

CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2 (TV2)

MUA +44,6%

Ngành	Điện
Ngày báo cáo	13/03/2024
Giá hiện tại	41.000 VND
Giá mục tiêu	58.300 VND
Giá mục tiêu gần nhất	N/A
TL tăng	+42,2%
Lợi suất cổ tức	2,4%
Tổng mức sinh lời	+44,6%

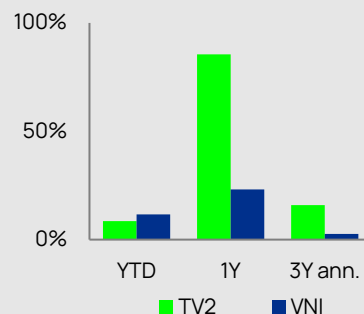
GT vốn hóa	2,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	67,8 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	24,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	67,5 tr
Pha loãng	67,5 tr

	TV2	VNI
P/E (trượt)	52,2x	16,2x
P/B (hiện tại)	2,1x	1,8x
ROA	1,9%	1,9%
ROE	3,9%	12,1%

Tổng quan Công ty

TV2 là một trong 4 công ty tư vấn kỹ thuật điện hàng đầu Việt Nam. Được thành lập vào năm 1985, TV2 khởi đầu là một công ty chuyên cung cấp dịch vụ. Hiện công ty đã mở rộng thành 4 lĩnh vực kinh doanh chính: 1) tư vấn kỹ thuật điện, 2) dịch vụ hợp đồng EPC, 3) vận hành & bảo trì nhà máy điện (O&M) và 4) đầu tư tài chính vào các nhà máy điện tái tạo.

Diễn biến giá cổ phiếu



Trần Thị Thuý Linh
Chuyên viên

Võ Đặng Bảo Thư
Chuyên viên

Đinh Thị Thuý Dương
Phó Giám đốc

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.061	2.141	9.921	10.704
% YoY	-20%	102%	363%	8%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	53	85	386	414
% YoY	0%	60%	354%	7%
EPS	0%	60%	354%	7%
Biên LN gộp	22,4%	13,8%	10,4%	10,4%
Biên LN ròng	5,0%	4,0%	3,9%	3,9%
ROE	3,9%	6,3%	25,6%	22,5%
Nợ ròng/VCSH	-4,9%	2,3%	8,6%	-2,9%
Lợi suất cổ tức	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
DPS (đồng)	1.000	1.000	1.000	1.000
P/E	52,2x	32,6x	7,2x	6,7x
P/B	2,1x	2,0x	1,7x	1,4x
EV/EBITDA	22,8x	21,2x	5,6x	4,9x

Công ty tư vấn điện hàng đầu bước vào chu kỳ tăng trưởng mới

- Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu cho CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2 (TV2) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 58.300 đồng/cổ phiếu. TV2 được hưởng lợi từ việc Việt Nam tăng mạnh công suất điện. Các dịch vụ chính của TV2 bao gồm: (1) tư vấn điện, (2) EPC và (3) vận hành & bảo trì nhà máy điện (O&M), tổng cộng chiếm khoảng 95% lợi nhuận gộp của TV2 vào năm 2023. TV2 cũng có 10%-100% cổ phần trong các dự án năng lượng tái tạo với tổng cộng 50 MW công suất vận hành và trong kế hoạch phát triển tính đến cuối năm 2023.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 và 2025 lần lượt đạt 85 tỷ đồng và 386 tỷ đồng, nhờ (1) việc thực hiện hợp đồng EPC của dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 (chúng tôi dự báo TV2 sẽ ghi nhận khoảng 800 tỷ đồng/8,7 nghìn tỷ đồng doanh thu trong năm 2024/25, tương đương 3%/33% tổng giá trị hợp đồng EPC cho TV2) và (2) lợi nhuận từ mảng tư vấn điện tăng từ mức cơ sở thấp của năm 2023.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS lần lượt đạt 18% và 28% trong giai đoạn 2024-2028, nhờ (1) doanh thu từ hợp đồng EPC của Sông Hậu 2 tăng, (2) doanh thu từ hợp đồng EPC năng lượng tái tạo từ năm 2026 trở đi, và (3) doanh thu từ dịch vụ O&M tăng trưởng ổn định do chúng tôi kỳ vọng TV2 sẽ ký thêm hợp đồng O&M cho 300 MW/năm trong giai đoạn 2024-2028.
- Chúng tôi cho rằng TV2 có định giá hấp dẫn với dự phóng P/E năm 2024/25 đạt 32,6/7,2 lần, với PEG tương ứng đạt 0,97/0,21 dựa trên dự phóng CAGR EPS đạt 33% trong giai đoạn 2023-2028 của chúng tôi.
- Rủi ro: Chủ đầu tư Sông Hậu 2 – Tập đoàn Toyo Ink Berhad của Malaysia, không đáp ứng được thời hạn cấp vốn vào giữa năm 2024 (trang 25).

Chúng tôi kỳ vọng việc triển khai Quy hoạch điện VIII (QHĐ VIII) và cơ chế giá bán mới cho năng lượng tái tạo sẽ được ban hành vào năm 2024, điều này sẽ thúc đẩy đầu tư vào ngành năng lượng. QHĐ VIII ước tính nhu cầu vốn lần lượt là 120 tỷ USD và 15 tỷ USD cho mảng phát điện và truyền tải điện trong giai đoạn 2021-2030. TV2 có triển vọng tích cực với tư cách là nhà tư vấn điện hàng đầu và là tổng thầu EPC uy tín. Trong 5 năm qua, công ty đã ghi nhận doanh thu khoảng 700 triệu USD từ các dự án EPC với tổng vốn đầu tư khoảng 3 tỷ USD. Với danh tiếng là nhà tư vấn năng lượng hàng đầu với kinh nghiệm kỹ kết hợp đồng EPC, chúng tôi tin rằng TV2 là nhà thầu sáng giá cho các hợp đồng EPC sắp tới trong lĩnh vực các nhà máy năng lượng tái tạo và sử dụng LNG. TV2 cũng đã thắng 3 trong 4 gói thầu tư vấn điện cho dự án đường dây 500 kV mạch 3 kéo dài (tổng vốn đầu tư XDDB 22 nghìn tỷ đồng).

Chúng tôi ước tính tổng doanh thu giai đoạn 2024-2028 là 26,4 nghìn tỷ đồng và tổng LNST là khoảng 925 tỷ đồng cho TV2 từ dự án Sông Hậu 2 (2.120 MW). Tháng 3/2023, TV2 và Sunway Construction (Malaysia) đã ký hợp đồng EPC trị giá 2,4 tỷ USD với Toyo Ink Group Berhad

(Malaysia) – chủ đầu tư Sông Hậu 2. Tháng 11/2023, EXIMBANK của Malaysia đồng ý là nhà thu xếp độc quyền cho dự án khoản vay hợp vốn trị giá 2,4 tỷ USD cho dự án. Nếu nhà đầu tư bảo đảm nguồn tài chính này trước tháng 6/2024 (thời hạn do Chính phủ Việt Nam quy định) thì có thể tiến hành xây dựng. Dự án Sông Hậu 2 đã đạt được Hợp đồng Xây dựng-Vận hành-Chuyển giao (BOT) với Bộ Công Thương và Hợp đồng mua bán điện (PPA) với Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). Chúng tôi cho rằng dự án này có thể đưa ra giá điện cạnh tranh, với vốn đầu tư và hiệu quả sử dụng than tốt (trang 16).

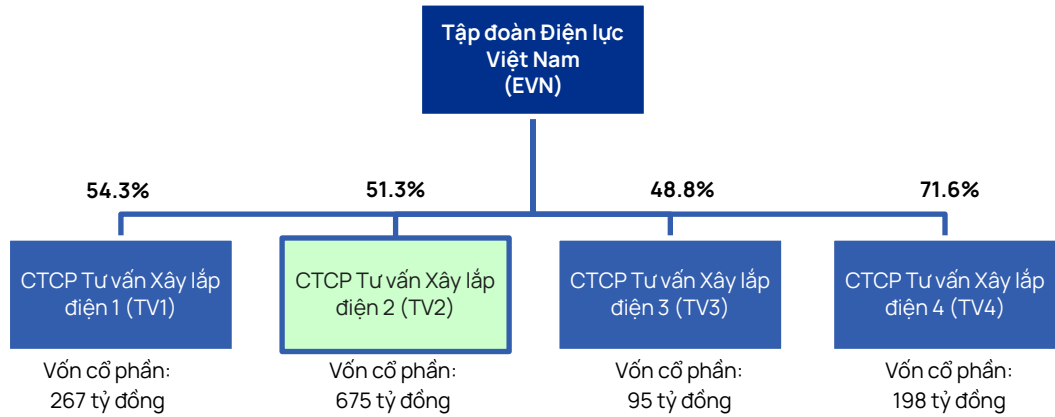
Mục lục

Công ty tư vấn điện hàng đầu bước vào chu kỳ tăng trưởng mới.....	1
Tổng quan Công ty	4
Tư vấn điện và tổng thầu EPC.....	4
Vận hành & Bảo trì nhà máy điện.....	8
Sản xuất cơ khí.....	8
Đầu tư vào các nhà máy điện.....	9
Cổ đông & ban lãnh đạo	10
Lịch sử hoạt động	11
Nhìn lại năm 2023: LNST tiếp tục thấp do các khoản đầu tư vào ngành điện chững lại.....	13
Triển vọng năm 2024: Dự kiến lợi nhuận tăng do tất cả các mảng phục hồi và đóng góp một phần từ dự án Sông Hậu 2	14
Triển vọng năm 2025: Dự kiến lợi nhuận tăng mạnh nhờ đẩy nhanh tiến độ dự án Sông Hậu 2	15
Triển vọng dài hạn	16
Hợp đồng EPC dự án Sông Hậu 2 dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu chính trong giai đoạn 2024-2028	16
Sông Hậu 2 giành được hợp đồng BOT với Bộ Công Thương và PPA với EVN.....	18
Toyo Ink Group Berhad	18
Tổng thầu EPC năng lượng tái tạo, tiềm năng lớn cho LNG.....	20
TV2 hưởng lợi kế hoạch mở rộng đường dây và trạm biến áp.....	22
Doanh thu ổn định từ mảng O&M	23
Dự kiến ghi nhận lợi nhuận từ đầu tư điện trong dài hạn	24
Rủi ro đầu tư	25
Định giá	26
Định giá tổng của từng phần.....	27
Các công ty cùng ngành	29
Các công ty cùng ngành trong nước	29
Các công ty cùng ngành trong khu vực	30
Hệ số P/E.....	31
KQKD hàng quý của TV2.....	32
Báo cáo Tài chính.....	33

Tổng quan Công ty

Vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực tư vấn năng lượng tại Việt Nam với danh mục dịch vụ đa dạng. TV2 là một trong 4 công ty tư vấn năng lượng hàng đầu Việt Nam. Công ty cung cấp danh mục dịch vụ đa dạng gồm (1) tư vấn (khảo sát, quy hoạch, thiết kế, cấp phép, nghiên cứu tiền khả thi, nghiên cứu khả thi, giám sát và quản lý các dự án nhà máy điện/mạng lưới truyền tải/phân phối), (2) hợp đồng thiết kế, mua sắm và xây dựng điện (EPC), (3) dịch vụ vận hành và bảo trì (O&M) cho các nhà máy điện, (4) sản xuất cơ khí (ví dụ: cột thép cho các dự án truyền tải điện và kết cấu thép cho các nhà máy điện), và (5) đầu tư vào các nhà máy điện tái tạo.

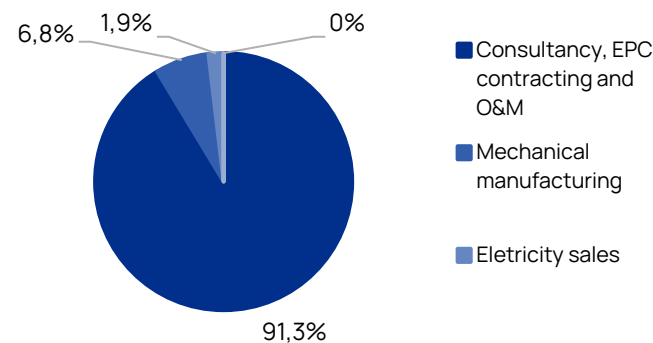
Hình 1: 4 công ty tư vấn điện lực hàng đầu Việt Nam



Nguồn: EVN, Vietcap (dữ liệu tính đến cuối quý 4/2023)

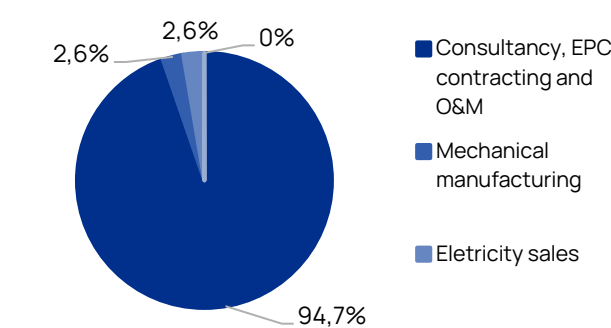
Tư vấn, tổng thầu EPC và O&M là các mảng kinh doanh cốt lõi của TV2, chiếm phần lớn tổng doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt ở mức 91% và 95% (KQKD năm 2023). Mảng sản xuất cơ khí là mảng đóng góp lớn tiếp theo, lần lượt chiếm 7% và 3% doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2023. TV2 cũng đầu tư vào các dự án điện, chủ yếu với tư cách là nhà đầu tư tài chính, ngoại trừ một dự án năng lượng mặt trời quy mô nhỏ (5 MWp) do TV2 sở hữu 100% cổ phần. Do đó, doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh điện không quá đáng kể so với KQKD chung.

Hình 2: Doanh thu theo mảng năm 2023



Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 3: Lợi nhuận gộp theo mảng năm 2023



Nguồn: TV2, Vietcap

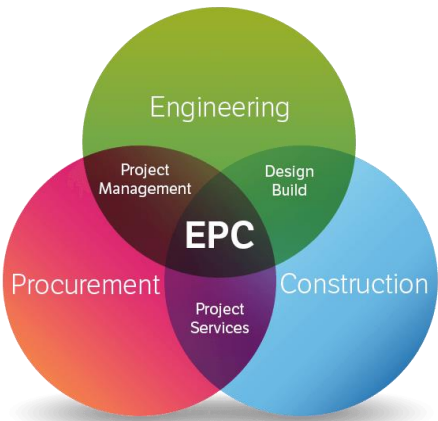
Tư vấn điện và tổng thầu EPC

TV2 là đơn vị tư vấn năng lượng hàng đầu tại Việt Nam. Công ty cung cấp dịch vụ khảo sát, nghiên cứu tiền khả thi và khả thi, thiết kế kỹ thuật và giám sát thi công các dự án truyền tải điện và phát điện. Trong 40 năm hoạt động, TV2 đã cung cấp dịch vụ tư vấn điện cho hơn 100 nhà máy điện (25.000 MW), hơn 150 trạm biến áp (28.000 MVA) và hơn 450 dự án đường dây truyền tải

(6.500 km). Với công ty mẹ là Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), TV2 có cơ hội tiếp cận nhiều cơ hội từ EVN - nhà đầu tư cơ sở hạ tầng truyền tải và phân phối điện độc quyền lớn nhất tại Việt Nam.

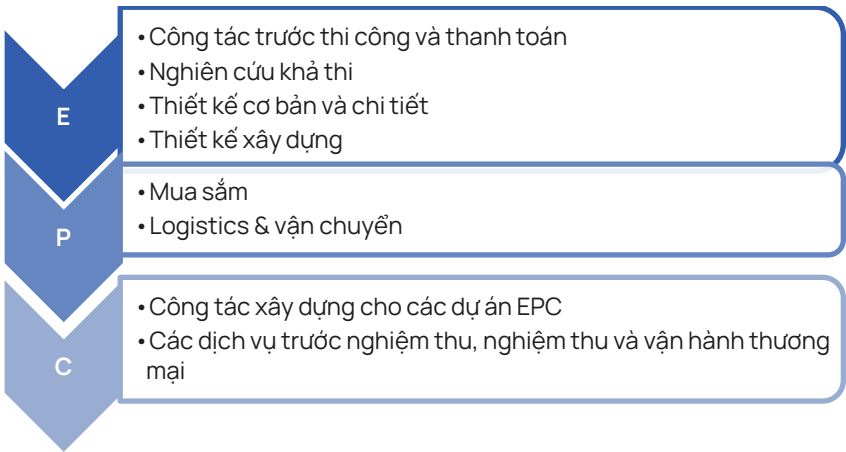
TV2 đã mở rộng sang lĩnh vực thầu EPC điện trong thập kỷ qua và đặt mục tiêu trở thành tổng thầu EPC hàng đầu cho các dự án điện. Chiến lược dài hạn của công ty bao gồm toàn bộ quy trình EPC, không chỉ bao gồm thiết kế dự án mà còn cả mua sắm thiết bị, xây dựng và nghiệm thu. TV2 đã tích cực tham gia vào quá trình mua sắm nhờ có lợi thế là nhà sản xuất cơ khí trong những năm gần đây. TV2 là nhà thầu EPC cho nhiều dự án với tổng vốn đầu tư khảng 3 tỷ USD. Một số dự án đáng chú ý là nhà máy nhiệt điện than Vĩnh Tân 4 (vốn đầu tư 36 nghìn tỷ đồng) và nhà máy nhiệt điện than Vĩnh Tân 4 mở rộng (vốn đầu tư 23 nghìn tỷ đồng). Trong năm 2019, hai dự án được TV2 triển khai với vai trò tổng thầu EPC là dự án Nhà máy điện gió Tân Thuận và dự án Nhà máy điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1.

Hình 4: Chuỗi giá trị EPC



Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 5: Cơ cấu của một dự án EPC



Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 6: Các hợp đồng EPC gần đây của TV2

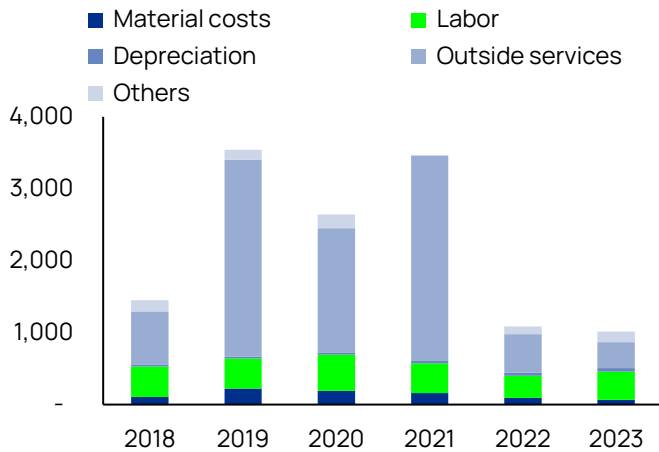
Dự án	Loại dự án	Tổng vốn XD/CB (tỷ đồng)	Giá trị hợp đồng của TV2 (tỷ đồng)	Công suất	Thời gian
Các hợp đồng EPC đã hoàn thành					
Vĩnh Tân 4	Nhiệt điện than	36.000	9.000	1.200 MW	2015-2018
Vĩnh Tân 4 mở rộng	Nhiệt điện than	23.927	1.874	600 MW	2016-2019
Vĩnh Tân 2	Điện mặt trời	N/A	305	43 MWp	2018-2019
Ninh Phước 6.1 & 6.2	Điện mặt trời	1.226	1.226	58 MWp	2018-2019
Sơn Mỹ 3.1	Điện mặt trời	1.300	973	50 MWp	2018-2019
Vĩnh Tân – giai đoạn 1	Điện mặt trời	100	100	5 MWp	2019
Gio Thành 1 & 2	Điện mặt trời	2.300	N/A	100 MWp	2020
Tân Thuận	Điện gió	2.950	N/A	75 MW	2019-2021
Chính Thắng	Điện gió	1.700	N/A	50 MW	2019-2021
Tổng cộng (tỷ đồng)		69.503	15.647		
Các hợp đồng EPC hiện tại					
Thác Ba 2 hydropower	Thủy điện	600	600	19 MW	2022-2024
Hau Giang biomass	Điện sinh khối	875	875	20 MW	2022-2024
Tra Vinh biomass	Điện sinh khối	1.070	1.070	25 MW	2025-2026
Tổng cộng (tỷ đồng)		2.545	2.545		

Nguồn: TV2, ước tính của Vietcap

Cơ cấu chi phí của TV2 chủ yếu đến từ chi phí thuê ngoài và chi phí nhân công, trong khi TV2 ít chịu tác động của giá hàng hóa do chia sẻ rủi ro với khách hàng và nhà thầu phụ. Hợp đồng EPC thường liên quan đến việc thuê ngoài các thành phần có chi phí lớn nhất. Đối với TV2, chi phí thuê ngoài chiếm trung bình 60% tổng chi phí của TV2 trong giai đoạn 2018-2023. Chi phí nhân

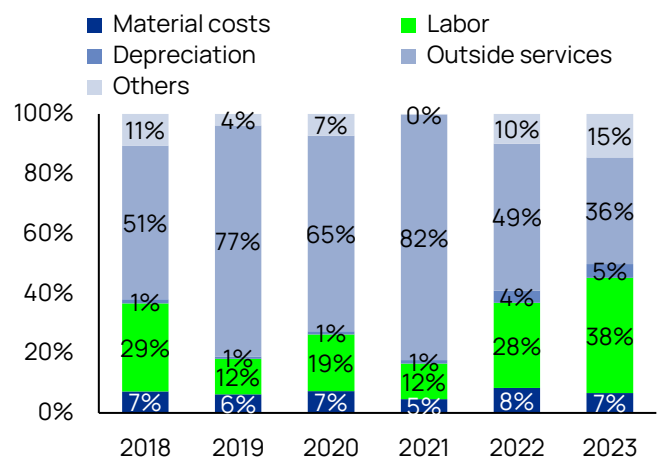
công là thành phần chi phí lớn thứ hai, chiếm trung bình 23% tổng chi phí của TV2 trong cùng kỳ. Chúng tôi hiểu rằng sự biến động của giá cả hàng hóa có tác động một phần đến chi phí của các dịch vụ thầu phụ. Tuy nhiên, TV2 có thể chia sẻ rủi ro về biến động giá hàng hóa với khách hàng và nhà thầu phụ. Chi phí nguyên vật liệu đầu vào không lớn, chỉ chiếm trung bình 7% tổng chi phí trong giai đoạn 2018-2023 nên biến động giá các nguyên vật liệu như thép, sắt ảnh hưởng không đáng kể đến hoạt động kinh doanh của TV2.

Hình 7: Cơ cấu chi phí hoạt động của TV2 (tỷ đồng)



Nguồn: TV2, Vietcap

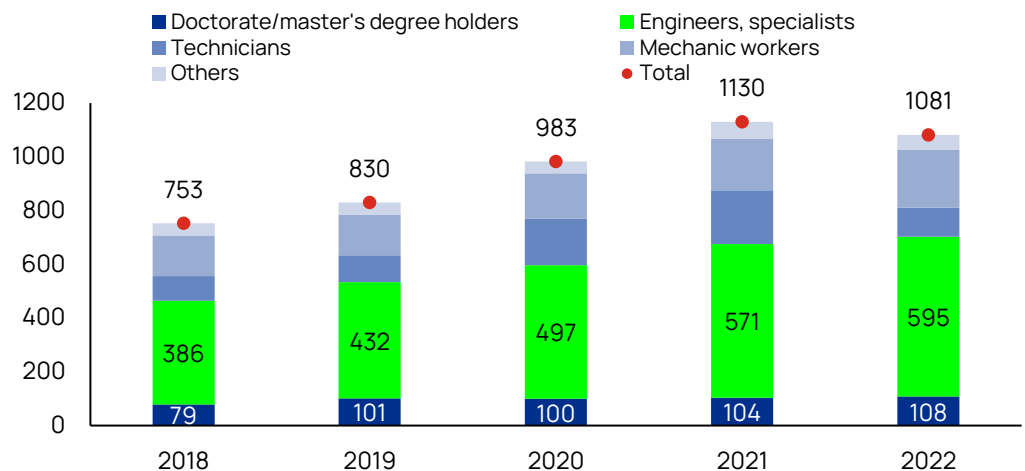
Hình 8: Tỷ lệ thành phần chi phí trong tổng chi phí hoạt động (%)



Nguồn: TV2, Vietcap

TV2 đầu tư đáng kể vào nguồn nhân lực để duy trì vị thế dẫn đầu. Lợi thế cạnh tranh của TV2 là nguồn nhân lực có tay nghề cao và giàu kinh nghiệm, điều này rất cần thiết để thực hiện các dự án EPC lớn. Do đó, đào tạo và đầu tư vào nguồn nhân lực là ưu tiên hàng đầu của TV2. Công ty không ngừng nỗ lực tuyển dụng lao động có tay nghề cao có trình độ đại học hoặc sau đại học.

Hình 9: Cơ cấu nhân sự của TV2 (số nhân viên)

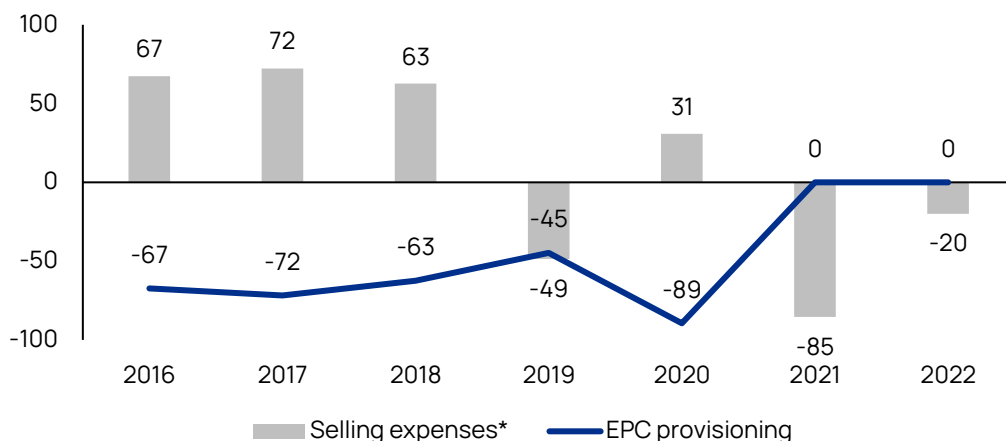


Nguồn: TV2, Vietcap

TV2 trích lập dự phòng cho bảo hành các dự án EPC và hoàn nhập các khoản trích lập này khi hết thời gian bảo hành. TV2 trích lập dự phòng từ 5-10% giá trị hợp đồng EPC cho các dự án nhiệt điện và năng lượng tái tạo để bù đắp những rủi ro và hình phạt tiềm ẩn. Các khoản dự phòng này phù hợp với tiến độ ghi nhận doanh thu của TV2 từ các hợp đồng EPC. Chúng tôi lưu ý rằng 50% các khoản dự phòng, tương đương 5% tổng giá trị hợp đồng EPC, là dành cho bảo hành.

Sau khi bàn giao nhà máy, nhà thầu vẫn có trách nhiệm kiểm tra dự án, duy trì các chỉ tiêu hiệu suất kỹ thuật, chuyển giao công nghệ, hiện đại hóa nhà máy. TV2 có thể hoàn nhập các khoản dự phòng này khi nhận được giấy chứng nhận hoàn thành tạm thời, trong khi khoản 5% tiền bảo hành có thể được hoàn lại sau thời gian bảo hành (từ 2 đến 5 năm). Từ năm 2016 đến năm 2020, TV2 trích lập dự phòng trung bình 67 tỷ đồng/năm, như là một khoản hoàn nhập chi phí bán hàng. Việc trích lập cho các hợp đồng EPC của công ty về sau đã giảm bớt vào các năm 2021-2022.

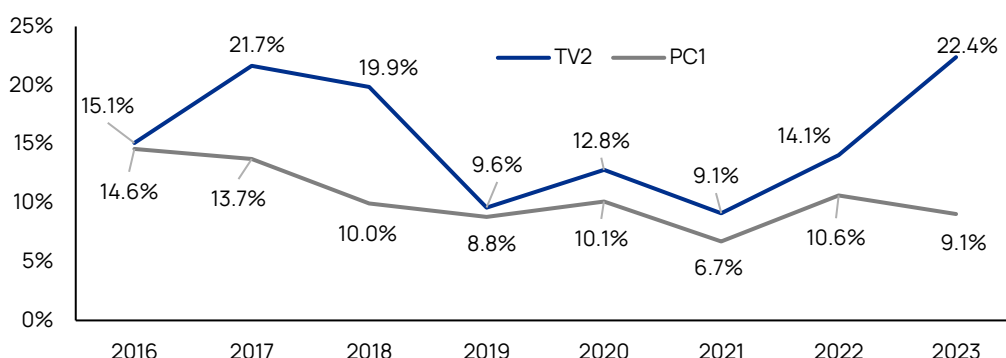
Hình 10: Chi phí bán hàng, trích lập dự phòng EPC của TV2 (tỷ đồng)



Nguồn: TV2, Vietcap (Lưu ý: *Chi phí bán hàng dương thể hiện TV2 đã trích lập dự phòng; chi phí bán hàng âm thể hiện TV2 đã hoàn nhập dự phòng)

Trong lịch sử, TV2 có biên lợi nhuận gộp cao hơn (khoảng 15%) so với PC1 (khoảng 10%), chủ yếu nhờ vào mảng tư vấn năng lượng có biên lợi nhuận cao của TV2. TV2 cung cấp các dịch vụ có giá trị gia tăng cao hơn, tận dụng lao động trí tuệ và chuyên môn của công ty, trong khi PC1 chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực xây lắp điện vốn có biên lợi nhuận thấp hơn do sử dụng nhiều lao động phổ thông và vật liệu hơn. Ví dụ: TV2 có thể thực hiện dịch vụ tư vấn và sau đó đấu thầu hợp đồng EPC cho cùng một dự án. Sau khi dự án đi vào hoạt động, TV2 có thể sẽ cung cấp dịch vụ O&M cho nhà máy điện. Ngoài ra, TV2 đã cải thiện hiệu quả hoạt động và quản lý chi phí bằng cách ra mắt trung tâm vận hành điện từ xa vào năm 2019, giúp tăng biên lợi nhuận.

Hình 11: Biên lợi nhuận gộp của TV2 ở mảng tư vấn, EPC và O&M so với biên lợi nhuận gộp của PC1 ở mảng xây lắp điện & EPC (%)

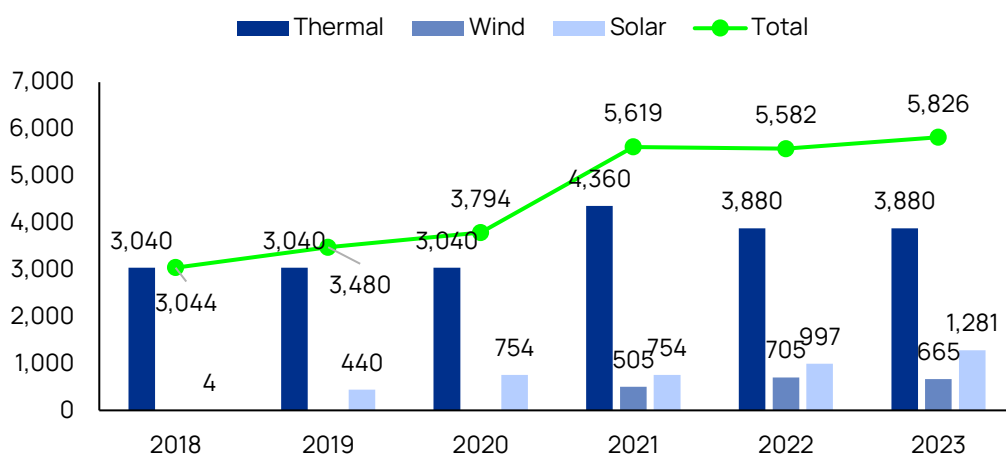


Nguồn: TV2, PC1, Vietcap

Vận hành & Bảo trì nhà máy điện

Mảng vận hành & bảo trì (O&M) nhà máy điện là mảng có giá trị gia tăng giúp nâng biên lợi nhuận của TV2 bằng cách tận dụng mạng lưới khách hàng hiện tại từ các hợp đồng EPC. Nhận thấy nhu cầu ngày càng tăng về dịch vụ O&M chuyên nghiệp từ các nhà đầu tư năng lượng tái tạo, trong đó nhiều nhà đầu tư có kinh nghiệm kỹ thuật hạn chế trong lĩnh vực này, TV2 chính thức thành lập bộ phận O&M nhà máy điện vào năm 2019. Bộ phận này liên tục giám sát các nhà máy điện để tối ưu hóa hiệu suất, hạn chế các sự cố kỹ thuật, và tiến hành bảo trì. Vào tháng 10/2019, TV2 đã ra mắt trung tâm vận hành điều khiển từ xa, đây là trung tâm đầu tiên tại Việt Nam và là cột mốc quan trọng đối với bộ phận O&M nhà máy điện của TV2. Tính đến cuối năm 2023, TV2 cung cấp dịch vụ O&M cho 3 dự án nhiệt điện (3.880 MW), 7 dự án điện gió (665 MW) và 18 dự án điện mặt trời (1.281 MW) theo ước tính của chúng tôi.

Hình 12: Tổng công suất TV2 cung cấp dịch vụ O&M* (MW)



Nguồn: TV2, ước tính của Vietcap (Lưu ý: * Không bao gồm trang trại điện mặt trời Lộc Ninh 1, 2, 3 (tổng công suất 550 MWp hoặc 440 MW) mà TV2 cung cấp các dịch vụ phụ trợ như cắt cỏ và vệ sinh tấm pin mặt trời)

Sản xuất cơ khí

Sản xuất cơ khí là mảng hỗ trợ cho các doanh nghiệp tư vấn điện và tổng thầu EPC. Mảng này chỉ chiếm lần lượt 6,8% và 2,6% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2023 của TV2 (Hình 2 và Hình 3). Trong 20 năm qua, TV2 đã sản xuất hơn 80.000 tấn thép cho các kết cấu đường dây truyền tải, trạm biến áp và nhà máy điện.

Hình 13: Các sản phẩm cơ khí điện hình của TV2



Kết cấu thép cho các nhà máy nhiệt điện



Tháp thép và thép mạ kẽm nhúng nóng cho trạm biến áp và tháp điện áp đến 500 kV



Cột Anten và cột viễn thông

Nguồn: TV2, Vietcap

Đầu tư vào các nhà máy điện

TV2 đầu tư vào các dự án điện tái tạo từ năm 2018. TV2 sở hữu 25% cổ phần tại trang trại điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 (50 MWp, vận hành thương mại giữa năm 2019) và 25% cổ phần tại trang trại gió Tân Thuận (75 MW, vận hành thương mại cuối năm 2021). TV2 còn sở hữu 45% cổ phần tại nhà máy thủy điện Thác Bà 2 (19 MW, khởi công cuối năm 2022, dự kiến hoàn thành vào năm 2024), 10% cổ phần nhà máy điện sinh khối Hậu Giang (20 MW, khởi công cuối năm 2022, dự kiến hoàn thành vào năm 2024) và 10% cổ phần tại nhà máy điện sinh khối Trà Vinh (25 MW, đang trong quá trình phát triển).

Hình 14: Các khoản đầu tư vào nhà máy điện của TV2

STT	Dự án	Công suất	Cổ phần của TV2 (%)	Tổng vốn XDCB (tỷ đồng)	Thời gian vận hành thương mại	Giá điện
1	Nhà máy điện mặt trời Vĩnh Tân – giai đoạn 1	5 MWp	100%	100	2019	9,35 US cents/kWh
2	Nhà máy điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1	50 MWp	25%	1.300	2019	9,35 US cents/kWh
3	Nhà máy điện gió Tân Thuận	75 MW	25%	2.950	2021	9,8 US cents/kWh
4	Nhà máy thủy điện Thác Bà 2	18,9 MW	45%	600	2025*	1.300 đồng/kWh*
5	Sinh khối Hậu Giang	20 MW	10%	875	2025*	8,47 US cents/kWh
6	Sinh khối Trà Vinh	25 MW	10%	1.070	2027*	8,47 US cents/kWh

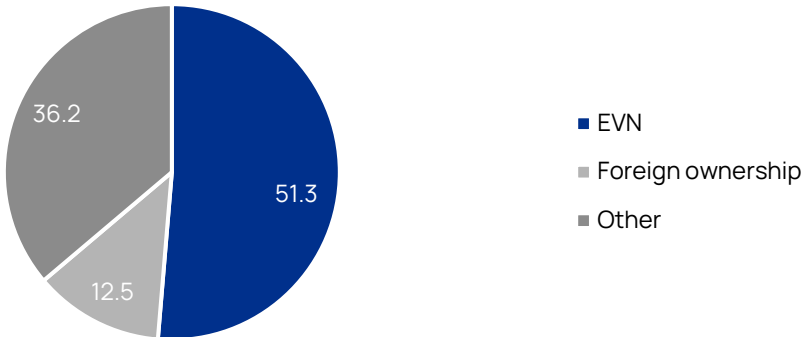
Nguồn: TV2, Vietcap (* giả định của Vietcap)

Cổ đông & ban lãnh đạo

TV2 ban đầu được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) vào ngày 13/10/2009. Công ty chuyển niêm yết sang Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) vào ngày 6/6/2019.

Cổ đông lớn nhất của TV2 là EVN, nắm giữ 51,3% cổ phần. Cổ đông nước ngoài sở hữu 12,5% tính đến đầu tháng 3/2024.

Hình 15: Cơ cấu sở hữu của TV2 (%)



Nguồn: TV2, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 4/3/2024)

TV2's có đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm, hầu hết đều gắn bó lâu năm với công ty. Ngoài ra, chúng tôi ước tính tổng sở hữu của HĐQT và Ban Giám đốc ở mức thấp, chỉ ở mức 0,86%.

Hình 16: HĐQT và Ban Giám đốc của TV2

Tên	Chức vụ	% cổ phần	Ghi chú
Ông Nguyễn Chơn Hùng	Chủ tịch	0,24%	Cử nhân kỹ thuật cơ khí và MBA; đã công tác tại TV2 gần 30 năm; TGD TV2 từ 2015-2020; trở thành Chủ tịch HĐQT vào năm 2015.
Ông Võ Văn Bình	Thành viên HĐQT/Tổng Giám đốc	0,07%	Kỹ sư điện lực; đã gắn bó với TV2 gần 20 năm; trở thành TGD của TV2 vào tháng 7/2022.
Bà Phạm Liên Hải	Thành viên HĐQT/Phó Tổng Giám đốc	0,36%	Thạc sĩ tài chính; đã giữ các vai trò quản lý ở các cấp khác nhau tại TV2 trong khoảng 15 năm; trở thành Phó TGD TV2 từ tháng 8/2018.
Ông Nguyễn Mạnh Phát	Thành viên HĐQT	0,02%	Trở thành thành viên HĐQT của TV2 vào tháng 4/2021.
Ông Đinh Quang Tri	Thành viên HĐQT	N/A	Đã làm việc tại EVN 24 năm trước khi nghỉ hưu vào năm 2019; chức vụ cao nhất của ông tại EVN là Phó TGD; trở thành giám đốc độc lập của TV2 vào tháng 6/2022.
Ông Trương Khắc Len	Thành viên HĐQT	N/A	Đã gắn bó với TV2 từ những năm đầu thành lập; từng là Giám đốc điều hành của TV2 từ năm 2009 đến năm 2012; trở thành giám đốc độc lập của TV2 vào tháng 6/2022.
Ông Nguyễn Hải Phú	Phó Tổng Giám đốc	0,06%	Đã làm việc tại TV2 được 25 năm; trở thành Phó Giám đốc điều hành của TV2 vào năm 2016.
Ông Nguyễn Trọng Nam	Phó Tổng Giám đốc	0,07%	Cử nhân kỹ thuật điện và MBA; đã công tác tại TV2 gần 35 năm; trở thành Phó Giám đốc điều hành vào năm 2008.
Bà Bùi Thị Ngọc Lý	Kế toán trưởng	0,04%	Bắt đầu tại TV2 vào năm 1997; thăng tiến lên kế toán trưởng năm 2016.

Nguồn: TV2, Vietcap

Lịch sử hoạt động

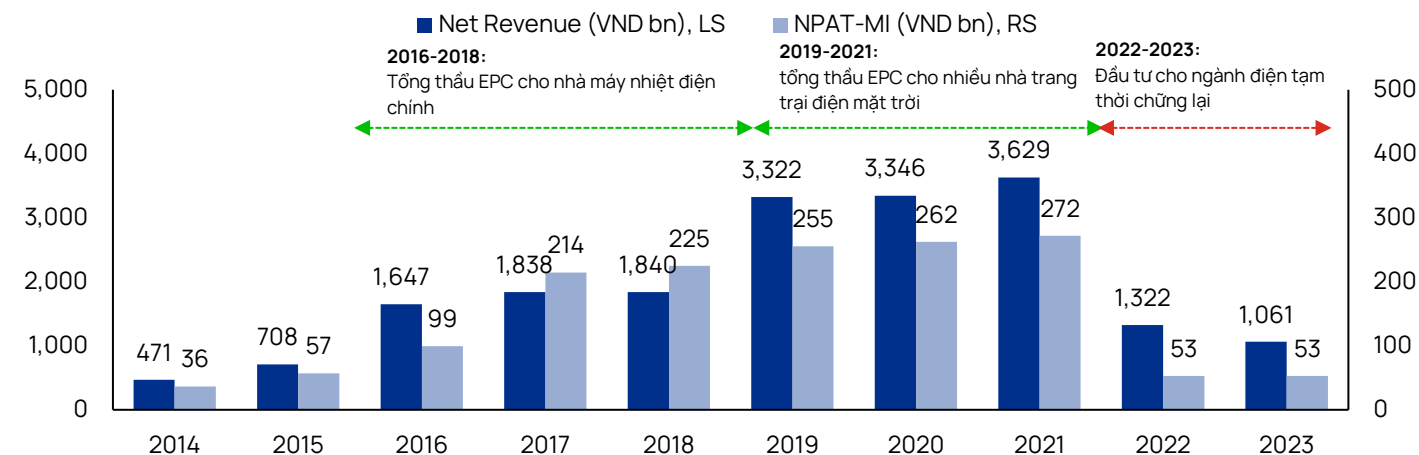
Trong giai đoạn 2014-2021, TV2 ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS cao lần lượt là 34% và 33% khi công ty mở rộng sang hoạt động tổng thầu EPC cho các nhà máy nhiệt điện (giai đoạn 2016-2019) và các dự án điện tái tạo (giai đoạn 2019-2021). Tuy nhiên, công ty phải đối mặt với sự sụt giảm đáng kể về doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2022-2023 do đầu tư vào năng lượng trong giai đoạn này chững lại.

Trong giai đoạn 2016-2019, TV2 ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhờ chuyển đổi chiến lược sang hoạt động tổng thầu EPC. Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS của TV2 tăng trưởng đáng kể với CAGR lần lượt là 26% và 37% trong giai đoạn 2016-2019. Trong giai đoạn này, TV2 đã trúng thầu các hợp đồng EPC cho các dự án nhiệt điện quy mô lớn như Vĩnh Tân 4 (1.200 MW) và Vĩnh Tân 4 mở rộng (600 MW). Ngoài ra, Công ty còn là nhà thầu EPC cho một số dự án điện mặt trời có tổng công suất trên 150 MWp từ năm 2018-2019 (**Hình 6**).

Trong giai đoạn 2019-2021, TV2 ghi nhận doanh thu và LNST ổn định trong bối cảnh công suất năng lượng tái tạo tăng mạnh. Công ty đã giành được một số hợp đồng EPC cho các dự án điện tái tạo trong giai đoạn này như trang trại năng lượng mặt trời Gio Thành 1 & 2 (100 MWp), trang trại điện gió Tân Thuận – giai đoạn 1 (75 MW) và dự án điện gió Chính Thắng (50). MW). Bên cạnh đó, doanh thu và lợi nhuận mảng O&M của TV2 cũng ghi nhận tăng khi công ty ký thêm 450-500 MW công suất năng lượng tái tạo mỗi năm trong giai đoạn 2020-2021. So với cùng kỳ, doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS của TV2 lần lượt tăng 8% và 4% vào năm 2021.

Trong giai đoạn 2022-2023, lợi nhuận của TV2 đạt mức thấp nhất trong 10 năm do các khoản đầu tư vào mảng năng lượng tạm thời chững lại. Công ty báo cáo doanh thu đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (-64% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 53 tỷ đồng (-81% YoY) vào năm 2022. Trong năm 2023, doanh thu của TV2 giảm 20% YoY xuống còn 1,1 nghìn tỷ đồng, trong khi lợi nhuận ròng không đổi so với cùng kỳ năm ngoái. EVN, nhà đầu tư quan trọng nhất của các dự án truyền tải điện, đã báo cáo khoản lỗ ròng đã kiểm toán là 22,2 nghìn tỷ đồng vào năm 2022, chủ yếu do giá mua điện cao trong bối cảnh khủng hoảng năng lượng toàn cầu trong năm. Theo truyền thông trong nước, khoản lỗ ròng của EVN năm 2023 ước tính khoảng 24,6 tỷ đồng. Theo quan điểm của chúng tôi, ngoài sức khỏe tài chính yếu của EVN, kế hoạch triển khai QHĐ VIII chưa được ban hành đã buộc EVN phải tạm dừng đầu tư vào truyền tải và phân phối điện. Ngoài ra, việc thiếu cơ chế định giá mới cho năng lượng tái tạo kể từ khi kết thúc chính sách giá điện hòa lưới FiT vào năm 2020 đối với điện mặt trời và vào năm 2021 đối với điện gió đã dẫn đến sự sụt giảm đáng kể trong đầu tư vào lĩnh vực này, từ đó làm giảm việc làm cho các nhà thầu EPC như TV2.

Hình 17: Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS của TV2 (2014-2023)

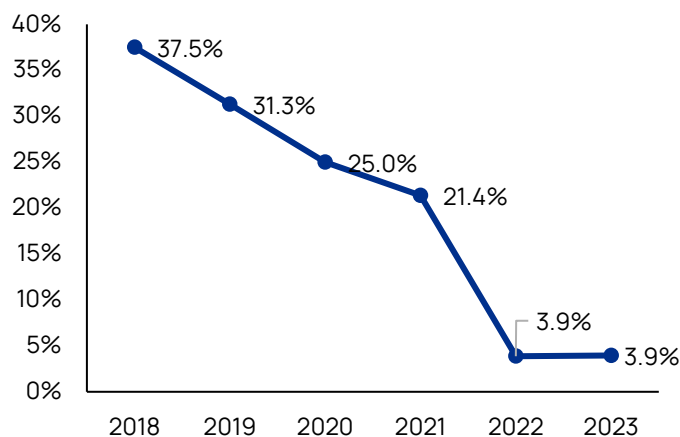


Tăng trưởng YoY	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu	20%	50%	132%	12%	0%	80%	1%	8%	-64%	-20%
Biên LN gộp	20,4%	19,0%	15,1%	21,7%	19,9%	9,6%	12,8%	9,1%	14,1%	22,4%
LNST-CĐTS	87%	58%	74%	116%	5%	13%	3%	4%	-81%	0%

Nguồn: TV2, Vietcap

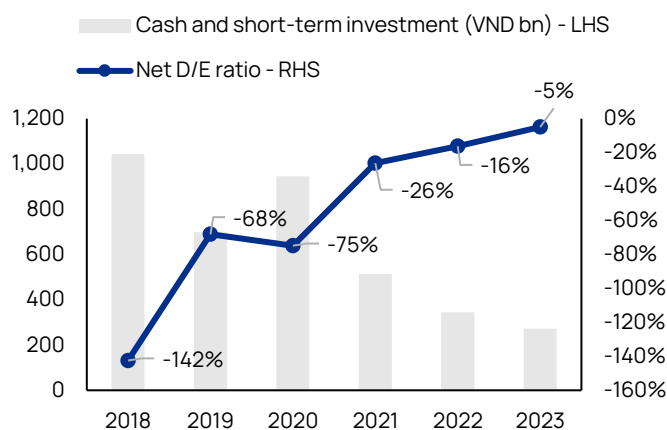
Số dư tiền mặt ròng cho phép TV2 đầu tư vào các dự án điện mới. Là nhà tư vấn kỹ thuật điện, chi phí chính của TV2 là nhân công trong khi không yêu cầu nhiều về vốn đầu tư XDCB. Do đó, TV2 có lượng tiền mặt ròng dồi dào với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu ở mức âm 5% và số dư tiền mặt là 272 tỷ đồng vào cuối năm 2023. Năng lực tài chính vững mạnh sẽ cho phép TV2 đầu tư thêm vào các dự án điện mới.

Hình 18: ROE của TV2 (2018-2023)



Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 19: Tỷ lệ đòn bẩy ròng của TV2 (2018-2023)



Nguồn: TV2, Vietcap

Nhìn lại năm 2023: LNST tiếp tục thấp do các khoản đầu tư vào ngành điện chững lại

Hình 20: KQKD năm 2023

Tỷ đồng	2022	2023	YoY	Nhận định của Vietcap đối với mức tăng trưởng so với cùng kỳ
Doanh thu	1.322	1.061	-20%	
Tư vấn, EPC, O&M	1.145	970	-15%	Chủ yếu do các khoản đầu tư vào các dự án truyền tải điện và phát điện chững lại. Điều này ảnh hưởng đến mức tăng doanh thu O&M do chúng tôi ước tính TV2 đã ký hợp đồng cho khoảng 245 MW công suất điện tái tạo bổ sung vào năm 2023.
Sản xuất cơ khí	153	72	-53%	Do mức giảm trong doanh thu mảng tư vấn điện và hợp đồng EPC.
Bán điện	22	20	-11%	Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng bán từ dự án điện mặt trời Vĩnh Tân mà TV sở hữu 100% cổ phần giảm 6% YoY.
Khác	2	0	-97%	
Giá vốn hàng bán	-1.136	-824	-27%	
Lợi nhuận gộp	186	238	28%	Do biên lợi nhuận gộp tăng 8 điểm % với sự đóng góp cao hơn từ các dịch vụ tư vấn.
Tư vấn, EPC, O&M	178	225	27%	
Sản xuất cơ khí	5	6	30%	
Bán điện	2	6	275%	
Khác	2	0	-97%	
Chi phí bán hàng và marketing	20	-2	N.M	Do (1) không trích lập dự phòng bảo hành bổ sung do không có dự án mới hoàn thành và (2) giảm trích lập dự phòng bảo hành đối với các dự án điện Gio Thành 1&2 do sắp hết thời gian bảo hành.
Chi phí quản lý	-149	-165	11%	Do TV2 đầu tư thêm vào đội ngũ nhân viên (+80% YoY), điều mà chúng tôi cho là để chuẩn bị cho các hợp đồng EPC sắp tới, bao gồm cả Sông Hậu 2.
Lợi nhuận từ HĐKD	57	71	25%	
Thu nhập tài chính	32	26	-18%	Chủ yếu là do thu nhập cổ tức từ các công ty liên kết của TV2 giảm 50% YoY (điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 và điện gió Tân Thuận).
Chi phí tài chính	-42	-33	-22%	Chủ yếu do trích lập dự phòng đầu tư vào nhà máy điện gió Tân Thuận thấp hơn.
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-6</i>	<i>-7</i>	<i>12%</i>	
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	0	0	N.M.	
Lãi/lỗ ròng khác	17	1	-91%	
LNTT	63	66	3%	
Chi phí thuế doanh nghiệp	-10	-12	19%	
LNST	53	53	0%	
Lợi ích CĐTS	0	0	N.M.	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	53	53	0%	Chủ yếu do KQKD yếu ở tất cả các mảng do đầu tư vào ngành điện chững lại. Điều này được bù đắp bởi chi phí tài chính thấp hơn và biên lợi nhuận gộp tăng đáng kể.
Δ điểm %				
Biên LN gộp %	14,1%	22,4%	+8,3	Biên lợi nhuận gộp tăng so với cùng kỳ chủ yếu nhờ đóng góp cao hơn từ mảng tư vấn và dịch vụ O&M, vốn có biên lợi nhuận cao hơn so với thầu EPC.
Biên LN từ HĐKD	4,3%	6,7%	+2,4	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	4,0%	5,0%	+1,0	

Nguồn: TV2, Vietcap

Triển vọng năm 2024: Dự kiến lợi nhuận tăng do tất cả các mảng phục hồi và đóng góp một phần từ dự án Sông Hậu 2

Hình 21: Triển vọng năm 2024

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024	YoY	Nhận định của Vietcap đối với mức tăng trưởng so với cùng kỳ
Doanh thu	1.061	2.141	102%	
Tư vấn, EPC, O&M	970	1.989	105%	Chủ yếu nhờ doanh thu EPC tăng mạnh do chúng tôi kỳ vọng TV2 sẽ ghi nhận doanh thu 793 tỷ đồng từ hợp đồng EPC của Sông Hậu 2 (chiếm 3% tổng giá trị hợp đồng EPC cho TV2 từ dự án này) và 500 tỷ đồng doanh thu từ hợp đồng EPC cho Dự án điện sinh khối Hậu Giang. Ngoài ra, chúng tôi dự báo doanh thu mảng tư vấn điện sẽ phục hồi từ mức cơ sở thấp của năm 2023 lên 400 tỷ đồng. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng O&M ở mức 296 tỷ đồng (+15% YoY theo ước tính của chúng tôi) do chúng tôi kỳ vọng TV2 sẽ ký các hợp đồng O&M mới để tăng thêm 300 MW vào năm 2024.
Sản xuất cơ khí	72	129	80%	Do doanh thu EPC tăng mạnh.
Bán điện	20	23	16%	Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng sẽ tăng nhẹ 7% YoY.
Khác	0	0	0%	
Giá vốn hàng bán	-824	-1.846	124%	Do số lượng các hợp đồng EPC và các dự án khác tăng.
Lợi nhuận gộp	238	295	24%	Chủ yếu nhờ đóng góp từ dự án Sông Hậu 2, bên cạnh việc phục hồi lợi nhuận gộp của mảng tư vấn điện do chúng tôi dự báo sẽ có thêm hợp đồng cho TV2 cùng kế hoạch triển khai QHĐ VIII sẽ được công bố trong năm 2024.
Tư vấn, EPC, O&M	225	282	25%	
Sản xuất cơ khí	6	6	4%	
Bán điện	6	6	3%	
Khác	0	0	-10%	
Chi phí bán hàng và marketing	-2	-7	308%	Chúng tôi giả định TV2 sẽ trích lập một phần dự phòng bảo hành cho Sông Hậu 2, tỷ lệ thuận với doanh thu dự kiến được ghi nhận. Số lượng nhân viên tăng thêm do có thêm hợp đồng.
Chi phí quản lý	-165	-194	18%	
Lợi nhuận từ HĐKD	71	94	32%	
Thu nhập tài chính	26	27	1%	
Chi phí tài chính	-33	-14	-57%	Chúng tôi dự báo TV2 sẽ không ghi nhận chi phí tài chính bất thường trong năm 2024 so với 30 tỷ đồng vào năm 2022 và 24 tỷ đồng vào năm 2023, vốn là khoản dự phòng cho các khoản đầu tư tài chính dài hạn. Theo TV2, khoản dự phòng này được đưa ra chủ yếu do trang trại gió Tân Thuận thua lỗ vào các năm 2022-2023 – hai năm đầu tiên đi vào hoạt động.
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-7</i>	<i>-14</i>	<i>106%</i>	
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	0	0	N.M.	
Lãi/lỗ ròng khác	1	0	-100%	
LNTT	66	106	62%	
Chi phí thuế doanh nghiệp	-12	-21	70%	
LNST	53	85	60%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	53	85	60%	Chúng tôi ước tính LNST (không gồm Sông Hậu 2) sẽ phục hồi 7% YoY trong khi nhà máy điện Sông Hậu 2 dự kiến đóng góp 28 tỷ đồng (33% LNST năm 2024) và thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.
Δ điểm %				
Biên LN gộp %	22,4%	13,8%	-8,6	Chủ yếu là do tỷ trọng doanh thu hợp đồng EPC cao hơn và thường có biên lợi nhuận thấp hơn so với doanh thu tư vấn.
Biên LN từ HĐKD	6,7%	4,4%	-2,3	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	5,0%	4,0%	-1,0	

Nguồn: TV2, Vietcap

Triển vọng năm 2025: Dự kiến lợi nhuận tăng mạnh nhờ đẩy nhanh tiến độ dự án Sông Hậu 2

Hình 22: Triển vọng năm 2025

Tỷ đồng	Dự báo 2024	Dự báo 2025	YoY	Nhận định của Vietcap đối với mức tăng trưởng so với cùng kỳ
Doanh thu	2.141	9.921	363%	TV2 guides for a potential revenue of VND10tn with a major contribution from the Song Hau 2 power project.
Tư vấn, EPC, O&M	1.989	9.675	387%	Dựa theo dự báo của chúng tôi về (1) ghi nhận doanh thu EPC cao từ Sông Hậu 2, lên tới 8,7 nghìn tỷ đồng (khoảng 30% tổng giá trị hợp đồng EPC cho TV2), (2) tiềm năng doanh thu 200 tỷ đồng từ dự án điện sinh khối Trà Vinh và (3) doanh thu O&M tăng 13% YoY lên 333 tỷ đồng do chúng tôi kỳ vọng TV2 sẽ ký thêm hợp đồng với công suất 300MW. Do dự báo doanh thu EPC tăng.
Sản xuất cơ khí	129	223	73%	
Bán điện	23	23	0%	
Khác	0	0	0%	
Giá vốn hàng bán	-1.846	-8.885	381%	Do số lượng hợp đồng EPC tăng.
Lợi nhuận gộp	295	1.036	251%	
Tư vấn, EPC, O&M	282	1.018	261%	
Sản xuất cơ khí	6	11	73%	
Bán điện	6	6	0%	
Khác	0	0	0%	
Chi phí bán hàng và marketing	-7	-332	4592%	Tương ứng với việc ghi nhận 30% giá trị hợp đồng của Sông Hậu 2 cho TV2, chúng tôi kỳ vọng TV2 sẽ ghi nhận khoản dự phòng bảo hành là 357 tỷ đồng. Ngoài ra, chúng tôi dự báo công ty sẽ hoàn nhập 27 tỷ đồng dự phòng cho chi phí bảo hành đã hết hạn.
Chi phí quản lý	-194	-226	16%	Do tiếp tục đầu tư vào đội ngũ nhân viên của TV2.
Lợi nhuận từ HĐKD	94	479	411%	
Thu nhập tài chính	27	31	15%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi cho rằng thu nhập từ cổ tức sẽ tiếp tục tăng 50% YoY khi chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng của trang trại điện gió Tân Thuận và TV2 sở hữu 25% cổ phần và đóng góp từ dự án điện sinh khối Hậu Giang mà TV2 sở hữu 10% cổ phần (giả định thời gian vận hành thương mại vào năm 2025).
Chi phí tài chính	-14	-28	101%	Do chúng tôi ước tính vốn lưu động cần để tạo điều kiện thuận lợi cho các hợp đồng EPC tăng.
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-14</i>	<i>-28</i>	<i>101%</i>	
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	0	1	N.M.	
Lãi/lỗ ròng khác	0	0	N.M.	
LNTT	106	483	354%	
Chi phí thuế doanh nghiệp	-21	-97	354%	
LNST	85	386	354%	
Lợi ích CBTS	0	0	N.M.	
LNST sau lợi ích CBTS báo cáo	85	386	354%	Chúng tôi ước tính LNST (không gồm Sông Hậu 2) sẽ phục hồi 40% YoY trong khi nhà máy điện Sông Hậu 2 dự kiến đóng góp 305 tỷ đồng (79% LNST năm 2025). Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp là 10,4% so với mức trung bình lịch sử trong 7 năm là khoảng 15% vì chúng tôi dự báo chi phí nguyên vật liệu và sự cạnh tranh sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.
Δ điểm %				
Biên LN gộp %	13,8%	10,4%	-3,3	Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp thấp hơn là do hợp đồng EPC, vốn thường có biên lợi nhuận thấp hơn, có tỷ lệ cao hơn so dịch vụ tư vấn và O&M (tương ứng là 9,5% so với 28%/16%).
Biên LN từ HĐKD	4,4%	4,8%	+0,5	
Biên LNST sau lợi ích CBTS	4,0%	3,9%	-0,1	

Nguồn: TV2, Vietcap

Triển vọng dài hạn

Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS lần lượt là 18% và 28% trong giai đoạn 2024-2028. Điều này chủ yếu được thúc đẩy bởi CAGR doanh thu 19% từ mảng tư vấn điện, hợp đồng EPC và dịch vụ O&M, do chúng tôi kỳ vọng:

- (1) Doanh thu tăng từ hợp đồng EPC cho nhà máy nhiệt điện Sông Hậu 2, từ 793 tỷ đồng (3% tổng giá trị hợp đồng cho TV2) vào năm 2024 lên 1.057 tỷ đồng (4% tổng giá trị hợp đồng cho TV2) vào năm 2028. Chúng tôi giả định rằng phần lớn tổng giá trị hợp đồng sẽ được ghi nhận là doanh thu trong các năm 2025-2027 của giai đoạn xây dựng – phù hợp với kế hoạch của TV2.
- (2) Đầu tư vào năng lượng tái tạo sẽ dẫn phục hồi từ năm 2026 do chúng tôi kỳ vọng kế hoạch triển khai QHĐ VIII cũng như cơ chế định giá mới cho năng lượng tái tạo sẽ được ban hành vào năm 2024. Sự phục hồi này tương ứng có nhiều cơ hội ký hợp đồng EPC hơn cho TV2 trong những năm tới.
- (3) Doanh thu mảng dịch vụ O&M tăng trưởng ổn định do chúng tôi dự phóng TV2 sẽ ký các hợp đồng O&M mới để tăng thêm 300 MW mỗi năm vào giai đoạn 2024-2028.

Hình 23: Dự báo dài hạn

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	1.061	2.141	9.921	10.704	11.071	4.088
Tư vấn, EPC, O&M	970	1.989	9.675	10.440	10.800	3.989
Sản xuất cơ khí	72	129	223	241	248	76
Bán điện	20	23	23	22	22	22
Khác	0	0	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS	53	85	386	414	470	226
Tăng trưởng doanh thu YoY	-19,7%	101,7%	363,4%	7,9%	3,4%	-63,1%
Tăng trưởng LNST-CĐTS YoY	0,2%	60,3%	354,3%	7,3%	13,6%	-52,0%
ROE	3,9%	6,3%	25,6%	22,5%	21,2%	9,0%
Nợ ròng/vốn chủ sở hữu	-4,9%	2,3%	8,6%	-2,9%	-1,6%	-32,1%

Nguồn: TV2, dự báo của Vietcap

Hợp đồng EPC dự án Sông Hậu 2 dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu chính trong giai đoạn 2024-2028

Ngày 1/3/2023, TV2 và Sunway Construction (Malaysia) đã ký hợp đồng EPC trị giá 2,42 tỷ USD cho dự án nhiệt điện than Sông Hậu 2. Tỷ trọng của TV2 trong hợp đồng EPC là 1,09 tỷ USD (26,5 nghìn tỷ đồng), tương đương 45% tổng giá trị hợp đồng. Công ty sẽ cung cấp dịch vụ tư vấn và tham gia mua sắm thiết bị cho dự án. Trong khi đó, Sunway Construction là công ty chuyên xây dựng hàng đầu Malaysia với hơn 40 năm kinh nghiệm cung cấp dịch vụ thiết kế và xây dựng tích hợp cho các dự án xây dựng và cơ sở hạ tầng. Công ty có doanh thu và LNST trung bình 5 năm (2019-2023) lần lượt là 426 triệu USD và 34 triệu USD. Theo trang web của công ty, tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của công ty vào cuối năm 2023 lần lượt là 665 triệu USD và 192 triệu USD.

Chúng tôi kỳ vọng việc xây dựng dự án Sông Hậu 2 sẽ bắt đầu vào đầu tháng 7/2024 và đóng góp tổng doanh thu 26,5 nghìn tỷ đồng cho TV2 trong giai đoạn 2024-2028 – tương đương 70% tổng doanh thu 2024-2028 của công ty. Dự án đã đạt được hầu hết các thỏa thuận quan trọng, trong đó có hợp đồng Xây dựng-Vận hành-Chuyển giao (BOT) với Bộ Công Thương vào tháng 12/2020, Hợp đồng Mua bán điện (PPA) với EVN vào tháng 12/2020 và Biên bản ghi nhớ liên quan đến hợp đồng thuê đất với cơ quan chức năng tỉnh Hậu Giang vào tháng 9/2018 (ngoài bản sửa đổi vào tháng 9/2019). Theo TV2, tiến độ giải phóng mặt bằng của Sông Hậu 2 tính đến tháng 2/2024 đã đạt trên 50%. Cơ quan chức năng tỉnh Hậu Giang đang tích cực hỗ trợ chủ đầu tư để tạo điều kiện bồi thường cho phần đất còn lại.

Với tư cách là nhà thầu EPC của dự án, TV2 và Sunway Construction đã phối hợp thực hiện công việc chuẩn bị, bao gồm thiết kế kỹ thuật, lựa chọn nhà cung cấp thiết bị chính (nồi hơi, tua bin và máy phát điện), mở rộng lực lượng lao động, v.v. TV2 lưu ý rằng thư Yêu cầu Đề xuất đã được gửi cho các nhà cung cấp thiết bị và công ty dự kiến sẽ sớm ký hợp đồng mua sắm thiết bị sau khi nhận được Thông báo triển khai từ chủ đầu tư. Theo chúng tôi, việc TV2 và Sunway Construction chuẩn bị khởi công thể hiện sự sẵn sàng và tin tưởng của các nhà thầu EPC vào khả năng Sông Hậu 2 được Chính phủ Việt Nam chấp thuận triển khai.

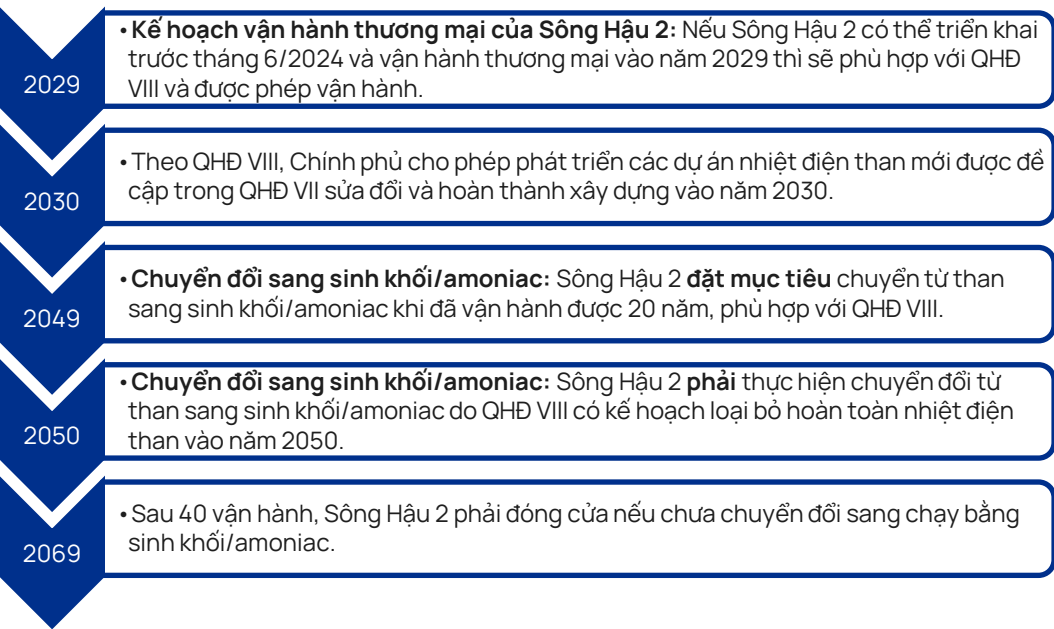
Hình 24: Dự báo doanh thu mǎng EPC của TV2 từ dự ǎn Sông Hậu 2

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng giai đoạn 2024-2028
Doanh thu từ Sông Hậu 2	793	8.722	7.929	7.929	1.057	26.429
% tổng doanh thu	37%	88%	74%	72%	26%	70%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Chủ đầu tư Sông Hậu 2 đang thu xếp tài chính cho dự ǎn. Theo QHĐ VIII, nhà đầu tư Sông Hậu 2 cần đảm bảo nguồn tài chính chậm nhất là đến cuối tháng 6/2024 để tiếp tục phát triển dự ǎn. Vào ngày 28/11/2023, Toyo Ink Group Berhad thông báo Ngân hàng Xuất nhập khẩu (Eximbank) của Malaysia Berhad sẽ là đơn vị thu xếp chính độc quyền cho khoản vay hợp vốn lên tới 2,42 tỷ USD cho Sông Hậu 2. Theo TV2, Eximbank của Malaysia đã làm việc với nhiều ngân hàng tham gia từ Malaysia, Indonesia, Việt Nam và các ngân hàng khác về khoản vay hợp vốn này. Quá trình đàm phán với các ngân hàng tham gia dự kiến sẽ hoàn tất trước tháng 6/2024. Theo quan điểm của chúng tôi, yếu tố tích cực là một số tổ chức tài chính quốc tế sẵn sàng hợp tác ký kết hợp đồng cho vay đối với một dự ǎn nhiệt điện than lớn như Sông Hậu 2, trong bối cảnh xu hướng giảm lượng tiêu thụ than gần đây của các tổ chức tài chính trên toàn thế giới. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng việc giảm dần (từ năm 2030) và loại bỏ dần (từ năm 2050) nhiệt điện than theo tài liệu kế hoạch trong QHĐ VIII của Việt Nam sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến khả năng nhận được khoản vay hợp vốn nêu trên của Sông Hậu 2. Điều này là do PPA của nhà máy BOT đã có hiệu lực trong 25 năm, điều này sẽ cung cấp cho chủ sở hữu dòng tiền đủ để trả nợ và trả lãi của nhà máy (thời hạn vay thông thường là 13-15 năm). Ngoài ra, chủ dự ǎn đang chuẩn bị lộ trình chuyển đổi nhiên liệu theo yêu cầu trong QHĐ VIII.

Hình 25: Lộ trình chuẩn bị chuyển đổi nhiên liệu của chủ đầu tư Sông Hậu 2



Nguồn: Bộ Công Thương (QHĐ VIII), TV2, Vietcap

Sông Hậu 2 giành được hợp đồng BOT với Bộ Công Thương và PPA với EVN

Sông Hậu 2 là dự án nhiệt điện than BOT có công suất kế hoạch là 2.120 MW, công nghệ siêu tới hạn và tổng vốn đầu tư XDCB đăng ký là 78 nghìn tỷ đồng. Vốn đầu tư này tương ứng chi phí 1,5 USD/MW, tương đối cạnh tranh so với các nhà máy nhiệt điện than mới xây dựng gần đây (cụ thể, nhà máy nhiệt điện than Sông Hậu 1 có tổng vốn đầu tư là 2 tỷ USD và công suất 1.200 MW). Theo quan điểm của chúng tôi, dự án Sông Hậu 2 có thể đưa ra mức giá điện cạnh tranh với chi phí đầu tư và sử dụng than tốt. Sông Hậu 2 sẽ được xây dựng trên khu đất rộng 117 ha ở tỉnh Hậu Giang – trung tâm đồng bằng sông Cửu Long. Nhà đầu tư duy nhất của dự án – Tập đoàn Toyo Ink Berhad của Malaysia – đã theo đuổi dự án này từ năm 2007 khi đệ trình đề xuất lên Chính phủ để thực hiện một dự án điện tại Việt Nam. Vào tháng 8/2013, Tập đoàn Toyo Ink Berhad và Bộ Công Thương đã ký Biên bản ghi nhớ (MOU) về kế hoạch phát triển Sông Hậu 2, đánh dấu cột mốc đầu tiên của dự án. Vào tháng 5 và tháng 9/2018, Tập đoàn Toyo Ink Berhad đã ký các Biên bản thỏa thuận với nhà cung cấp than liên quan đến việc cung cấp và vận chuyển than cho dự án và với cơ quan chức năng tỉnh Hậu Giang liên quan đến hợp đồng thuê đất cho Sông Hậu 2.

Vào tháng 12/2020, Toyo Ink Group Berhad thông báo đã ký hợp đồng BOT với Bộ Công Thương cũng như PPA với EVN cho dự án Sông Hậu 2. Cả hai thỏa thuận sẽ có hiệu lực trong 25 năm, kể từ ngày vận hành thương mại dự án điện. Chúng tôi lưu ý rằng giá PPA cho các nhà máy BOT thường được tính bằng USD, từ đó giúp bảo vệ các nhà đầu tư nước ngoài của các nhà máy này khỏi rủi ro tỷ giá. Giá PPA này bao gồm phí công suất thiết kế, phí nhiên liệu và phụ phí. Theo chúng tôi hiểu, phần lớn doanh thu của nhà máy điện BOT đến từ phí công suất thiết kế, được đặt ở mức đủ để chi trả cho các khoản chi phí cố định, chi phí lãi vay, thuế của dự án và mang lại lợi nhuận hợp lý cho nhà đầu tư. Phí công suất thiết kế này được thanh toán dựa trên lượng điện đảm bảo khả dụng, là lượng công suất phát điện mà nhà máy BOT có thể cung cấp cho EVN, bất kể sản lượng điện thực tế là bao nhiêu. Trong khi đó, phí nhiên liệu bao gồm chi phí O&M, chi phí nhiên liệu và phí khởi động. Theo quan điểm của chúng tôi, các điều khoản PPA đối với các nhà máy BOT nhìn chung thuận lợi hơn nhiều so với các điều khoản của các nhà máy không phải BOT và được thiết kế theo cách đảm bảo khả năng tồn tại thương mại của các nhà máy BOT, giúp tạo điều kiện tài trợ cho các dự án này.

Hình 26: Thành phần giá PPA cho các nhà máy điện BOT, USD/kWh.

$$\text{Giá điện PPA} = (\text{Phí công suất thiết kế} + \text{Phí nhiên liệu} + \text{Phụ phí}) \times \text{Tỷ giá}$$

Trong đó:

Phí công suất thiết kế = Công suất khả dụng x (phí công suất thiết kế cố định + phí O&M cố định + phí lãi vay bổ sung)

Công suất khả dụng = lượng công suất phát điện tính bằng kW mà nhà máy BOT có thể cung cấp cho bên mua, được xác định bằng các kỳ kiểm tra công suất khả dụng hàng năm.

Phí nhiên liệu = Phí O&M + phí nhiên liệu/đầu vào + phí khởi động

Phụ phí bao gồm các lỗi thanh toán và điều chỉnh các khoản thanh toán trễ, tỷ giá, sai số đo lường, v.v.

Nguồn: Các doanh nghiệp trong ngành, Vietcap phân tích

Toyo Ink Group Berhad

Dự án nhiệt điện than Sông Hậu 2 do Tập đoàn Toyo Ink Berhad làm chủ đầu tư. Công ty mẹ với 100% cổ phần – **Toyo Ventures Holdings Berhad** – là một công ty cổ phần đầu tư với các công ty con chủ yếu tham gia sản xuất và kinh doanh mực in, masterbatch màu, công cụ gia công phóng điện (EDM), v.v. Công ty được thành lập vào ngày 7/2/1979.

Mảng phát điện (Sông Hậu 2) ghi nhận lỗ trong 3 năm qua. Tuy nhiên, mức lỗ đã giảm dần qua các năm. Trong năm tài chính kết thúc vào ngày 30/9/2021, Sông Hậu 2 lỗ trước thuế 9,5 triệu MYR (2,1 triệu USD), đây là nguyên nhân chính khiến công ty mẹ lỗ trước thuế hợp nhất 8,5 triệu MYR (1,8 triệu USD). Trong năm tài chính 2022 và năm tài chính 2023, khoản lỗ trước thuế của mảng sản xuất điện đã lần lượt giảm xuống còn 6,8 triệu MYR (1,5 triệu USD) và 0,7 triệu MYR (0,1 triệu USD). Ở cấp độ công ty mẹ, Toyo Ventures Holdings Berhad đã đạt được lợi nhuận ròng 0,9 triệu MYR (0,2 triệu USD) trong năm tài chính kết thúc vào ngày 30/9/2023.

Hình 27: Tóm tắt báo cáo tài chính của Toyo Ventures Holdings Berhad

Triệu USD*	Năm tài chính 2021 Kết thúc ngày 30/09/2021	Năm tài chính 2022 Kết thúc ngày 30/09/2022	Năm tài chính 2023** Kết thúc ngày 30/09/2023
Doanh thu	21,5	21,8	17,6
Tăng trưởng YoY, %	N/A	1,6%	-19,5%
LNTT	-1,8	0,0	0,5
LNST	-2,1	-0,2	0,2
EBITDA	-1,6	0,3	0,9
Dòng tiền từ HĐKD	6,0	-0,2	-0,8
Vốn đầu tư XDCB	-0,3	-0,6	-1,1
Biên LN gộp, %	21,0%	17,5%	23,4%
Biên EBITDA, %	-7,5%	1,6%	5,4%
Biên LN ròng, %	-9,7%	-0,8%	1,1%
ROE	-7,1%	-0,6%	0,7%
Nợ ròng/VCSH	17,9%	6,8%	55,5%
Tổng tài sản	99,7	108,4	123,8
Tổng vốn chủ sở hữu	29,5	30,4	30,4

Nguồn: Toyo Ventures Holdings Berhad, Vietcap (* Được quy đổi theo tỷ giá 1 MYR = 0,2158 USD; ** Báo cáo tài chính chưa kiểm toán)

Hình 28: 10 cổ đông lớn nhất của Toyo Ventures Holdings Berhad tính đến cuối năm 2022

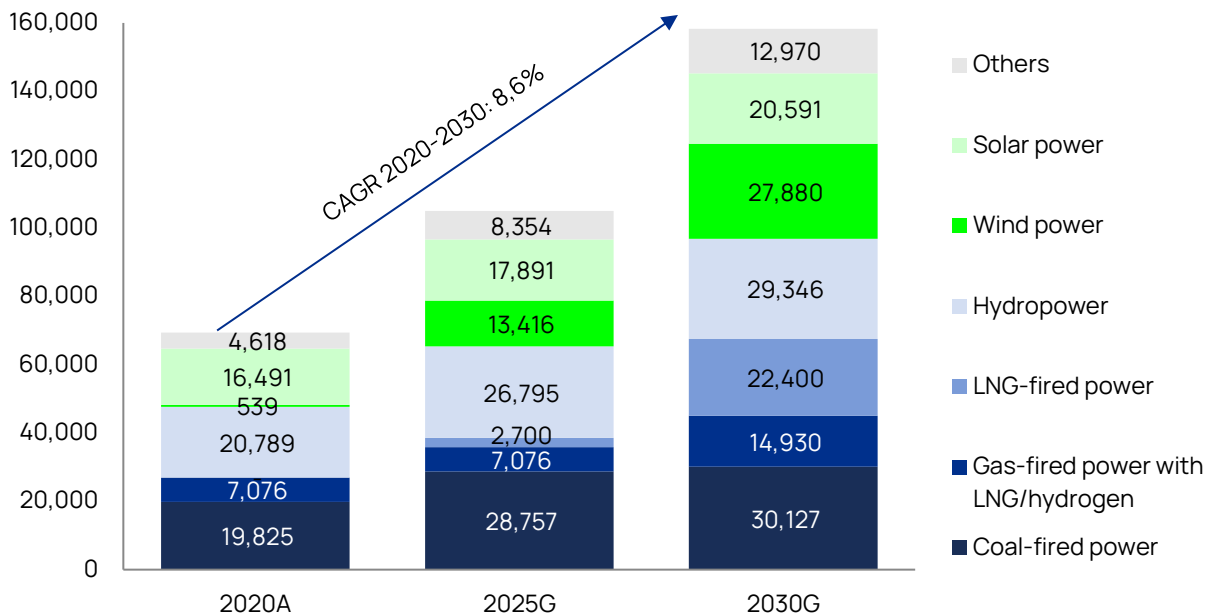
STT	Tên	Tỷ lệ sở hữu (%)	Thông tin
1	Pembinaan Maju Wangi Sdn Bhd	10,33	Được thành lập vào năm 1981, Pembinaan Maju Wangi Sdn. Bhd. là một công ty tư nhân trong lĩnh vực đầu tư bất động sản ở Malaysia.
2	Lim Guan Lee	9,71	Ông là thành viên HĐQT của Toyo Ventures Holdings Berhad. Ông Lim đã có hơn 41 năm gắn bó trong ngành mực in.
3	Eng Lian (L) Inc	8,27	Công ty này là nhà phát triển bất động sản từ năm 1971. Công ty cung cấp các dịch vụ phát triển, quản lý và cho thuê bất động sản ở Malaysia.
4	Tham Weng Seng	6,35	
5	Ng Tze Woei	6,14	
6	Bukit Asa Sdn Bhd	5,73	Được thành lập vào năm 1984, hoạt động kinh doanh chính của công ty này bao gồm đồn điền và đầu tư.
7	Tham Yin Ming	3,67	
8	Cimsec Nominees (Tempatan) Sdn Bhd (Công ty thụ hưởng: Cimb for Calibre Wealth Management Sdn Bhd)	3,61	Được thành lập vào năm 2012, đây là công ty cổ phần đầu tư.
9	Tham Yik Seng	3,35	
10	Tseng, Sheng-lung	1,77	

Nguồn: Toyo Ventures Holdings Berhad, Vietcap

Tổng thầu EPC năng lượng tái tạo, tiềm năng lớn cho LNG

QHĐ VIII, được phê duyệt vào ngày 15/5/2023, đặt mục tiêu tổng công suất lắp đặt quốc gia là 158 GW vào năm 2030 – cao hơn gấp đôi công suất của năm 2020. QHĐ VIII nhấn mạnh quá trình chuyển đổi sang năng lượng xanh khi công suất điện mặt trời và điện gió được đặt mục tiêu tăng gần gấp ba lần (so với năm 2020) lên khoảng 50.000 MW và trở thành nguồn điện lớn nhất của Việt Nam vào năm 2030 (chiếm 31% tổng công suất lắp đặt toàn quốc). Ngoài ra, QHĐ VIII đặt mục tiêu công suất điện sử dụng LNG tăng lên 22.400 MW vào năm 2030 (tương đương vốn đầu tư khoảng 22 tỷ USD) từ mức chưa đầu tư hiện nay.

Hình 29: Mục tiêu công suất điện quốc gia của QHĐ VIII (MW)



Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap

Công suất bổ sung mục tiêu của năng lượng tái tạo tương ứng tiềm năng rất lớn cho hợp đồng EPC tại Việt Nam. So với các tổng thầu EPC như Tổng công ty Xây dựng Điện Trung Quốc (PowerChina), Tập đoàn PC1 (HOSE: PC1), CTCP Xây dựng Công trình IPC (Việt Nam) đến nay đã cung cấp dịch vụ tổng thầu EPC cho công suất điện mặt trời và điện gió tại Việt Nam lần lượt là 5.540 MW, 2.010 MW và 1.260 MW, TV2 là nhà thầu nhỏ nhưng đáng tin cậy với danh mục tổng thầu EPC điện mặt trời và điện gió công suất 415 MW.

Theo TV2, lợi thế cạnh tranh nội bật nhất của công ty là khả năng tối ưu hóa chi phí cho các nhà đầu tư bằng cách đưa ra giải pháp tổng hợp từ hợp đồng tổng thầu EPC đến các dịch vụ O&M. Theo quan điểm của chúng tôi, TV2 là ứng cử viên sáng giá để giành được các hợp đồng EPC lớn cho mảng năng lượng tái tạo trong những năm tới nhờ: (1) TV2 đã tạo dựng được danh tiếng là nhà tư vấn năng lượng hàng đầu của Việt Nam (đã cung cấp dịch vụ tư vấn cho các nhà máy điện với tổng công suất hơn 25.000 MW), (2) công ty đã có nhiều kinh nghiệm về tổng thầu EPC cho các nguồn điện khác có độ phức tạp cao (các nhà máy nhiệt điện than Vĩnh Tân 4 và Vĩnh Tân 4 mở rộng với tổng công suất 1.800 MW, bên cạnh các nhà máy nhiệt điện than sắp được triển khai). Dự án nhiệt điện than Sông Hậu 2 có công suất 2.120MW và (3) TV2 là nhà cung cấp dịch vụ O&M lớn nhất cả nước.

TV2 cũng triển khai chiến lược mở rộng phạm vi kinh doanh để đảm bảo vị thế vững chắc hơn của công ty trong lĩnh vực điện. Ngoài các dự án điện mặt trời và điện gió, TV2 còn là tổng thầu EPC cho dự án điện sinh khối Hậu Giang (20 MW, tổng vốn đầu tư 875 tỷ đồng), khởi công vào cuối năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi dự báo tổng doanh thu cho TV2 là 800 tỷ đồng trong giai đoạn 2023 -2024 từ hợp đồng EPC này. Chúng tôi kỳ vọng TV2 sẽ giành được hợp đồng EPC cho dự án điện

sinh khối Trà Vinh (25 MW, tổng vốn đầu tư 1,07 nghìn tỷ đồng), dự án mà chúng tôi giả định sẽ đóng góp tổng doanh thu EPC là 900 tỷ đồng cho TV2 trong giai đoạn 2025-2026. Chúng tôi lưu ý rằng TV2 sở hữu 10% trong mỗi dự án điện sinh khối này. Ngoài ra, TV2 có kế hoạch cung cấp EPC+F (F tương ứng hoạt động tài trợ) cho các nhà đầu tư, tìm nguồn vốn với lãi suất hợp lý. Một dự án tiềm năng để đấu thầu các hợp đồng EPC+F và O&M là dự án Tổ hợp Điện lực LNG Long Sơn với tổng công suất điện là 3,6 GW và tổng vốn đầu tư là 3,8 tỷ USD. Chúng tôi lưu ý rằng theo QHĐ VIII, dự án này dự kiến sẽ đi vào hoạt động sau năm 2030.

Hình 30: TV2 so với một số tổng thầu EPC năng lượng tái tạo khác

	TV2	PC1	IPC	PowerChina
Lịch sử hoạt động	Hơn 40 năm	Khoảng 60 năm	Hơn 22 năm	Khoảng 12 năm (nhưng nguồn gốc của công ty bắt đầu từ hơn 70 năm trước từ nhiều doanh nghiệp nhà nước)
Loại hình doanh nghiệp	DN nhà nước (Cổ phần của Chính phủ: 51,3%)	DN nhà nước (Cổ phần của Chính phủ: 0%)	Tư nhân	100% thuộc sở hữu của Hội đồng Nhà nước Trung Quốc
Quốc gia	Việt Nam	Việt Nam	Việt Nam	Trung Quốc
Hoạt động tại	Việt Nam	Chủ yếu tại Việt Nam	Việt Nam	Trung Quốc và hơn 100 quốc gia khác trên thế giới
Doanh thu năm 2022* (triệu USD)	55	345	450 (doanh thu trung bình hàng năm)	80.602
Các mảng kinh doanh chính	Tư vấn điện, thầu EPC điện, dịch vụ O&M điện, sản xuất cơ khí, đầu tư điện (chủ yếu là cổ phần thiểu số)	Xây lắp điện, tổng thầu EPC điện, sản xuất điện, sản xuất cơ khí, kinh doanh phi điện (khai thác niken, cho thuê khu công nghiệp và phát triển bất động sản)	Tổng thầu EPC điện, dịch vụ O&M điện, sản xuất cơ khí, kinh doanh ngoài điện (xây dựng nhà máy, nhà kho, nhà máy xử lý nước, cao ốc...; kinh doanh thiết bị y tế)	Tổng thầu EPC điện, đầu tư điện, kinh doanh ngoài điện (đầu tư, EPC và O&M cơ sở hạ tầng, các dự án xây dựng và xử lý nước; đầu tư vào khai thác mỏ)
Công suất điện mặt trời & điện gió công ty đã cung cấp dịch vụ tổng thầu EPC tại Việt Nam	Khoảng 415 MW (Điện mặt trời: 340 MWp Điện gió: 125 MW)	2.010 MW (Điện mặt trời: 1.150 MW Năng lượng gió: 860 MW)	1.260 MW (Điện mặt trời: 560 MW Điện gió: 700 MW)	5.540 MW
Những hợp đồng EPC đáng chú ý về điện mặt trời và điện gió tại Việt Nam	Trang trại gió Tân Thuận (75 MW), trang trại gió Chính Thắng (50 MW), trang trại điện mặt trời Gio Thành 1 & 2 (100 MWp), trang trại điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 (58 MWp).	Trang trại gió Liên Lập-Phong Huy-Phong Nguyên (48x3 MW), trang trại gió Tân Phú Đông 1 & 2 (150 MW), trang trại điện mặt trời Dầu Tiếng (500 MW), trang trại điện mặt trời BIM 1 & 2 (300 MW).	Trang trại điện mặt trời Mỹ Sơn 1 (62 MWp), Trang trại điện mặt trời Mỹ Sơn 2 (50 MWp), Trang trại gió Phước Hữu Duyên Hải 1 (30 MW), Trang trại điện gió Chợ Long (155 MW).	Nhà máy điện gió Cà Mau 1B (88 MW), trang trại điện gió Nhơn Hội 1 & 2 (60 MW), trang trại điện mặt trời Phú Mỹ (330 MW), trang trại điện mặt trời Long Sơn (170 MW).
Kinh nghiệm đáng chú ý khác trong lĩnh vực tư vấn điện và EPC.	Trong lịch sử 40 năm của mình, TV2 đã cung cấp dịch vụ tư vấn năng lượng cho hơn 25.000 MW nhà máy điện, trên 28.000 MVA trạm biến áp và hơn 6.500 km đường dây truyền tải tại Việt Nam.	PC1 là một trong những công ty xây dựng điện uy tín tại Việt Nam khi thực hiện các dự án truyền tải và phân phối điện cao thế/trung thế.	IPC đã cung cấp dịch vụ thầu EPC cho các trạm biến áp điện 500 MVA.	PowerChina là một trong những tổng thầu EPC điện lớn nhất thế giới. Vào năm 2022, các hợp đồng mới được ký cho hoạt động kinh doanh năng lượng (EPC điện) là khoảng 64 tỷ USD (+89% YoY).

Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (* Doanh thu của các công ty Việt Nam được quy đổi theo tỷ giá 1 USD = 24.200 VND; doanh thu của PowerChina được quy đổi theo tỷ giá 1 USD = 7,0911 CNY)

TV2 hưởng lợi kế hoạch mở rộng đường dây và trạm biến áp

Việt Nam cần bổ sung thêm đường dây và trạm biến áp cũng như nâng cấp mạng lưới hiện tại để đảm bảo hệ thống ổn định, tạo cơ hội cho các nhà thầu EPC. Theo QHĐ VIII, Việt Nam đặt mục tiêu tăng gần gấp đôi tổng công suất điện quốc gia lên 158 GW vào năm 2030 (so với năm 2020). Điều này yêu cầu hệ thống truyền tải và phân phối điện phải được nâng cấp, mở rộng để bắt kịp tốc độ tăng trưởng công suất điện. QHĐ VIII có kế hoạch mở rộng và nâng cấp tổng cộng hơn 9.600 km đường dây 500 kV trong giai đoạn 2026-2030 – gấp 2,6 lần so với giai đoạn 2021-2025. Tổng công suất các trạm biến áp 500 kV nâng cấp và bổ sung mới cũng được đặt mục tiêu tăng 69% trong giai đoạn 2026-2030 so với giai đoạn 2021-2025. Theo đó, Việt Nam cần đầu tư 14,9 tỷ USD phát triển mạng lưới truyền tải và phân phối điện trong giai đoạn 2021-2030, tạo cơ hội lớn cho các nhà tư vấn kỹ thuật điện và các nhà thầu xây lắp điện.

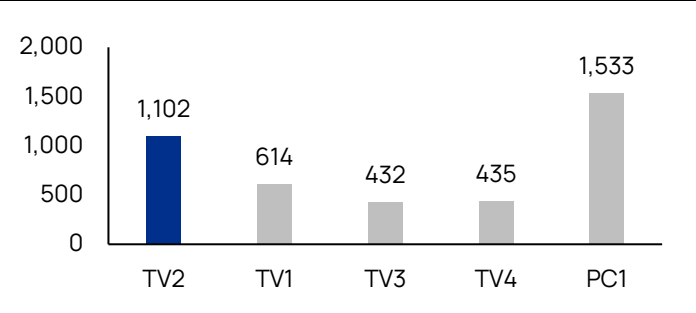
Hình 31: Khối lượng công việc tiềm năng cho nhà thầu EPC trạm biến áp & đường dây truyền tải

	2021-2030
Trạm biến áp 500kV (MVA)	121.200
Xây dựng mới (mở rộng)	69.300
Đổi mới (nâng cấp)	51.900
Đường dây 500kV (km)	13.406
Xây dựng mới (mở rộng)	12.344
Đổi mới (nâng cấp)	1.062
Trạm biến áp 220kV (MVA)	129.765
Xây dựng mới (mở rộng)	92.215
Đổi mới (nâng cấp)	37.550
Đường dây 220kV (km)	23.723
Xây dựng mới (mở rộng)	16.469
Đổi mới (nâng cấp)	7.254
Tổng vốn đầu tư (tỷ USD)	14,9
<i>Đầu tư trung bình mỗi năm (tỷ USD)</i>	<i>1,5</i>
Tổng mức đầu tư (nghìn tỷ đồng)	360,6
<i>Đầu tư trung bình mỗi năm (nghìn tỷ đồng)</i>	<i>36,1</i>

Nguồn: QHĐ VIII, ước tính của Vietcap

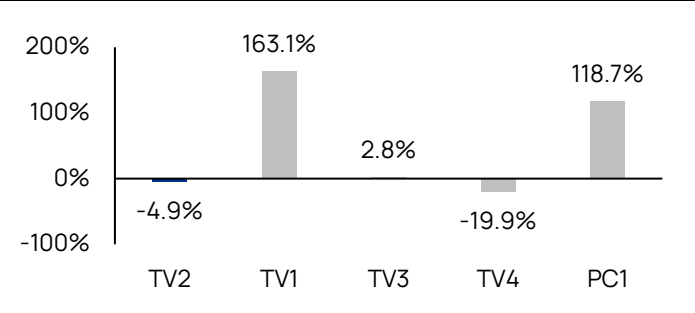
TV2 có vị thế tốt để hưởng lợi từ các khoản đầu tư sắp tới vào đường dây truyền tải và trạm biến áp. TV2 có bề dày kinh nghiệm tư vấn cho các dự án truyền tải điện, bao gồm hơn 150 trạm biến áp (trên 28.000 MVA) và hơn 450 dự án đường dây truyền tải (trên 6.500 km, trong đó có hơn 2.000 km đường dây 500 kV). TV2 cũng là đơn vị tiên phong trong việc tư vấn các đường dây truyền tải đa mạch, đường dây truyền tải trên cao, cáp điện ngầm và cáp điện ngầm, thể hiện sự xuất sắc về kỹ thuật và uy tín của công ty. Bên cạnh đó, TV2 cũng có lợi thế cạnh tranh về nguồn nhân lực và sức khỏe tài chính. TV2 có hơn 1.100 nhân viên – gấp đôi so với các công ty cùng ngành trong nước gần nhất (TV1, TV3 và TV4). TV2 cũng có nợ ròng trên vốn chủ sở hữu là -4,9% vào cuối năm 2023, trong khi các công ty cùng ngành có đòn bẩy tài chính cao hơn. Chúng tôi cho rằng những yếu tố này sẽ giúp TV2 có thêm năng lực và tính linh hoạt để đảm nhận nhiều dự án hơn.

Hình 32: So sánh tổng số nhân viên



Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Vietcap (cập nhật đến cuối quý 2/2023)

Hình 33: So sánh nợ ròng/vốn chủ sở hữu (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Vietcap (cập nhật đến cuối năm 2023)

Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng TV2 sẽ được hưởng lợi từ đường dây 500 kV mạch 3 kéo dài. Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia (EVNNPT) đã bắt đầu đấu thầu cả 4 tiểu dự án thuộc dự án Đường dây 500 kV quốc gia mở rộng từ Quảng Trạch (Quảng Bình) đến Phố Nối (Hưng Yên), với tổng chiều dài 514 km và tổng vốn đầu tư 22,4 nghìn tỷ đồng. Các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng việc xây dựng toàn bộ dự án sẽ hoàn thành vào giữa năm 2025. TV2 là đơn vị tư vấn chính cho dự án này, tư vấn cho 3/4 tiểu dự án với tổng chiều dài 441km (tương đương 86% tổng chiều dài dự án). TV2 cho biết tổng doanh thu của TV2 từ dự án này là vài trăm tỷ đồng (con số cụ thể chưa được công bố).

Hình 34: Các tiểu dự án thuộc dự án đường dây 500kV mạch 3 kéo dài

Tiểu dự án	Độ dài (km)	Vốn XDCB (nghìn tỷ đồng)	Công ty tư vấn
Thanh Hóa – Nam Định	74	2,9	TV4 & IE
Nam Định – Phố Nối	124	5,5	TV4 & TV2
Quảng Trạch – Quỳnh Lưu	225	9,8	TV1 & TV2
Quỳnh Lưu – Thanh Hóa	92	4,1	TV1 & TV2
Tổng cộng	514	22,4	

Nguồn: EVNNPT, Vietcap

Doanh thu ổn định từ mảng O&M

TV2 bắt đầu cung cấp dịch vụ O&M cho các nhà máy điện tái tạo từ năm 2019 khi nhận thấy nhu cầu về dịch vụ O&M chuyên nghiệp ngày càng tăng từ các chủ dự án có ít kinh nghiệm về khía cạnh kỹ thuật của nhà máy điện. Theo ước tính của chúng tôi, trong 5 năm qua, TV2 đã mở rộng danh mục dịch vụ O&M từ khoảng 450 MW công suất điện tái tạo vào năm 2019 lên gần 2.000 MW vào cuối năm 2023. Chúng tôi lưu ý rằng các tính toán của chúng tôi về công suất O&M không bao gồm các dự án mà TV2 chỉ cung cấp các dịch vụ phụ trợ như cắt cỏ và làm sạch các tấm pin mặt trời. Chúng tôi dự báo TV2 sẽ bổ sung thêm 300 MW mỗi năm trong giai đoạn 2024-2028, nâng tổng công suất dịch vụ O&M lên gần 3.500 MW và tổng doanh thu dịch vụ O&M là 446 tỷ đồng vào năm 2028 (4% dự báo tổng doanh thu năm 2028 của chúng tôi cho TV2).

Hình 35: Dự báo của Vietcap cho mảng O&M của TV2

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Tổng công suất điện mặt trời và điện gió (MW)	440	754	1.259	1.702	1.946	2.246	2.546	2.846	3.146	3.446
Tăng trưởng YoY, %	N.M.	71%	67%	35%	14%	15%	13%	12%	11%	10%
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	68	105	171	219	258	296	333	371	408	446
Tăng trưởng YoY, %	N.M.	55%	62%	28%	18%	15%	13%	11%	10%	9%

Nguồn: Dự báo của Vietcap (* Chúng tôi loại trừ 550 MWp của các trang trại điện mặt trời Lộc Ninh 1, 2, 3 mà TV2 chỉ cung cấp các dịch vụ phụ trợ như cắt cỏ và vệ sinh tấm pin mặt trời)

Dự kiến ghi nhận lợi nhuận từ đầu tư điện trong dài hạn

TV2 đã đầu tư vào 6 dự án phát điện (3 dự án đang hoạt động, 2 dự án đang xây dựng và 1 dự án đang phát triển). Công ty có cổ phần thiểu số từ 10% đến 45% trong hầu hết các dự án này, ngoại trừ dự án điện mặt trời quy mô nhỏ Vĩnh Tân (5 MWp) do TV2 sở hữu 100%. Theo quan điểm của chúng tôi, có hai lý do chính khiến TV2 quyết định duy trì chiến lược đầu tư vì lợi ích thiểu số. Thứ nhất, cổ đông chi phối của TV2 (với 51% cổ phần) là EVN – doanh nghiệp Nhà nước – do đó có tính chất phức tạp, thậm chí bị hạn chế đối với các hoạt động không cốt lõi của TV2. Thứ hai, động lực chính để TV2 đầu tư vào các dự án điện này là giành được các hợp đồng EPC và O&M, vốn là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi và chuyên môn của TV2. Trên thực tế, TV2 là tổng thầu EPC và cung cấp dịch vụ O&M cho cả 3 dự án đang vận hành và 2 dự án đang xây dựng.

Chúng tôi ước tính cổ tức cho TV2 từ các khoản đầu tư này trung bình là khoảng 25 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2024-2028 so với khoảng 6 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2020-2023. Thu nhập cổ tức cao hơn có thể là do (1) doanh số bán hàng cao hơn từ trang trại điện gió gần bờ Tân Thuận (75 MW) do đội ngũ O&M của trang trại này có thêm kinh nghiệm kỹ thuật để tận dụng tối đa tiềm năng tài nguyên gió của khu vực và (2) đóng góp của các dự án thủy điện Thác Bà 2, điện sinh khối Hậu Giang từ năm 2025 trở đi và từ dự án điện sinh khối Trà Vinh từ năm 2027 trở đi.

Chúng tôi ước tính tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) của dự án nằm trong khoảng từ 12% đến 19% đối với các nhà máy điện gió và mặt trời đang vận hành của TV2. Khoản đầu tư lớn nhất là điện gió gần bờ Tân Thuận mà chúng tôi ước tính mang lại IRR là 14%. IRR ước tính cho dự án điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 thấp hơn đáng kể so với dự án điện mặt trời Vĩnh Tân, mặc dù nhận được cùng mức giá FiT, do chi phí đầu tư trên mỗi MW của dự án cũ cao hơn 60% (chủ yếu do giá đền bù đất cao). Đối với các dự án đang được xây dựng hoặc đang trong quá trình phát triển, chúng tôi ước tính IRR của dự án là 10%-12%.

Hình 36: Các khoản đầu tư của TV2 vào các dự án điện

Dự án	Cổ phần của TV2	Công suất	Tổng vốn XDCB (tỷ đồng)	FiT hoặc giá bán trung bình	Ngày vận hành thương mại/thời gian theo kế hoạch	Sản lượng bán trung bình* (triệu kWh/năm)	IRR của dự án*
Điện mặt trời Vĩnh Tân	100%	5 MWp	100	9,35 US cents/kWh	2019	10	19,1%
Điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1	25%	50 MWp	1.300	9,35 US cents/kWh	2019	77	12,0%
Điện gió Tân Thuận	25%	75 MW	2.950	9,80 US cents/kWh	2021	236	14,0%
Thủy điện Thác Bà 2	45%	18,9 MW	600	1.300 VND/kWh*	Khởi công xây dựng vào tháng 10/2022, giả định vận hành thương mại vào năm 2025	65	9,8%
Điện sinh khối Hậu Giang	10%	20 MW	875	8,47 US cents/kWh*	Khởi công xây dựng vào tháng 12/2022, giả định vận hành thương mại vào năm 2025	130	11,4%
Điện sinh khối Trà Vinh	10%	25 MW	1.070	8,47 US cents/kWh*	Giả định khởi công xây dựng vào năm 2025 và vận hành thương mại vào năm 2027	162	11,7%

Nguồn: TV2, Vietcap (* giả định và ước tính của Vietcap)

Rủi ro đầu tư

Sông Hậu 2 không đáp ứng được thời hạn thu xếp tài chính: Theo QHĐ VIII, nhà đầu tư Sông Hậu 2 cần triển khai dự án (tức là khởi công xây dựng theo hiểu biết của chúng tôi) chậm nhất là vào tháng 6/2024. Điều này có nghĩa là nhà đầu tư phải đảm bảo khoản vay hợp vốn 2,4 tỷ USD (**trang 17**) trước tháng 6/2024 để tiến hành xây dựng. Do đó, việc không đạt được thỏa thuận cho khoản vay trước thời hạn này sẽ gây ra rủi ro điều chỉnh giảm đáng kể đối với dự báo tổng LNST giai đoạn 2024-2028 và định giá của chúng tôi cho TV2 (**trang 26**).

Cạnh tranh giữa các nhà thầu EPC: Cạnh tranh từ các nhà thầu EPC nước ngoài rất gay gắt, đặc biệt là từ PowerChina (cho năng lượng tái tạo) và Samsung C&T và Toshiba Energy Systems & Solutions Corporation (cho nhiệt điện), một phần do năng lực tài chính quy mô lớn của họ. Ngoài ra, các đối thủ cạnh tranh EPC trong nước đáng chú ý bao gồm PC1 (năng lượng tái tạo) và LILAMA Corporation (nhiệt điện).

Vượt chi phí: Bản chất của hợp đồng EPC là nhà thầu sẽ chịu trách nhiệm ước tính chi phí khi đấu thầu hợp đồng. Theo đó, các nhà thầu như TV2 có nguy cơ vượt chi phí ngoài dự kiến.

Khách hàng không trả được nợ: Khách hàng chính của TV2 là các công ty Nhà nước có uy tín phát triển các dự án năng lượng. Tuy nhiên, do sự phổ biến ngày càng tăng của các dự án năng lượng tái tạo trong những năm gần đây, ngày càng có nhiều nhà đầu tư mới vốn chưa có nhiều kinh nghiệm trong thị trường năng lượng cũng như những người triển khai dự án chỉ để bán sau này. Tình trạng này tiềm ẩn rủi ro lựa chọn khách hàng kém chất lượng với tình hình tài chính yếu. Chúng tôi kỳ vọng kinh nghiệm và chuyên môn của TV2 trong lĩnh vực này sẽ giúp giảm thiểu rủi ro này.

Cạnh tranh trong mảng tư vấn điện: Ở trong nước, TV2 là một trong 2 đơn vị tư vấn điện mạnh nhất (công ty còn lại là TV1). Sự cạnh tranh từ các công ty trong nước còn lại (TV3, TV4, TV5 và từ 10 đến 20 nhà tư vấn khác) là tương đối nhỏ.

Thách thức trong tiếp cận vốn: Năng lượng sử dụng LNG sẽ là chủ đề nổi bật trong thời gian tới khi Việt Nam đang nỗ lực sử dụng các nguồn năng lượng sạch hơn. Tuy nhiên, khung pháp lý hiện hành đối với các dự án BOT và dự án điện độc lập (IPP) chưa hỗ trợ phát triển các dự án LNG. Rủi ro này có thể ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận nguồn vốn bổ sung cho các dự án LNG, từ đó dẫn đến dự án bị chậm tiến độ cũng như rủi ro đối với TV2 với tư cách là một trong những nhà đầu tư tiềm năng tại tổ hợp điện LNG Long Sơn.

Định giá

Chúng tôi định giá TV2 bằng phương pháp tổng của từng phần (SOTP) để phản ánh đầy đủ giá trị của TV2 khi đầu tư vào các dự án năng lượng tái tạo, trong đó TV2 chọn sử dụng phương pháp kế toán chi phí thay vì phương pháp vốn chủ sở hữu (tức là 25% cổ phần tại CTCP Điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 và CTCP Điện gió Tân Thuận). Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) để định giá danh mục năng lượng tái tạo của TV2.

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để định giá mảng tư vấn điện, EPC và O&M của TV2 cũng như mảng sản xuất cơ khí với P/E mục tiêu là 17,2 lần. Đây là mức trung bình có trọng số của P/E trung bình trung vị 5 năm của các công ty cùng ngành trong nước (11,5 lần, tỷ trọng 70%) và các công ty cùng ngành trong khu vực (30,4 lần, tỷ trọng 30%) (**Hình 46**). Chúng tôi cho rằng tỷ trọng P/E cao hơn của các công ty cùng ngành trong nước là phù hợp do TV2 hoạt động chủ yếu tại Việt Nam. Trong khi đó, chúng tôi chọn đưa P/E của các công ty cùng ngành trong khu vực vào tính toán P/E mục tiêu của chúng tôi dựa trên những điểm tương đồng trong phạm vi kinh doanh giữa TV2 và các công ty này, trong khi tất cả các công ty cùng ngành trong nước đều chuyên cung cấp dịch vụ tư vấn năng lượng. Chúng tôi cũng cho rằng P/E mục tiêu 17 lần là hợp lý dựa trên CAGR EPS dự kiến của chúng tôi là 28% trong giai đoạn 2024-2028, tương ứng PEG < 1.

Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu định giá 15% do tính minh bạch còn hạn chế, phù hợp với cách tiếp cận của chúng tôi với các cổ phiếu điện khác thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng tính minh bạch của ngành có thể được nâng cao trong bối cảnh Việt Nam tự do hóa ngành điện, từ đó mang lại thông tin tốt hơn về giá cả và vận hành thị trường.

Do nhà máy nhiệt điện than Sông Hậu 2 đóng góp lớn vào việc định giá TV2, chúng tôi đưa ra kịch bản 2 – kịch bản xấu nhất, trong đó Sông Hậu 2 không đáp ứng được thời hạn cấp vốn vào giữa năm 2024 (**Hình 39**). Trong kịch bản này, chúng tôi ước tính tổng LNST là 736 tỷ đồng, thấp hơn 50% so với kịch bản 1 và thấp hơn khoảng 18% so với tổng LNST trong giai đoạn 2019-2023.

Định giá tổng của từng phần

Hình 37: Định giá bao gồm hợp đồng EPC cho Sông Hậu 2

Công ty / Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị VCSH (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp (tỷ đồng)
1. EPC, O&M, & sản xuất cơ khí	P/E	3.528	100%	3.528
LNST sau lợi ích CĐTTS trung bình giai đoạn 2024-25		205		
P/E mục tiêu		17,2x		
2. Điện mặt trời Vĩnh Tân - 5 MWp	CKDT	142	100%	142
3. Điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 - 50 MWp	CKDT	631	25%	158
4. Gió Tân Thuận - 75 MW	CKDT	1.966	25%	491
5. Thủy điện Thác Bà 2 - 19 MW	CKDT	166	45%	75
6. Sinh khối Hậu Giang - 20 MW	CKDT	241	10%	24
7. Sinh khối Trà Vinh - 25 MW	CKDT	132	10%	13
8. Thủy điện Buôn Đôn (mã BSA)	Giá trị sổ sách			17
9. Tập đoàn Điện lực Quốc tế (mã EIC)	Giá trị sổ sách			2
Tổng giá trị VCSH				4.450
Cộng: Tiềm năng công ty mẹ & các khoản đầu tư ngắn hạn trong quý 3/2023*				248
Trừ: Nợ vay công ty mẹ vào quý 3/2023*				-64
Giá trị VCSH ròng				4.634
Số lượng cổ phiếu				67,5
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)				68.600
Chiết khấu do tính minh bạch hạn chế				15%
Giá mục tiêu/cổ phiếu (đồng)				58.300
Giá cổ phiếu				41.000
Tỷ lệ tăng				42,2%
Lợi suất cổ tức %				2,4%
Tổng mức sinh lời %				44,6%

Nguồn: Dự báo của Vietcap (* Do chưa có thông tin về báo cáo tài chính quý 4/2023 của công ty mẹ)

Hình 38: WACC cho danh mục điện tái tạo

Giả định WACC	
Beta	1,0
Phần bù rủi ro VCSH	8,0%
Tỷ lệ phi rủi ro	6,0%
Chi phí VCSH	14,0%
Chi phí nợ vay	9,0%
Tỷ lệ nợ vay	70,0%
Tỷ lệ VCSH	30,0%
Thuế doanh nghiệp	20,0%
WACC	9,2%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 39: Định giá không bao gồm hợp đồng EPC cho Sông Hậu 2

Công ty / Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị VCSH (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp (tỷ đồng)
1. EPC, O&M, & sản xuất cơ khí	P/E	1.440	100%	1.440
LNST sau lợi ích CBTS trung bình giai đoạn 2024-25		84		
P/E mục tiêu		17		
2. Điện mặt trời Vĩnh Tân - 5 MWp	CKDT	142	100%	142
3. Điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 - 50 MWp	CKDT	631	25%	158
4. Gió Tân Thuận - 75 MW	CKDT	1.966	25%	491
5. Thủy điện Thác Bà 2 - 19 MW	CKDT	166	45%	75
6. Sinh khối Hậu Giang - 20 MW	CKDT	241	10%	24
7. Sinh khối Trà Vinh - 25 MW	CKDT	132	10%	13
8. Thủy điện Buôn Đôn (mã BSA)	Giá trị sổ sách			17
9. Tập đoàn Điện lực Quốc tế (mã EIC)	Giá trị sổ sách			2
Tổng giá trị VCSH				2.362
Cộng: Tiền mặt công ty mẹ & các khoản đầu tư ngắn hạn trong quý 3/2023*				248
Trừ: Nợ vay công ty mẹ vào quý 3/2023*				-64
Giá trị VCSH ròng				2.546
Số lượng cổ phiếu				67,5
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)				37.700
Chiết khấu do tính minh bạch hạn chế				15%
Giá mục tiêu/cổ phiếu (đồng)				32.000
Giá cổ phiếu				41.000
Tỷ lệ tăng				-22,0%
Lợi suất cổ tức %				2,4%
Tổng mức sinh lời %				-19,5%

Nguồn: Dự báo của Vietcap (* Do chưa có thông tin về báo cáo tài chính quý 4/2023 của công ty mẹ)

Các công ty cùng ngành

Các công ty cùng ngành trong nước

TV2 là một trong 4 công ty tư vấn xây dựng điện có chung công ty mẹ là EVN. Bốn công ty này có cùng mô hình kinh doanh và chia sẻ các dự án xây lắp điện. EVN đã thành lập 4 công ty tư vấn giám sát các vùng khác nhau của Việt Nam (TV1 giám sát miền Bắc, TV3 giám sát miền Trung và TV2 & TV4 giám sát miền Nam). Tuy nhiên, TV2 gần đây đã vượt trội so với các công ty cùng ngành trong nước vì đã mở rộng sang hợp đồng EPC và do đó đã có được những hợp đồng lớn hơn đáng kể. Trong khi đó, các công ty tư nhân không có đủ năng lực tài chính, các mối quan hệ và/hoặc chuyên môn kỹ thuật để cạnh tranh với TV2. Mặc dù TV2 có lợi thế trong việc tiếp cận các dự án điện với tư cách là công ty con của EVN thì tất cả các dự án EPC hiện tại của TV2 đều trải qua quá trình đấu thầu cạnh tranh.

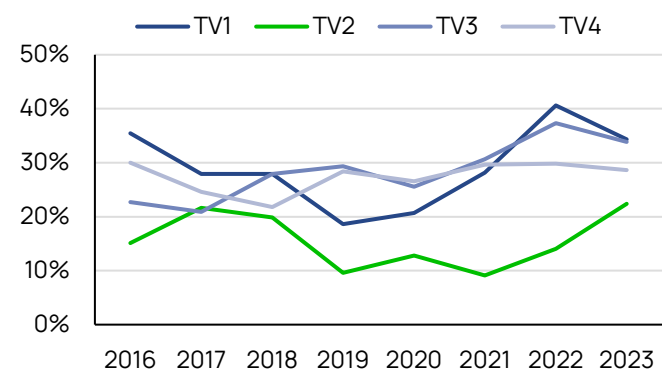
Trong số 4 công ty, TV2 có biên lợi nhuận gộp thấp hơn do TV1, TV3 & TV4 chỉ cung cấp dịch vụ tư vấn thường có biên lợi nhuận gộp cao (khoảng 28%) trong khi biên lợi nhuận gộp của hợp đồng EPC thường vào khoảng 10%-15%. Tuy nhiên, TV2 có khả năng sinh lời cao nhất nhờ tỷ lệ ROE giai đoạn 2016-2021 vượt trội so với các công ty cùng ngành và có năng lực tài chính mạnh nhất với tỷ lệ đòn bẩy ròng là -13,5% tính đến cuối quý 3/2023. P/E của TV2 cao hơn so với các công ty cùng ngành phản ánh tiềm năng phát triển lớn của công ty.

Hình 40: Các công ty cùng ngành trong nước

Tên/Mã	GTVH (triệu USD)	Doanh thu ròng trượt 12T (triệu USD)	YoY %	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY %	Nợ ròng/ VCSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt 12T	P/B quý gần nhất
TV1	25	28	0	5,2	212	163,1	51,0	0,0	5,1	2,1
TV3	5	8	-20	0,6	-26	2,8	7,9	4,0	8,1	0,9
TV4	11	8	-33	1,4	-21	-19,9	12,7	8,7	8,3	1,1
Trung vị	11	8	-20	1,4	-21	2,8	12,7	4,0	8,1	1,1
TV2	112	45	-20	2,2	0	-4,9	3,9	2,4	52,1	2,1

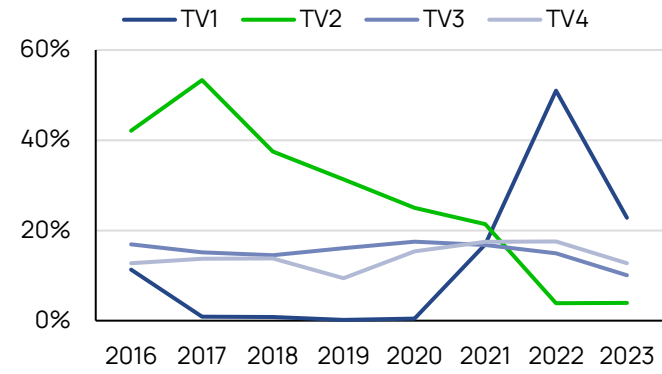
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Vietcap. Lưu ý: N/A: chưa có số liệu; (dữ liệu công ty cùng ngành tính đến ngày 4/3/2024)

Hình 41: So sánh biên lợi nhuận gộp của các công ty cùng ngành trong nước



Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Vietcap

Hình 42: So sánh ROE của các công ty cùng ngành trong nước



Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Vietcap

Các công ty cùng ngành trong khu vực

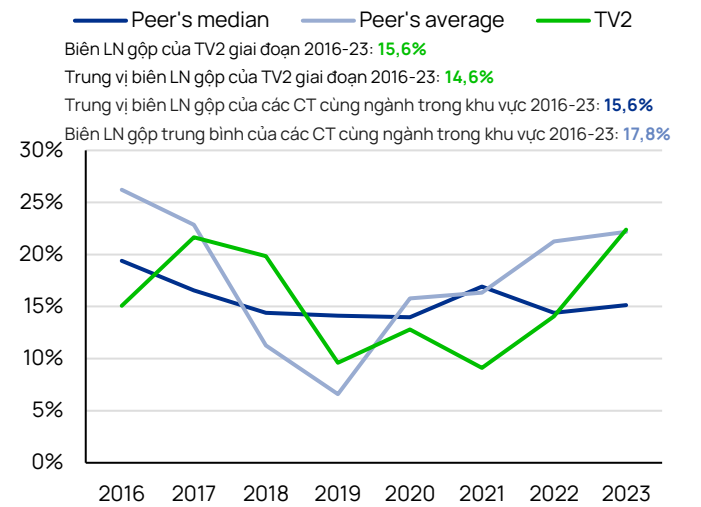
Chúng tôi chọn các công ty cùng ngành tại châu Á thực hiện dịch vụ tư vấn và/hoặc ký hợp đồng EPC trong lĩnh vực điện như TV2. TV2 vượt trội so với các công ty cùng ngành về năng lực tài chính với tỷ lệ đòn bẩy ròng là -4,9% so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 3,7% và lợi suất cổ tức 2,4% của của công ty cao gấp khoảng 4 lần so với mức trung bình của các công ty cùng ngành. Biên lợi nhuận gộp của công ty nhìn chung phù hợp với các công ty cùng ngành trong khu vực trong giai đoạn 2016-2023 trong khi ROE trung bình là 27% trong giai đoạn 2016-2023, cao hơn đáng kể so với ROE của các công ty cùng ngành.

Hình 43: Các công ty cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	Doanh thu ròng trượt 12T (triệu USD)	YoY %	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY %	Nợ ròng/ VCSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt 12T	P/B quý gần nhất
Power Mech Projects Ltd	Ấn Độ	977	448	33	26	50	23,9	18,0	0,0	36,3	6,0
Salasar Techno Engineering	Ấn Độ	462	125	40	5	28	62,8	11,8	0,1	91,2	9,6
SEPC Ltd	Ấn Độ	355	47	15	-1	98	33,0	-0,5	N/A	N/A	2,6
HSS Engineers Bhd	Malaysia	114	41	N/A	4	N/A	12,6	N/A	0,9	25,9	2,1
Samaiden Group Bhd	Malaysia	110	41	4	2	-12	-100,7	10,6	0,4	44,1	4,4
Demco PCL	Thái Lan	42	66	9	-16	-330	0,2	0,4	N/A	N/A	0,4
Sky Tower PCL	Thái Lan	12	6	-54	-6	-92	-6,6	-13,0	N/A	N/A	0,5
SAAM Development PCL	Thái Lan	63	2	-57	2	-15	-28,9	5,9	0,8	36,8	5,9
SCI Electric PCL	Thái Lan	17	46	8	-16	-180	3,7	-11,5	N/A	N/A	0,5
Acmept Energy Services C	Đài Loan	53	53	-41	0	-93	-33,7	18,6	0,6	164,7	1,8
Fujian Yongfu Power Engineer	Trung Quốc	547	272	-8	8	-25	45,0	4,6	0,5	65,8	2,9
Trung vị		110	47	6	1,8	-20	3,7	5,2	0,5	44,1	2,6
TV2	Việt Nam	112	45	-20	2,2	0	-4,9	3,9	2,4	52,1	2,1

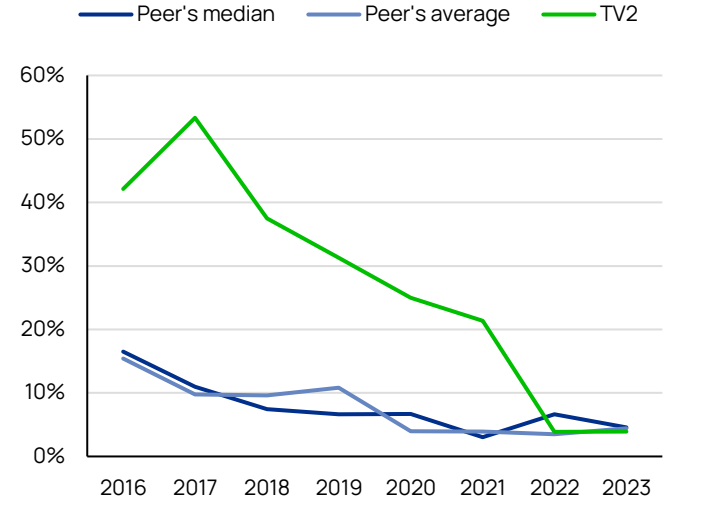
Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Vietcap. Lưu ý: N/A: chưa có số liệu; (dữ liệu công ty cùng ngành tính đến ngày 4/3/2024)

Hình 44: So sánh biên lợi nhuận gộp các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Vietcap

Hình 45: So sánh ROE của các công ty cùng ngành trong khu vực

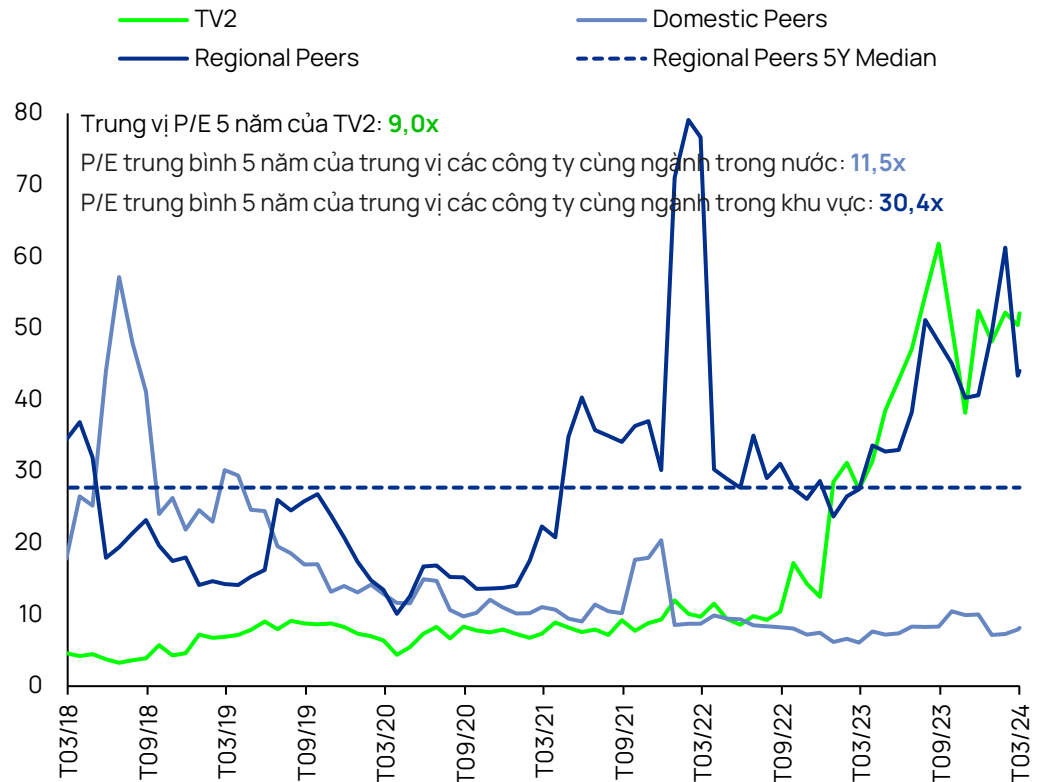


Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Vietcap

Hệ số P/E

Trước tháng 3/2022, TV2 giao dịch ở mức P/E thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong nước do lợi nhuận cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành. Ngoài ra, trước tháng 9/2022, TV2 được giao dịch với mức chiết khấu rất lớn so với các công ty cùng ngành trong khu vực do theo quan điểm của chúng tôi, các nhà đầu tư vẫn đặt câu hỏi về tính bền vững của hợp đồng EPC và biên lợi nhuận. Do không có các công ty cùng ngành phù hợp với TV2, chúng tôi sử dụng P/E trung bình của các công ty cùng ngành trong nước và khu vực để đưa ra P/E mục tiêu cho TV2.

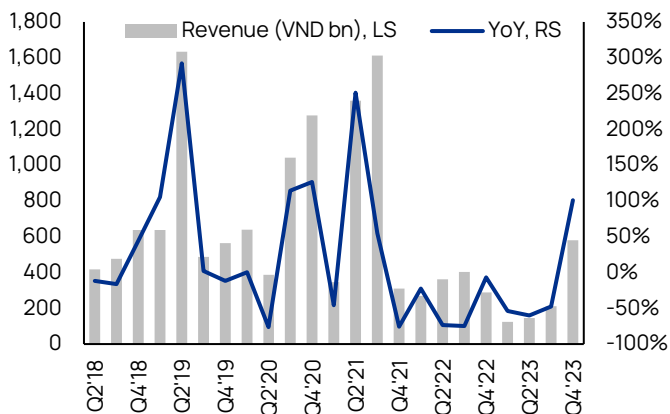
Hình 46: Diễn biến P/E của các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu cập nhật ngày 4/3/2024)

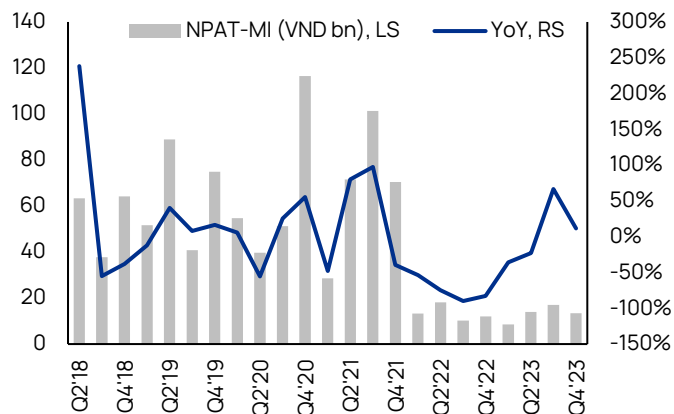
KQKD hàng quý của TV2

Hình 47: Doanh thu hàng quý



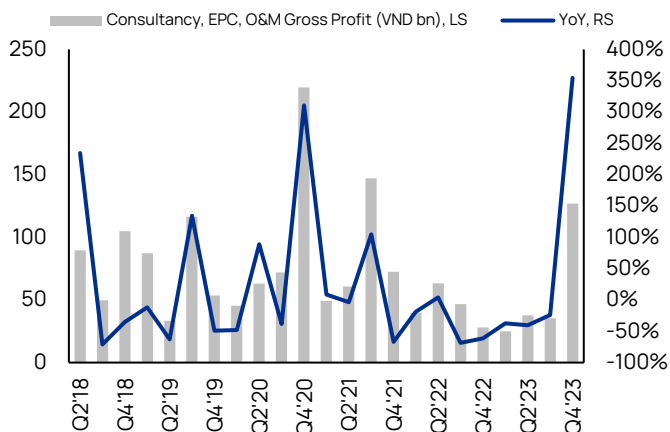
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 48: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý



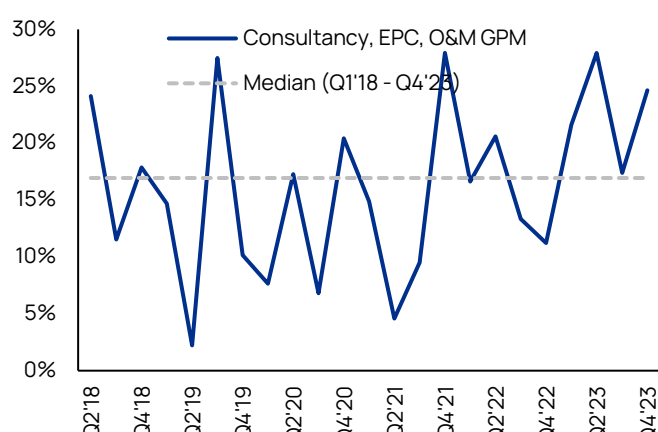
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 49: Lợi nhuận gộp hàng quý của mảng tư vấn, EPC, O&M



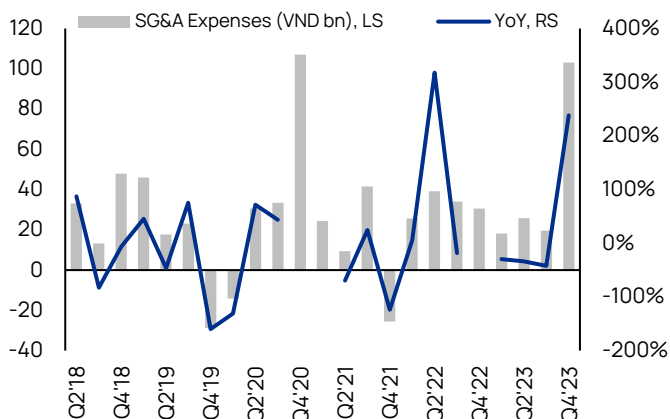
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 50: Biên LN gộp hàng quý của mảng tư vấn, EPC, O&M (%)



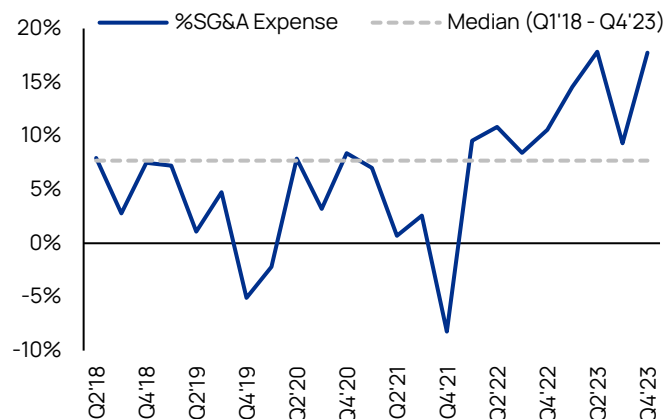
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 51: Chi phí SG&A hàng quý



Nguồn: TV2, Vietcap (Lưu ý: *Chi phí SG&A âm chủ yếu do TV2 hoàn nhập khoản dự phòng)

Hình 52: Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu hàng quý



Nguồn: TV2, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.061	2.141	9.921	10.704
Giá vốn hàng bán	-824	-1.846	-8.885	-9.588
Lợi nhuận gộp	238	295	1.036	1.116
Chi phí bán hàng	-2	-7	-332	-356
Chi phí quản lí DN	-165	-194	-226	-252
LN thuần HĐKD	71	94	479	508
Doanh thu tài chính	26	27	31	36
Chi phí tài chính	-33	-14	-28	-28
Trong đó, chi phí lãi vay	-7	-14	-28	-28
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	1	2
Lợi nhuận/(chi phí) khác	1	0	0	0
LNTT	66	106	483	518
Thuế TNDN	-12	-21	-97	-104
LNST trước CĐTS	53	85	386	414
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	53	85	386	414
LNST sau CĐTS, điều chỉnh (1)	63	69	360	387
EBITDA	118	132	519	549
EPS báo cáo, VND	705	1.130	5.134	5.506
EPS điều chỉnh (1), VND	837	913	4.791	5.145
EPS pha loãng, VND	705	1.130	5.134	5.506
DPS báo cáo, VND	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS/EPS báo cáo (%)	142%	89%	19%	18%

(1) Không bao gồm lợi thế thương mại, thu nhập bất thường

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-19,7%	101,7%	363,4%	7,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	25,2%	32,3%	411,1%	6,0%
Tăng trưởng EPS báo cáo	3,4%	62,2%	354,3%	7,3%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	0,2%	60,3%	354,3%	7,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	22,4%	13,8%	10,4%	10,4%
Biên LN từ HĐ %	6,7%	4,4%	4,8%	4,7%
Biên EBITDA	11,1%	6,2%	5,2%	5,1%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,0%	4,0%	3,9%	3,9%
ROE %	3,9%	6,3%	25,6%	22,5%
ROA %	1,9%	3,0%	7,1%	5,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	35	30	28	45
Số ngày phải thu	495	257	127	163
Số ngày phải trả	381	155	96	120
TG luân chuyển tiền	149	132	60	88
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,5	1,3	1,1	1,2
CS thanh toán nhanh	1,4	1,2	1,0	1,0
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ/Tài sản	8,4%	10,8%	8,9%	9,3%
Nợ/Vốn sử dụng	13,4%	20,2%	29,1%	25,1%
Nợ/Vốn CSH	-4,9%	2,3%	8,6%	-2,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	10,4x	6,6x	16,9x	18,1x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	127	165	397	590
Đầu tư TC ngắn hạn	145	145	145	145
Các khoản phải thu	1.250	1.760	5.164	4.399
Hàng tồn kho	72	235	1.132	1.222
TS ngắn hạn khác	24	24	24	24
Tổng TS ngắn hạn	1.619	2.329	6.862	6.380
TS dài hạn (gộp)	728	748	803	862
- Khấu hao lũy kế	-283	-322	-362	-404
TS dài hạn (ròng)	445	426	441	459
Đầu tư TC dài hạn	382	382	382	382
TS dài hạn khác	24	24	24	24
Tổng TS dài hạn	851	833	848	865
Tổng Tài sản	2.469	3.162	7.710	7.245
Phải trả ngắn hạn	554	1.011	3.651	2.627
Nợ ngắn hạn	207	342	685	677
Nợ ngắn hạn khác	334	417	1.665	1.885
Tổng nợ ngắn hạn	1.095	1.770	6.001	5.189
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	40	40	40	40
Tổng nợ	1.136	1.811	6.041	5.230
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	675	675	675	675
Thặng dư vốn CP	5	5	5	5
Lợi nhuận giữ lại	653	671	989	1.336
Vốn khác	0	0	0	1
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.334	1.351	1.670	2.016
Tổng cộng nguồn vốn	2.468	3.162	7.710	7.245
CP lưu hành cuối năm, tr (pha loãng)	68	68	68	68

LUU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	198	127	165	397
Lợi nhuận sau thuế	53	85	386	414
Khấu hao	47	38	40	42
Thay đổi vốn lưu động	-211	-132	-415	-128
Điều chỉnh khác	-39	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-150	-9	11	328
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-21	-21	-55	-59
Đầu tư, ròng	11	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-10	-21	-55	-59
Cổ tức đã trả	-69	-68	-68	-68
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	83	135	343	-7
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	73	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	87	67	276	-75
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-73	38	232	194
Tiền cuối năm	127	165	397	590

Nguồn: TV2, dự báo của Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Trần Thị Thùy Linh, Võ Đặng Bảo Thư & Đinh Thị Thủy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi đối với các 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 Vietcap

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 Vietcap 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.

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.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)		
www.vietcap.com.vn		
Trụ sở chính Tháp tài chính Bitexco, tầng 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM +84 28 3914 3588	Chi nhánh Hà Nội 109 Trần Hưng Đạo Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội +84 24 6262 6999	
Trụ sở chính Tòa nhà Vinatex, Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM +84 28 3914 3588 (417)	Phòng giao dịch Hàm Nghi Tòa nhà Doji, Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM +84 28 3914 3588 (400)	
Phòng giao dịch Đồng Đa 9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch, Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN +84 24 6262 6999	Phòng giao dịch Pasteur Tòa nhà Sailing, tầng 8, 111A Pasteur, Quận 1, Tp. HCM +84 28 3914 3588 (403)	
Phòng Nghiên cứu và Phân tích		
Research Team: +84 28 3914 3588 research@vietcap.com.vn	Alastair Macdonald Giám đốc điều hành, ext 105 alastair.macdonald@vietcap.com.vn	
Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy Trưởng phòng cao cấp, ext 123 - Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138 - Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516	Vĩ mô Hoàng Thúy Lương Trưởng phòng cao cấp, ext 368 - Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368	
Hàng tiêu dùng Hoàng Nam Phó Giám đốc, ext 124 - Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185 - Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538 - Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532	Dầu khí, Điện và Nước Đinh Thị Thùy Dương Phó Giám đốc, ext 140 - Trần Thị Thùy Linh, Chuyên viên, ext 196 - Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135 - Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529	
Bất động sản Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120 - Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149 - Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174	Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng Nguyễn Thảo Vy Trưởng phòng cao cấp, ext 147 - Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191	
Khách hàng cá nhân		
Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363 - Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129 - Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366 - Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365		
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@vietcap.com.vn	Châu Thiên Trúc Quỳnh Giám đốc điều hành Khối Môi giới trong nước +84 28 3914 3588, ext 222 quynh.chau@vietcap.com.vn	Nguyễn Quốc Dũng, Giám đốc Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức +84 28 3914 3588, ext 136 dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.