mặt/tương đương tiền chiếm tới 32% tổng tài sản (999 tỷ đồng). Điều này sẽ khiến TV2 có nhiều nguồn lực phát triển mạnh hơn tương lai với định hướng đầu tư vào các dự án nguồn điện có hiệu quả tốt.

Tỷ lệ D/A của TV2 chỉ dưới 5%, mức rất an toàn.



Nguồn: TV2, VCBS

Khoản mục phải thu tăng mạnh vào thời điểm cuối năm 2020 đạt 1.570 tỷ đồng chủ yếu là do cuối năm 2020, TV2 hoàn thành 02 dự án điện mặt trời Gio Thành 1, 2 và một số công trình điện áp mái nhưng chưa thu hết tiền; phần trả trước cho các thầu phụ và nhà cung cấp cho dự án Điện gió Tân Thuận và các công trình khác. Cuối Q1.2021, khoản phải thu liên quan đến dự án Gio Thành 1 và 2 đã được thu hết và một số khoản phải thu khác cũng được thu hồi. Khoản phải thu/trả trước cuối Q1.2021 chỉ còn 1.213 tỷ, giảm 23% so với cuối năm 2020.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

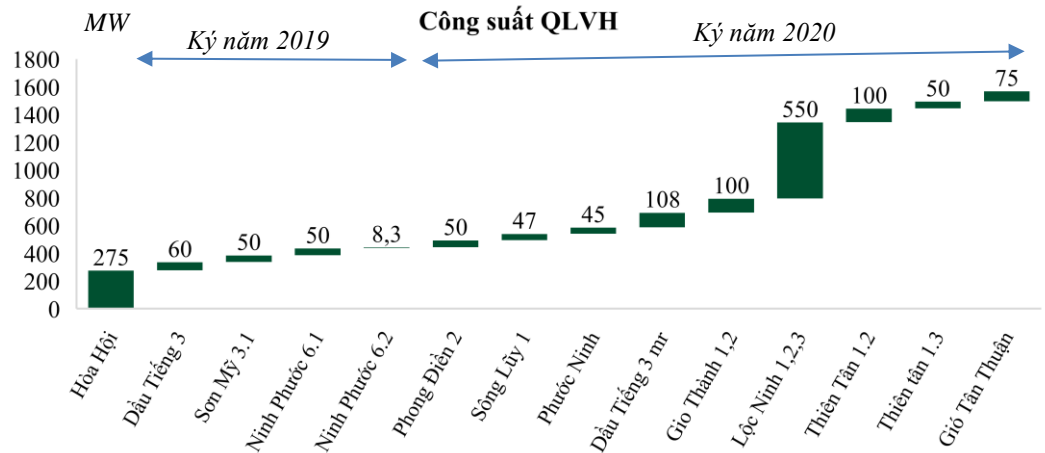
Dịch vụ quản lý vận hành (QLVH) có rất nhiều tiềm năng và biên lợi nhuận cao.

Ngày 07/10/2019, TV2 đã chính thức khánh thành trung tâm vận hành Nhà máy điện từ xa, đánh dấu bước chân đầu tiên trong lĩnh vực vận hành nhà máy điện. Dịch vụ QLVH NMD sẽ giúp cho các chủ đầu tư tối giản hóa hoạt động và tập trung vào phát triển các dự án khác. Đội ngũ QLVH sẽ kiểm soát NMD 24/24 để tối đa hóa công việc phát điện và có thể tính toán trước các sự cố có thể xảy ra, các bộ

phận chuẩn bị phải thay thế thông qua hệ thống quản lý. Trung tâm quản lý từ xa của TV2 sẽ làm giảm nhân lực, vật lực đối với từng nhà máy để tiết giảm chi phí vận hành và tăng hiệu quả phát điện cho chủ đầu tư. Chi phí chủ yếu của mảng hoạt động này là chi phí nhân công và tài sản vận hành nên biên lợi nhuận gộp có thể lên tới 30% – 40%.

Theo ước tính của chúng tôi, chi phí vận hành của TV2 đối với các Nhà máy điện mặt trời hiện tại khoảng 5% - 7% doanh thu phát điện – chưa tính tới chi phí thay thế các thiết bị (hoặc 5\$ – 7\$/kW/năm), thấp hơn khoảng 30% - 35% so với chi phí quản lý vận hành của một nhà máy điện mặt trời thông thường (7% - 10% doanh thu phát điện).

Các dự án TV2 đã quản lý vận hành và đã ký như sau:



Nguồn: TV2, VCBS tổng hợp

Tới cuối năm 2019, công ty đã vận hành gần 500 MWp tổng công suất điện mặt trời. Và tới thời điểm cuối năm 2020, công suất QLVH đã tăng gấp 3 lần lên 1.500 MWp công suất điện mặt trời. Đồng thời ký kết 75MW công suất điện gió Tân Thuận và quản lý vận hành hệ thống than và tro xỉ nhà máy Nhiệt điện Duyên Hải 2. Hai dự án này dự kiến sẽ vận hành từ cuối năm 2021.

Doanh thu mảng QLVH năm 2021 theo chúng tôi ước tính đạt khoảng 170 - 180 tỷ đồng (chỉ chiếm 5% DT dự phóng năm 2021, và LNST dự kiến đạt 45 – 50 tỷ đồng (chiếm tới 15% LNST năm 2021).

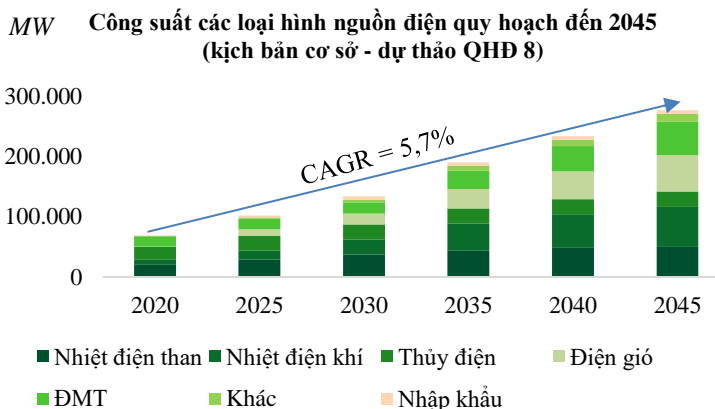
Chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ phát triển mạnh mẽ trong các năm tới khi vị thế của TV2 trong ngành ngày một nâng cao và có thể ký được nhiều hợp đồng mới nhất là các dự án điện gió đi vào vận hành với chi phí QLVH chiếm tỷ lệ cao hơn trong doanh thu bán điện.

Tổng thầu EPC điện gió có tiềm năng cao và có thể bù đắp cho sự thiếu hụt hợp đồng EPC nhiệt điện hay điện mặt trời.

Dự kiến trong năm 2021, chỉ có khoảng 3GW – 4GW công suất điện gió có thể đưa vào hoạt động để hưởng giá FIT lên tới 8,5 cent/kWh đối với điện gió trên bờ và 9,35 cent/kWh đối với điện gió ngoài khơi. Vẫn còn khoảng hơn 10 GW đã được đưa vào QHĐ 7 điều chỉnh nhưng không kịp vận hành năm nay là một khối lượng công việc vô cùng lớn. Ngoài ra, theo dự thảo QHĐ 8, công suất điện gió vào năm 2045 lên tới 60 GW, chiếm tới 20% tổng công suất nguồn điện. Dự thảo giá hạn giá FIT dành cho điện gió sau năm 2021 vẫn còn hấp dẫn tạo động lực cho các nhà đầu tư tiếp tục đầu tư vào lĩnh vực điện gió, đặc biệt là các dự án điện gió gần bờ.

Về tổng công suất nguồn điện, theo dự thảo QHĐ 8, tổng công suất tăng trưởng kép đạt hơn 5,7% trong giai đoạn từ 2020 – 2045 với mức tăng trưởng nhiều nhất đến từ NLTT như điện gió, điện mặt trời và cả Nhiệt điện khí là nguồn điện không thể thiếu để ổn định lưới điện. TV2 là nhà thầu uy tín, hiện nay có thể làm tổng thầu hầu hết các loại hình nguồn điện như trên. Theo đó, tiềm năng về công

việc của TV2 là rất lớn.



Hiện tại, TV2 đang thực hiện tổng thầu EPC cho điện gió Tân Thuận với tổng công suất lên tới 75 MW, tổng vốn đầu tư khoảng 2.950 tỷ đồng – dự án điện gió gần bờ tại Cà Mau. Hiện tại tiến độ đã đạt 100% đài móng bê tông GĐ1 (25 MW) và 100% cọc GĐ2 (50MW), khoảng 50% đài móng bê tông cho GĐ2 và đang thi công song song các đài móng còn lại. Trong tháng 5.2021, TV2 đã hoàn thành lắp đặt turbine đầu tiên. Dự kiến nay nay sẽ đi vào hoạt động đúng hạn trước 1/11/2021.

Với kinh nghiệm của mình đối với dự án điện gió Tân Thuận cùng với vị thế lớn của công ty khảo sát, tư vấn, thiết kế các dự án điện thì TV2 là một ứng viên lớn có thể cạnh tranh trực tiếp với các đơn vị nước ngoài trong đấu thầu các dự án điện gió. Chúng tôi kỳ vọng trong năm nay và năm sau TV2 sẽ ký được các hợp đồng tổng thầu EPC dự án điện gió để bù đắp sự thiếu hụt từ các dự án ĐMT và nhiệt điện đang bị đình trệ.

Ngoài ra các dự án nhiệt điện than, LNG cũng đang trong quá trình hoàn thành các giai đoạn ban đầu để đi vào thi công

Về dài hạn, do tập trung phát triển nguồn năng lượng tại tạo nhiều (ĐMT + Điện gió chiếm hơn 40% công suất năm 2045) với nhược điểm là nguồn phát không ổn định, phải phụ thuộc vào gió hay mặt trời nên phải cần nguồn dự phòng khác chạy nền và có thể huy động công suất ngay lập tức khi nguồn NLTT thiếu hụt. Các nguồn khác bao gồm nhiệt điện than, nhiệt điện khí. Nhiệt điện than tuy do ô nhiễm môi trường và thiếu hụt nguồn cung than trong nước nên sẽ không phát triển nhiều. Nhiệt điện khí cũng giới hạn nguồn cung cấp khí trong nước do trữ lượng khí ngày càng cạn kiệt. Chỉ còn nhiệt điện khí LNG là có thể nhập khẩu từ nước ngoài về sẽ là một nguồn điện chính. Như vậy, về dài hạn, nhiệt điện khí LNG và một số dự án nhiệt điện than vẫn rất cần thiết để có được cơ cấu nguồn điện phát ổn định và an toàn. Đây sẽ là nguồn công việc dồi dào đối với TV2 trong dài hạn.

Các dự án điện lớn đang thi công và có kế hoạch thi công:

Dự án	Loại hình	Tổng công suất (MW)	Năm dự kiến hoạt động
Ialy mở rộng	Thủy điện	2x180	2023
Hòa Bình mở rộng	Thủy điện	2x240	2023
Quảng Trạch I	Nhiệt điện than	2x600	2023
Ô Môn IV	TBKHH	1050	2023
Dung Quất I	Nhiệt điện than	750	2023
Dung Quất III	Nhiệt điện than	750	2024
Ô Môn III	TBKHH	1050	2025
Trị An mở rộng	Thủy điện	200	2025
Quảng Trạch II	Nhiệt điện than	2x600	2025

Nhon Trạch 3&4	TBKHH (LNG)	2x750	2023 - 2025
LNG Long Sơn	TBKHH (LNG)	3.600	2025 - 2026

Nguồn: EVN, VCBS tổng hợp

Hiện tại TV2 đang làm thủ tục đầu tư vào nhiệt điện LNG Long Sơn cùng các đối tác khác và có thể sẽ có hợp đồng thành phần để thi công công trình này. Dự án này có tổng công suất lên tới 3.600 MW, đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục đầu tư.

Ngoài ra, Dự án Nhiệt điện BOT Quảng Trị I do TV2 làm EPC phần hạ tầng nhà máy chính và kênh dẫn dòng của Dự án Nhà máy cũng bị vướng tiến độ do luật BOT đã hết hạn ngày 31/12/2020 nhưng chủ đầu tư (EGATi) chưa thành lập công ty BOT tại Việt Nam nên chưa thể khởi công trong năm 2020 và có thể là 2021.

Năm 2020, giá điện FIT cho điện mặt trời đã hết hạn và chứng kiến sự tăng trưởng rất nóng của điện mặt trời với gần 18.000 MWp, chiếm tới gần 25% cơ cấu nguồn điện. Tuy nhiên, chưa có chính sách mới dành cho lĩnh vực ĐMT nên năm 2020 sẽ không có hợp đồng tổng thầu EPC cho điện mặt trời. Trong khi đó cùng kỳ, công ty ghi nhận gần 2.300 tỷ đồng doanh thu từ ĐMT chỉ trong vòng Q3 và Q4.2020. Như vậy, khả năng tăng trưởng doanh thu năm nay đối diện với áp lực rất lớn.

Lĩnh vực tư vấn, khảo sát, thiết kế là lĩnh vực truyền thống và là xương sống của toàn hệ thống và đem lại doanh thu ổn định

TV2 là một trong những tên tuổi lớn nhất của tư vấn, quy hoạch lưới điện, khảo sát thiết kế công trình điện. Với việc EVN nắm giữ tới hơn 51% thì các dự án từ công ty mẹ sẽ được ưu tiên hơn các đơn vị khác. Hoạt động khảo sát, báo cáo tiền khả thi, khả thi, đánh giá an toàn hồ đập, tác động môi trường... vẫn sẽ đem lại doanh thu đều đặn cho TV2 trong thời gian tới.

Với việc được tiếp xúc với các dự án ngay ở giai đoạn đầu tiên nên TV2 có thể lựa chọn được những dự án tốt để đấu thầu hoặc đầu tư. Cho nên sự quan trọng của lĩnh vực tư vấn, khảo sát, thiết kế là rất đáng kể, tạo ra nguồn công việc/dự án dồi dào cho những lĩnh vực khác như tổng thầu EPC, đầu tư vào dự án.

Các công trình đã thực hiện trong năm 2020: FS nhiệt điện: Dung Quất I, III, ĐMT Sơn Mỹ 3.1, Pre FS NĐ LNG Long Sơn I, NĐ Long An I – II, NĐ Vũng Áng 3, hồ sơ mời thầu NĐ Nhơn Trạch 3 – 4. Hiện đang triển khai FS NĐ Long An I – II. Đang thực hiện PMC dự án NĐ Sông Hậu 2; Lập FS các thủy điện như: Trị An mở rộng, Thác Mơ mở rộng, Đa Nhim mở rộng, Dak Mi 2, Bảo Lâm, Thác Bà 2 và các đường dây 500 kV...

Doanh thu hàng năm ổn định từ 100 – 150 tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp trên 20%.

Đầu tư vào các dự án phát triển nguồn điện sẽ là động lực chính giúp công ty gia tăng quy mô.

Đây là một trong ba mũi nhọn công ty hướng tới trong thời gian tới. Với lợi thế từ mảng tư vấn, khảo sát, thiết kế nói trên, công ty có thể dễ dàng tiếp cận được với các dự án có hiệu quả cao để đầu tư. Từ việc đầu tư này, TV2 cũng có thêm nguồn công việc lớn cho mảng xây lắp điện, đồng thời làm quản lý vận hành suốt dòng đời dự án.

Các dự án đã và đang đầu tư:

Dự án	Sở hữu	Vốn góp (tỷ đồng)	Năm hoạt động
ĐMT TTĐL Vĩnh Tân	100%	106.3	2019
ĐMT Sơn Mỹ 3.1	25%	87.4	2019
Điện gió Tân Thuận	25%	91.55	2021 ¹

¹ Dự kiến

Thủy điện Thác Bà mở rộng	45%	5.4	2023 ²
Điện sinh khối	25%	N/a	2023
Điện khí LNG Long Sơn	N/a	N/a	n/a

Nguồn: TV2, VCBS tổng hợp

02 dự án điện mặt trời đã đi vào hoạt động năm 2019, được hưởng mức giá FIT 9,35 cents/kWh trong vòng 20 năm nên hiệu quả hoạt động cao:

Dự án ĐMT Trung tâm điện lực Vĩnh Tân do TV2 làm chủ đầu tư, sở hữu 100% với công suất 6,2 MWp được đánh giá khá thành công với IRR ước tính lên tới khoảng 18% – 20%. Kết quả kinh doanh tuy vẫn còn thấp (LNST năm 2020 đạt -1,33 tỷ đồng nhưng do TV2 thực hiện chế độ khấu hao nhanh (khấu hao trong khoảng 5 – 5,5 năm so với dòng đời dự án là 20 năm)). Dòng tiền hàng năm đem về khoảng 18 – 21 tỷ đồng, dự kiến trong vòng 5,5 năm sẽ hoàn vốn không chiết khấu. Trong năm 2020, mặc dù Bình Thuận là nơi bị giảm phát khá nhiều dự án nhưng dự án này hầu như không bị giảm phát do hoạt động hiệu quả

Dự án ĐMT Sơn Mỹ 3.1 do TV2 góp vốn 25%. Doanh thu hàng năm đem lại khoảng 180 tỷ đồng, tương ứng với 85 – 90 triệu kWh/năm. Năm 2020 là năm đầu tiên dự án này trả cổ tức cho TV2 với số tiền 4,37 tỷ đồng. Dự án này dự kiến sẽ đem lại nguồn thu tăng dần đều trong tương lai khi giảm nợ vay và áp lực tài chính. Theo TV2, dự án này có 02 đường dây đầu nối nên không bị ảnh hưởng bởi việc giảm tải cho đường dây mà chỉ bị cắt điện theo lịch chung nên trong năm 2020 cũng hầu như không bị giảm tải. Theo đánh giá của doanh nghiệp, IRR của dự án này đạt trên 20%.

Về điện gió Tân Thuận. Theo tính toán của chúng tôi, IRR có thể đạt trên 18% do được hưởng giá bán rất tốt, lên tới 9.35 cent/kWh – áp cho dự án điện gió ngoài khơi. Tuy nhiên, đây chỉ là dự án gần bờ nên chi phí đầu tư sẽ thấp hơn nhiều so với các dự án ngoài khơi. Chi phí đầu tư của dự án này theo chúng tôi tính toán ngang bằng với các dự án điện gió trên bờ. Khó khăn duy nhất của dự án là mực nước và sóng biển khi thi công. Tuy nhiên, về biện pháp thi công đơn giản hơn như: Chỉ cần ép cọc beton xong có thể làm khối đế, không phải san lấp hay đào móng như điện gió trên bờ. Vấn đề vận chuyển cũng đơn giản hơn, không phải làm đường tiếp cận tới trụ gió mà chỉ cần đưa vật liệu lên xà lan, kéo tới địa điểm thi công, lắp đặt là xong và không phải tháo dỡ cầu khi di chuyển sang lắp đặt trụ điện gió khác.

Chúng tôi ước tính, hiệu suất hoạt động của dự án này lên tới khoảng 40%, đem lại doanh thu hàng năm khoảng 500 – 550 tỷ/năm và dòng tiền khoảng hơn 400 tỷ/năm khi cả dự án đi vào hoạt động. Hiện TV2 sở hữu 25% dự án này.

Dự án này dự kiến sẽ đem lại lợi nhuận ngay sau khi đưa vào hoạt động do giá bán tốt và vị trí có lượng gió đều với tốc độ trung bình lên tới 7 m/s – 8 m/s.

Các dự án còn lại đều trong giai đoạn đầu nên sẽ chưa đóng góp doanh thu trong 02 năm tới.

Tất cả các dự án đầu tư đều được TV2 hạch toán theo phương pháp giá gốc nên chỉ phát sinh lợi nhuận khi công ty liên doanh/liên kết đó trả cổ tức nên lợi nhuận trong giai đoạn đầu của các dự án này sẽ chưa phản ánh hết giá trị thật của các khoản đầu tư đó.

EVN thoái vốn sẽ là cú hích cho sự phát triển của TV2

Theo chia sẻ từ doanh nghiệp và EVN, TV2 đã đề xuất giảm sở hữu của EVN từ 51% xuống còn khoảng 30%. Dự kiến tới đây sẽ đưa vào trình trong kế hoạch thoái vốn giai đoạn 2021 – 2025 để TV2 có thể hoạt động tốt hơn, tránh bị các rào cản về luật đầu thầu và chủ động hơn trong công tác kinh doanh. Nếu kế hoạch thoái vốn thành công thì TV2 sẽ có nhiều quyền tự quyết hơn trong các vấn đề

² Dự kiến

kinh doanh, đồng thời vẫn hưởng lợi từ các công trình trong lẫn ngoài EVN để đảm bảo công việc liên tục và tạo những đột phá mới trong doanh nghiệp. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá, kế hoạch thoái vốn sẽ diễn ra rất lâu, phải trải qua nhiều quá trình phức tạp nên trong ngắn hạn chưa phải là điểm nhấn giúp TV2 tăng giá.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi lựa chọn phương pháp cộng thành phần từng mảng hoạt động riêng biệt của TV2 do có các tính chất khác nhau. Mảng Quản lý vận hành nhà máy điện và mảng tư vấn – khảo sát – thiết kế - tổng thầu thi công sử dụng phương pháp P/E, mảng đầu tư phát triển nguồn điện sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Mảng Quản lý vận hành nhà máy điện Các giả định:

- Doanh thu quản lý vận hành nhà máy điện mặt trời chưa tính toán đến thay thế thiết bị vào khoảng 7 USD/kW/năm hay 3,7% - 4,0% doanh thu phát điện.
- Doanh thu quản lý vận hành nhà máy điện gió trung bình khoảng 11 USD/kW/năm hay 3,5% – 4,0% doanh thu phát điện.
- Doanh thu quản lý vận hành Hệ thống than và tro si của Nhiệt điện Duyên Hải 2 khoảng 20 tỷ/năm.
- Sau thời năm 2021, khi hơn 3 GW điện gió kịp đi vào vận hành thì TV2 có thể ký thêm các hợp đồng O&M các nhà máy điện gió.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2021 mảng này đạt 185,8 tỷ đồng, LNST đem lại 47,5 tỷ đồng, tương ứng với EPS đạt 1.320 đồng.

Đây là hoạt động sẽ đem lại doanh thu đều đặn hàng năm cho công ty và có hiệu quả cao phụ thuộc vào cách vận hành sao cho tối đa công suất phát điện nhất. Ngoài ra, theo chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận các năm tới của mảng hoạt động này sẽ tăng trưởng khoảng 20% – 30%/năm. Chính vì vậy, chúng tôi lựa chọn mức P/E khoảng 10x cho mảng hoạt động này.

Như vậy, mức định giá hợp lý đối với mảng hoạt động này như sau:

Giá hợp lý = 10 * 1.320 = 13.200 đồng/cổ phiếu.

Mảng tư vấn, khảo sát, xây lắp + cơ khí

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E để định giá đối với mảng tư vấn, khảo sát, thiết kế và tổng thầu EPC do đặc tính biến động theo tiến độ dự án và phụ thuộc nhiều vào giá trị hợp đồng back log và ký mới.

Các hợp đồng TV2 đang thực hiện:

Dự án	Hạng mục	Hợp đồng	Giá trị ước tính (tỷ đồng)
Điện gió Chính thắng	TBA + Đường Dây	EPC	400
Điện gió Tân Thuận	Toàn dự án	Tổng thầu EPC	2.500
Nhiệt điện Duyên Hải 2	Đường dây	PMC	400
Nhiệt điện Vân Phong 1	SPP 500 kV	EPC	320
500kV Kiên Bình - Phú Quốc	Đường dây	EPC	200
Tổng			3.820

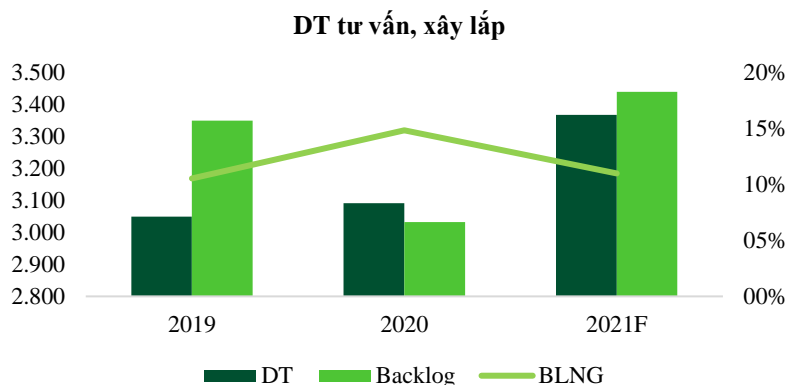
Các hợp đồng này đã được hạch toán một phần trong năm 2020 theo tiến độ.

Với triển vọng ngắn/dài hạn về các dự án điện gió và nhiệt điện, chúng tôi giả định tăng trưởng giá trị

hợp đồng ký mới trong mảng tư vấn, khảo sát, thiết kế, xây lắp và mảng cơ khí tăng trưởng 5%/năm trong 05 năm tới, tương đương với CAGR của tổng công suất nguồn điện theo dự thảo QHD 8.

Các dự án đang thực hiện hầu như sẽ được đưa vào vận hành ngay trong năm 2021.

Chúng tôi dự phóng doanh thu hoạt động khảo sát thiết kế, xây lắp và cơ khí năm 2021 đạt 3.581 tỷ đồng, LNST các mảng này đạt 217 tỷ đồng, tương ứng với EPS đạt 6.029 đồng/cổ phiếu.



Nguồn: TV2, VCBS ước tính

Chúng tôi sử dụng mức P/E đạt khoảng 7,7x cho mảng xây lắp, cơ khí và tư vấn này tương đương với công ty cổ phần xây lắp điện 1 (HSX: PC1) với các hoạt động gần tương tự như đã tính toán trong báo cáo của PC1 và đưa ra định giá mảng hoạt động này của TV2 cụ thể như sau:

Giá trị hợp lý = P/E x EPS năm 2021

$$= 7,7 \times 6.029 = 46.427 \text{ đồng/cổ phiếu.}$$

Mảng đầu tư: Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF cho các dự án TV2 đầu tư.

1. Điện mặt trời TTĐL Vĩnh Tân

Dự án do chính TV2 đầu tư, vận hành với công suất 6,2 MWp sử dụng từ nguồn vốn tự có. Sản lượng dự kiến trung bình khoảng 10 – 10,5 triệu kWh, doanh thu ổn định, hàng năm khoảng 21 – 22 tỷ đồng. Dự án này khấu hao trong vòng 05 năm nên lợi nhuận trong vòng 05 năm đầu sẽ thấp.

Các giả định:

- Thời gian hoạt động của dự án là 20 năm.
- Tỷ lệ sụt giảm hiệu suất: 0,5%/năm.
- Chi phí quản lý, bảo trì là 10 USD/kWh.
- Miễn thuế trong vòng 4 năm đầu, 5% trong 9 năm tiếp theo, năm thứ 13 lên 10% và sau đó là 20%.
- WACC = Re = 12,7% do không sử dụng vốn vay.

Định giá cụ thể như sau:

<i>ĐVT: Tỷ đồng</i>	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
Doanh thu	22,73	22,61	22,50	22,39	22,28
EBIT	1,93	1,81	1,70	1,59	1,48
+ Khấu hao	19,36	19,36	19,36	19,36	19,36
- Vốn lưu động	-	-	-	-	-
- CAPEX	-	-	-	-	-

- Thuế	-	-	-	0,08	0,07
FCFF	21,29	21,18	21,06	20,87	20,76
NPV của FCFF	19,64	17,33	15,30	13,45	11,87
NPV của FCFF sau năm thứ 2025					66,93
Tổng NPV của FCFF					144,52
Điều chỉnh					-
Giá trị dành cho cổ đông					144,52

2. Điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1

Dự án do TV2 góp vốn 25%, tổng thầu EPC và quản lý vận hành, đưa vào hoạt động từ năm 2019 và bắt đầu đem lại cổ tức từ năm 2020.

Chúng tôi định giá giá trị đầu tư vào dự án này với các giả định như sau:

- Thời gian hoạt động của dự án là 20 năm.
- Năm 2021 và 2022, tỷ lệ sa thải công suất đối với các dự án này là 3%.
- Tỷ lệ sụt giảm hiệu suất: 0,5%/năm.
- Chi phí quản lý, bảo trì là 10 USD/kW/năm.
- Miễn thuế trong vòng 4 năm đầu, 5% trong 9 năm tiếp theo, năm thứ 13 lên 10% và sau đó là 20%.
- Cấu trúc nợ vay/tài sản: 70% vốn vay, 30% vốn chủ sở hữu. Lãi vay 8,5%, Rd = 12,7%.
- WACC = 9,8%

Chi tiết dự phóng như sau:

<i>Dvt: Tỷ đồng</i>	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
Doanh thu	183,00	183,00	188,66	187,72	186,78
EBIT	94,80	94,80	100,46	99,52	98,58
+ Khấu hao	76,60	76,60	76,60	76,60	76,60
- Vốn lưu động	-	-	-	-	-
- CAPEX	-	-	-	-	-
- Thuế	-	-	-	2,486	2,665
FCFF	171,40	171,40	177,06	173,64	172,52
NPV của FCFF	160,94	146,63	138,00	121,52	110,14
NPV của FCFF sau năm thứ 2025					759,57
Tổng NPV của FCFF					1436,80
Điều chỉnh					(745,73)
Giá trị dành cho cổ đông					691,07
TV2 sở hữu					25%
Giá trị dành cho cổ đông TV2					172,77

3. Điện gió Tân Thuận.

Dự án này TV2 cũng sở hữu 25%. Chúng tôi có các giả định đối với dự án này như sau:

- Thời gian hoạt động khoảng 20 năm
- Cơ cấu vốn vay/vốn chủ sở hữu: 70/30. Thời gian vay: 15 năm, lãi suất 8,5%/năm
- $Re = 12,7%$, WACC theo cơ cấu vốn qua các năm của dự án.
- Giá bán 9,35 cent/kWh
- Hiệu suất khoảng 40%, sản lượng trung bình hàng năm khoảng 260 triệu kWh.
- Tốc độ gió trung bình khoảng 7 – 8 m/s.
- Chi phí quản lý & vận hành, bảo dưỡng: 35 USD/kW, tương đương khoảng 11% doanh thu.

Định giá cụ thể như sau:

Đvt: Tỷ đồng	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
Doanh thu	79	552	551	550	550	549
EBIT	44	344	342	342	341	341
+ Khấu hao	25	148	148	148	148	148
- Vốn lưu động	-	-	-	-	-	-
- CAPEX	(1.967)	(441)	-	-	-	-
- Thuế	-	-	-	-	10	11
FCFF	(1.898)	50	490	489	489	488
NPV của FCFF						(489)
NPV của FCFF sau năm 2026						1.821
Tổng NPV của FCFF						1.332
Điều chỉnh						-
Giá trị dành cho cổ đông						1.332
Sở hữu						25%
Giá trị dành cho TV2						333

Tổng hợp định giá mảng đầu tư dự án:

Dự án	Giá trị (tỷ đồng)	Giá trị/cp (đồng)
TTĐLVT	145	4.013
ĐMT Sơn Mỹ 3.1	173	4.797
Điện gió Tân Thuận	333	9.249
Tổng	650	18.059

Ngoài ra, TV2 còn đầu tư vào các dự án như: Sở hữu 45% thủy điện Thác Bà mở rộng 18.9 MW và 25% điện sinh khối 20 MW tại Hậu Giang. 2 dự án này dự kiến sẽ khởi công trong năm nay và dự kiến 2023 sẽ đi vào hoạt động. Tuy nhiên, các dự án này đều đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý và thời gian hoạt động còn xa nên chúng tôi chưa đưa vào định giá các dự án này.

Tổng hợp định giá

Mảng hoạt động	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)	Giá/cp (đồng)
Xây lắp, cơ khí	P/E	1.672	46.427
Đầu tư	FCFF	650	18.059
Quản lý vận hành	P/E	476	13.212
Tổng		2.798	77.697
Upside			53,0%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với TV2 với giá mục tiêu trong năm 2021 - 2022 đạt **77.700 đồng/cổ phiếu, tăng 53,0%** so với giá đóng cửa ngày 03/06/2021.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thời tiết làm cho chậm tiến độ dự án. Năm 2021, dự án đóng góp nhiều doanh thu nhất là dự án điện gió Tân Thuận tại khu vực gần bờ tại Cà Mau. Khu vực này sẽ bước vào mùa gió trướng trong khoảng tháng 10 hàng năm trở đi. Gió chướng sẽ làm biến động rất mạnh, không thể thi công liên tục được. Nếu dự án bị chậm tiến độ đến thời điểm này thì khả năng hoàn thành COD toàn bộ dự án trước ngày 1.11.2021 là khó xảy ra khiến cho hiệu quả của dự án bị giảm sút. Như vậy cả doanh thu xây lắp lẫn lợi nhuận được chia từ dự án này sẽ không đạt kế hoạch và ước tính của chúng tôi

Giá thép tăng mạnh trong thời gian vừa qua khiến cho BLNG của các công ty xây dựng bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, với các hợp đồng sản xuất kết cấu thép, thường khi ký hợp đồng, TV2 đã ký với nhà cung cấp luôn. Còn hoạt động tổng thầu EPC thường cũng ký lại giá với các thầu phụ nên cũng không bị ảnh hưởng nhiều.

Dvt: tỷ đồng

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025
Tiền và các khoản tương đương tiền	784	844	1236	1758	2215
Các khoản đầu tư ngắn hạn	509	509	509	509	509
Các khoản phải thu	1350	1119	1065	1010	1061
Hàng tồn kho	311	392	373	393	413
Tài sản ngắn hạn khác	38	41	39	41	43
Tài sản ngắn hạn	2992	2905	3222	3710	4241
Tài sản cố định	423	423	425	426	428
Các khoản đầu tư dài hạn	202	202	202	202	202
Tài sản dài hạn khác	4	4	4	4	4
Tài sản dài hạn	630	629	631	632	634
TỔNG TÀI SẢN	3622	3534	3853	4343	4875
Các khoản phải trả	907	973	923	971	1020
Vay nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	822	293	275	289	303
Nợ ngắn hạn	1764	1320	1272	1356	1443
Vay nợ dài hạn	404	404	404	404	404
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn	404	404	404	404	404
NỢ PHẢI TRẢ	2169	1724	1676	1760	1847
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	360	360	360	360	360
Lợi nhuận chưa phân phối	648	948	1257	1599	1974
Cổ phiếu quỹ	5	5	5	5	5
Vốn khác	440	496	554	618	689
VỐN CHỦ SỞ HỮU	1453	1810	2176	2583	3028
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	2169	1724	1676	1760	1847

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025
Doanh thu	3.790	4.084	3.887	4.095	4.302
GVHB	(3.310)	(3.550)	(3.368)	(3.546)	(3.725)
Lợi nhuận gộp	480	534	519	549	577
Chi phí bán hàng	(38)	(41)	(39)	(41)	(43)
Chi phí QLDN	(145)	(154)	(145)	(152)	(159)
EBIT	297	339	335	356	375
Doanh thu tài chính	82	133	150	181	214
Chi phí tài chính	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN liên kết liên doanh	0	0	0	0	0
LNTT	375	468	481	533	585
Chi phí thuế TNDN	(74)	(93)	(95)	(106)	(116)
LNST	301	375	386	428	469
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST cổ đông công ty mẹ	301	375	386	428	469
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	8.355	10.421	10.717	11.871	13.025

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	368	16	332	437	345
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	169	44	60	85	113
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(55)	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	482	60	392	522	458
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	302	784	844	1236	1758
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	784	844	1236	1758	2215
ROE	23%	23%	19%	18%	17%
ROA	9%	10%	10%	10%	10%
D/A	11%	11%	10%	9%	8%

Nguồn: VCBS ước tính

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

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trịnh Văn Hà

Chuyên viên Phân tích

tvha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-236) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630