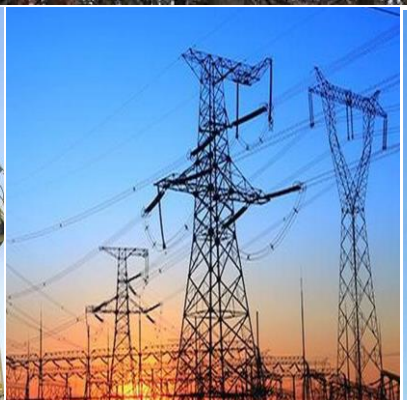
BÁO CÁO PHÂN TÍCH CƠ HỘI ĐẦU TƯ

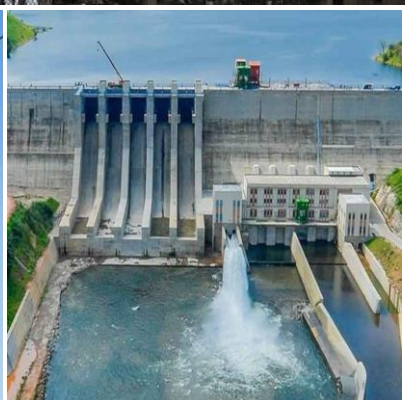
TỔNG CÔNG TY PHÁT ĐIỆN 2











MỤC LỤC

1. Giới thiệu chung về EVNGENCO 2 và thông tin cổ phần hóa....1
2. Ngành điện và lĩnh vực sản xuất điện....2
3. Hoạt động kinh doanh....8
4. Phân tích tài chính....16
5. Phân tích SWOT....21
6. Rủi ro đầu tư....22
7. Dự báo kết quả kinh doanh 2021-2025....23
8. Định giá....25

1. GIỚI THIỆU CHUNG VỀ EVNGENCO 2 VÀ THÔNG TIN CỔ PHẦN HÓA

1.1. GIỚI THIỆU VỀ EVNGENCO 2

Thông tin chung	
Tên Tiếng Việt	Tổng công ty Phát điện 2 – Công ty Cổ phần
Tên Tiếng Anh	Power Generation Corporation 2
Tên viết tắt	EVNGENCO 2
Đơn vị chủ quản	Tập đoàn Điện lực Việt Nam là công ty mẹ
Trụ sở chính	01 Lê Hồng Phong, Phường Trà Nóc, Quận Bình Thủy, Thành phố Cần Thơ, Việt Nam
Điện thoại	(+84) – 292 – 2461507
Website	www.evngenco2.com
Vốn điều lệ (VND) (sau cổ phần hóa)	11.866 tỷ
Ngành nghề kinh doanh chính	Sản xuất và kinh doanh điện năng

Lịch sử phát triển	
06/2012	Bộ Trưởng Bộ Công Thương ký quyết định số 3024/QĐ-BCT về việc thành lập Công ty mẹ - Tổng công ty Phát điện 2
01/2013	TCT Phát điện 2 chính thức đi vào hoạt động
01/2014	Hoàn thành và vận hành thương mại 2 tổ máy (660 MW) của Nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng 2
10/2014	Hoành thành và vận hành thương mại 2 tổ máy (156 MW) của Nhà máy thủy điện Sông Bung 4
11/2015	Hoàn thành và vận hành thương mại Tổ máy 2 (330 MW) của Nhà máy Nhiệt điện Ô Môn I
06/2017	Hoàn thành và vận hành thương mại 4 tổ máy (260 MW) của Nhà máy Thủy điện Trung Sơn
06/2018	Hoàn thành và vận hành thương mại 2 tổ máy (100 MW) của Nhà máy Thủy điện Sông Bung 2

1.2. THÔNG TIN VỀ ĐỢT PHÁT HÀNH

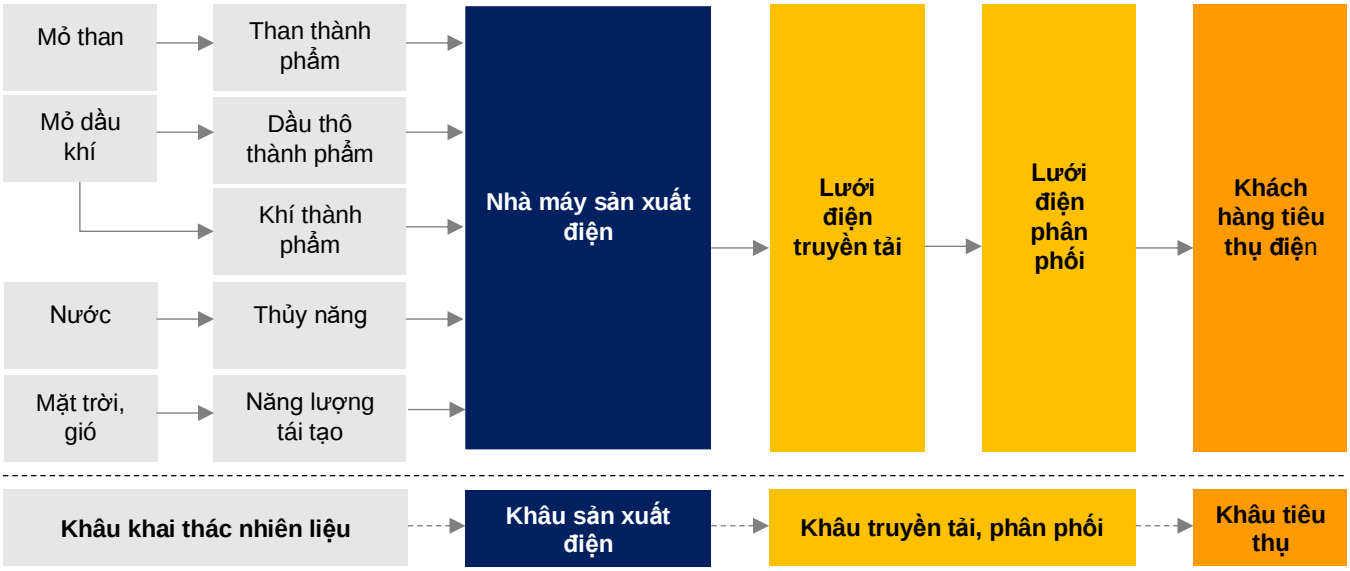
Thông tin phát hành	
Số lượng chào bán	581.455.740 CP
Tỷ lệ	49%
Mệnh giá	VND 10.000 /CP
Giá khởi điểm	VND 24.520 /CP

Cơ cấu cổ đông sau cổ phần hóa	Số cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
Nhà nước	605.188.627	51,00%
Bán đấu giá công khai	580.120.840	48,8875%
Cán bộ công nhân viên	1.334.900	0,1125%

2. NGÀNH ĐIỆN VÀ LĨNH VỰC SẢN XUẤT ĐIỆN

2.1. CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM

Hình: Chuỗi giá trị ngành điện



Nguồn: BSC Research

Chuỗi giá trị ngành điện bao gồm 4 khâu chính: (1) Khai thác nhiên liệu, (2) Sản xuất điện, (3) Truyền tải, phân phối điện, và (4) Tiêu thụ điện.

Bảng: Mô tả đặc điểm chuỗi giá trị

STT	Khâu giá trị	Mô tả/ Đặc điểm
1.	Khai thác nhiên liệu	Ba nguồn nhiên liệu chính cho quá trình sản xuất điện ở nước ta là thủy năng, than đá, và khí đốt. Trong đó, ▪ **Nguồn than đá** đa phần phân bổ ở khu vực Bể than Sông Hồng – ước tính chiếm khoảng 81% tổng trữ lượng cả nước. Nguồn than nội địa không đáp ứng đủ cho nhu cầu trong nước do trữ lượng bề mặt gần như đã hết. ▪ **Nguồn thủy năng.** Hiện nay, các nguồn thủy điện lớn >100MW hầu như đã được khai thác hết. Do đó, Chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng trong thời gian tới không còn, chủ yếu đến từ các thủy điện nhỏ, được xây dựng ở khu vực miền núi. ▪ **Nguồn khí đốt.** Sản lượng các mỏ khí Việt Nam trên đà suy giảm, đặc biệt là các mỏ lớn đã khai thác trên 10 năm như Mỏ Lan Tây – Lan Đỏ, mỏ Bạch Hổ. Các mỏ khí này được dự báo sẽ tiếp tục suy giảm bình quân 10%-20%/năm trong tương lai theo quy luật khai thác tự nhiên.
2.	Sản xuất điện	EVN và GENCOs sở hữu các nhà máy chiếm 53,6% tổng công suất Việt Nam. Ngoài ra, hai nhà đầu tư IPP lớn là PVN (8,1%) và Vinacomin (3,4%).
3.	Truyền tải và phân phối điện	EVN đóng vai trò là đơn vị độc quyền phân phối và truyền tải điện năng ở Việt Nam. Giá bán lẻ điện hiện nay tuân thủ theo quy định về mức giá của Nhà nước.
4.	Tiêu thụ	Cơ cấu khách hàng bao gồm: nhóm công nghiệp, xây dựng (55%), Dân dụng (32%), Thương mại dịch vụ (6%), Nông lâm ngư nghiệp (3%), và khác (4%).

Chú thích: IPP: Nhà đầu tư dự án điện độc lập

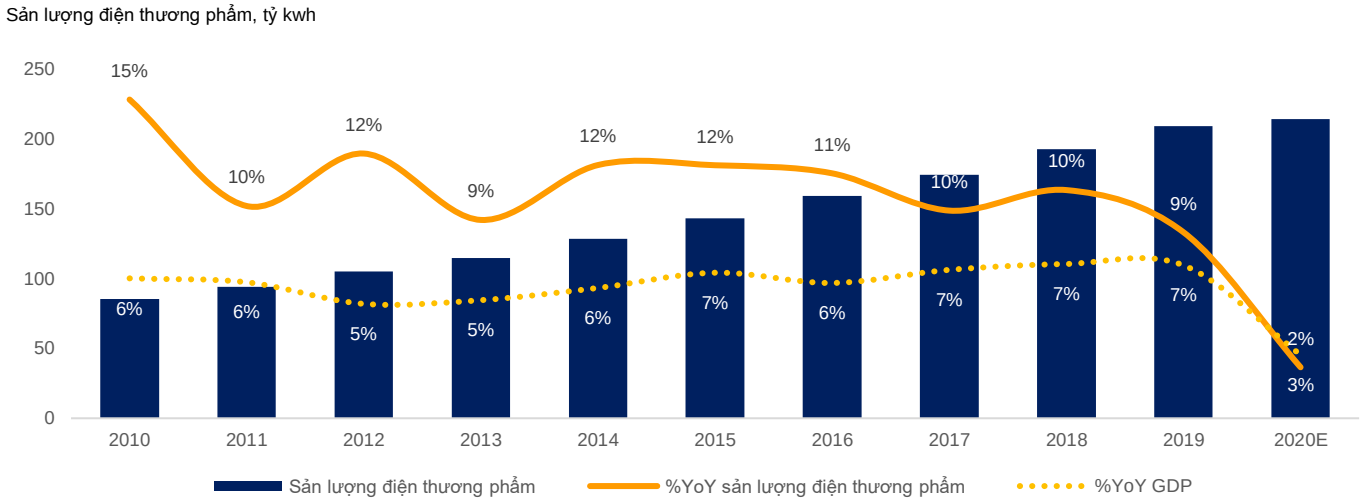
Nguồn: BSC Research

2.2. NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG

Nguồn cầu – Nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng 9,6%/năm

Nhu cầu điện năng duy trì tốc độ tăng trưởng bình quân 9,6%/năm trong giai đoạn 2010 – 2020 nhờ tốc độ tăng trưởng nhanh về kinh tế (CAGR 2016-2020 GDP = 5,8%) và quy mô dân số. (CAGR 2016-2020 Dân số = 1%). Trong giai đoạn 2010 – 2015, tốc độ tăng trưởng về nhu cầu điện năng gấp ≈ 1,7-2 lần tốc độ tăng trưởng GDP. Năm 2020, đà tăng trưởng có xu hướng sụt giảm đáng kể do dịch Covid-19 đã đình trệ hoạt động kinh doanh sản xuất. Sang năm 2021, BSC cho rằng kinh tế phục hồi sẽ kéo theo nhu cầu điện tiêu thụ quay trở lại mức tăng trưởng 8%.

Hình: So sánh tốc độ tăng trưởng GDP và tăng tưởng sản lượng điện thương phẩm giai đoạn 2010-20

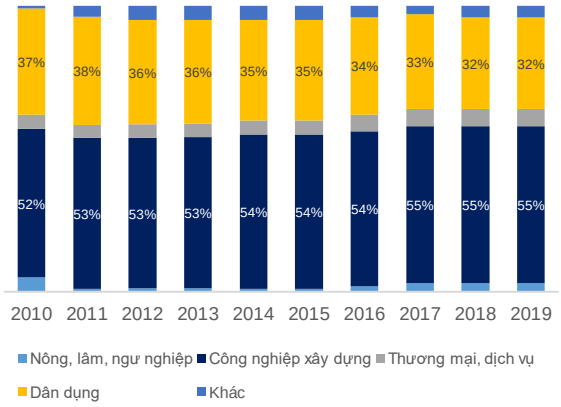


Nguồn: EVN, GSO, BSC Research

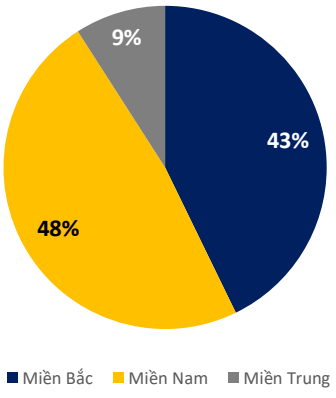
Cơ cấu tiêu thụ điện năng có sự chuyển dịch giữa các nhóm khách hàng. Tỷ trọng của nhóm khách hàng công nghiệp, xây dựng gia tăng nhờ tăng trưởng nhanh của ngành công nghiệp, hỗ trợ bởi dòng vốn FDI, đã kéo theo nhu cầu lớn về điện. Năm 2019, nhóm khách hàng công nghiệp, xây dựng chiếm 55% sản lượng tiêu thụ điện, tăng 3% so với mức đóng góp 52% năm 2010.

Khu vực phía Nam dẫn đầu về nhu cầu tiêu thụ. Sản lượng điện tiêu thụ của Miền Nam chiếm khoảng 48% cơ cấu tiêu thụ do tập trung nhiều khu công nghiệp lớn.

Hình: Cơ cấu tiêu thụ theo khách hàng 2010-2019



Hình: Cơ cấu tiêu thụ theo miền năm 2019

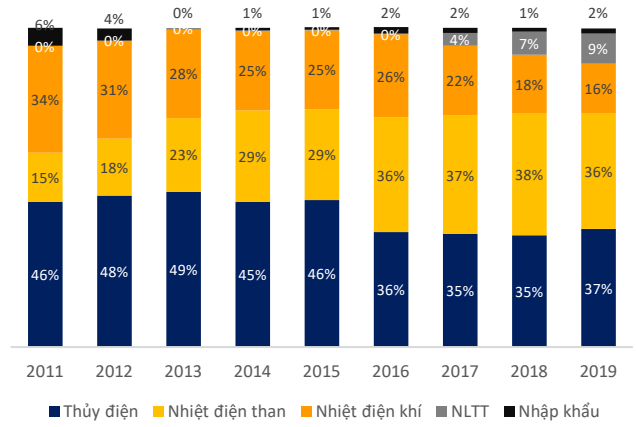


Nguồn: EVN, BSC Research

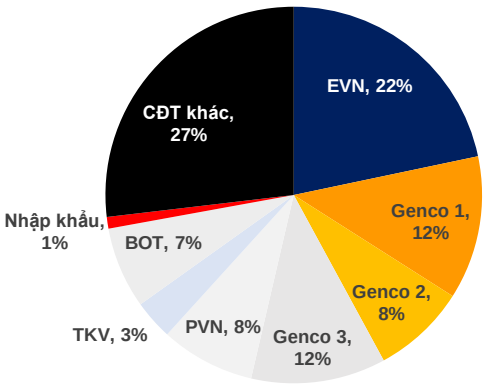
Nguồn cung – Thủy điện và nhiệt điện than là nguồn phát chính

Tổng công suất lắp đặt Việt Nam đạt 54.880 MW, trong đó thủy điện và nhiệt điện than chiếm 36%/37% tổng công suất đặt năm 2019. EVN hiện đang là đơn vị phát điện lớn nhất ở Việt Nam.

Hình 5: Cơ cấu nguồn phát theo loại hình 2011-2019



Bảng: Cơ cấu nguồn phát theo chủ sở hữu năm 2019



Nguồn: EVN, BSC Research

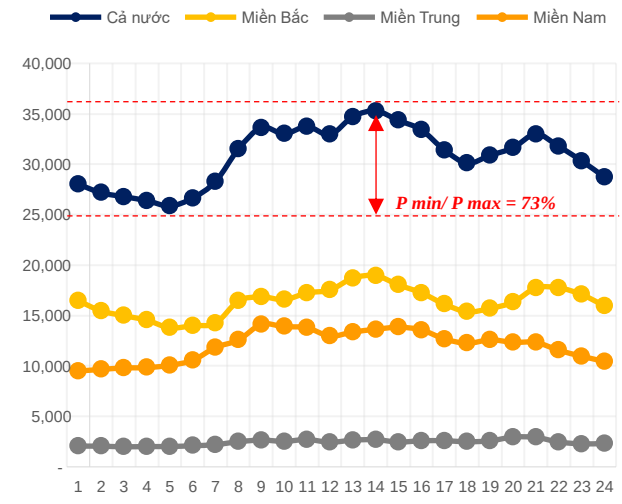
Mặc dù công suất lắp đặt luôn được duy trì vượt phụ tải đỉnh qua hàng năm, nhưng Việt Nam vẫn xảy ra tình trạng thiếu hụt điện do:

(i) **Ngành điện Việt Nam vẫn phụ thuộc lớn vào thủy điện**, do đó khó cân đối cung cầu vào mọi thời điểm do phụ thuộc thời tiết và tình hình thủy văn. Ngoài ra, quá trình chuyển dịch cơ cấu điện năng bị chững lại do nhiều dự án điện bị chậm tiến độ. Có 47 trên tổng số 62 dự án điện theo Quy hoạch điện VII điều chỉnh (2011-2020) với tổng công suất gần 7.000 MW bị chậm tiến độ, ít nhất là hai năm.

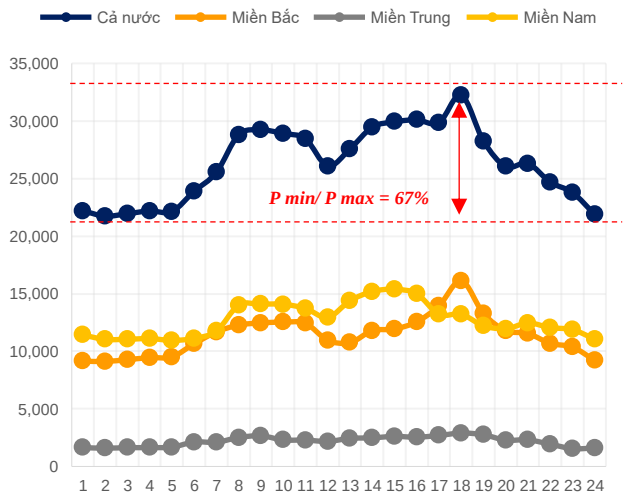
(ii) **Nhu cầu tiêu thụ phân hóa mạnh theo thời gian.** Cụ thể, chênh lệch sản lượng tiêu thụ giữa giờ cao điểm và thấp điểm trong ngày tương đối lớn (Pmin/ Pmax = 67-73%), do đó, gây ra khó khăn về điều tiết.

(iii) **Mất cân bằng nguồn cung giữa các miền**. Khu vực miền Nam chiếm 43% nhu cầu tiêu thụ điện; tuy nhiên, công suất lắp đặt lại chỉ chiếm dưới 40% cả nước. Nguyên nhân là do đặc trưng về địa hình, và vị trí mỏ than lớn dẫn đến các nhà máy thủy điện/ nhiệt điện than tập trung chủ yếu ở miền Bắc. Điều này đã gây ra sự mất cân bằng cung – cầu giữa các miền.

Hình: Biểu đồ chênh lệch phụ tải tiêu biểu một ngày mùa hè



Hình: Biểu đồ chênh lệch phụ tải tiêu biểu một ngày mùa đông

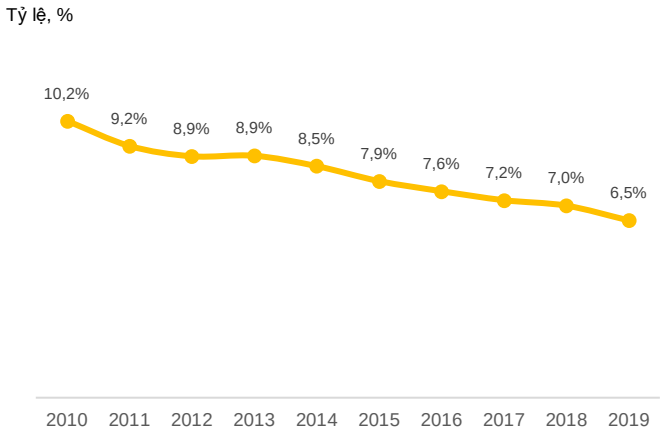


Chú thích: Chúng tôi sử dụng dữ liệu ngày 30/6/2020, 31/12/2019 đại diện ngày tiêu biểu mùa hè, và mùa đông.

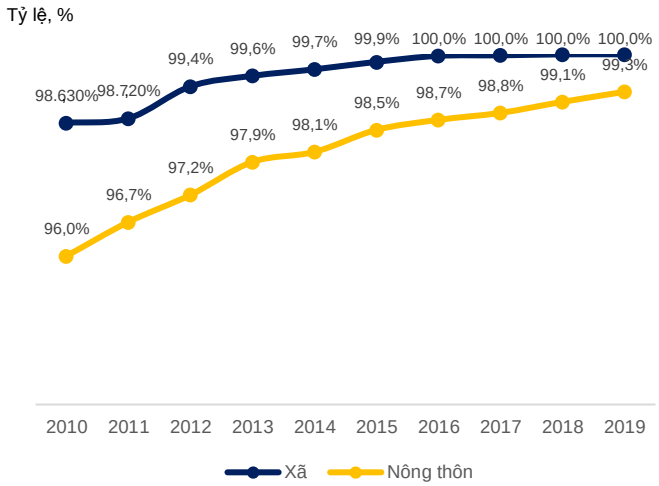
Nguồn: EVN NLDC, BSC Research

Hiệu quả phát điện cải thiện đều qua các năm, đi cùng với tỷ lệ tiếp cận điện được nâng cao. Tỷ lệ tổn thất điện năng đã giảm đáng kể từ 10,2% năm 2015 xuống còn 6,5% năm 2019 nhờ chú trọng đầu tư hạ tầng lưới điện. Với địa hình kéo dài từ Bắc vào Nam, phụ tải phân bố rải rác, Chúng tôi đánh giá đây là mức thấp, vượt qua nhiều nước trong khu vực như Hong Kong (12%), Ấn Độ (18%).

Hình: Tỷ lệ tổn thất điện năng giai đoạn 2010 – 2019



Hình: Tỷ lệ tiếp cận điện theo cấp xã và nông thôn



Nguồn: EVN, BSC Research

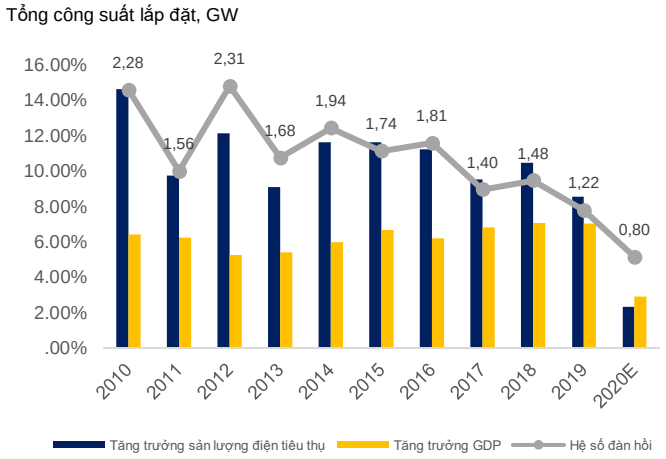
2.3. ĐIỆN KHÍ VÀ NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO LÀ TRIỂN VỌNG TRONG DÀI HẠN

Sản lượng điện tiêu thụ được dự báo tăng trưởng ở mức bình quân 8%/năm giai đoạn 2021-2030 và 4%/năm giai đoạn 2030-2045 nhờ:

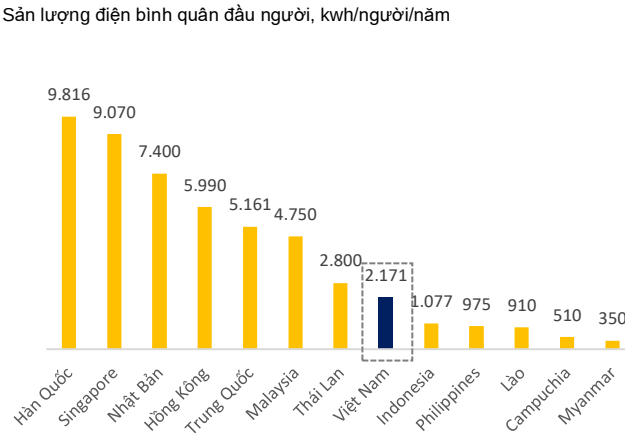
(1) Hệ số đàn hồi điện/GDP *(tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện/tốc độ tăng trưởng GDP)* **sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao 1,2 –1,5 lần**, do Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước, với mục tiêu đến năm 2030 sẽ cơ bản trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại. Theo đó, tốc độ tăng trưởng GDP kỳ vọng ở mức **6,0%-6,5%/năm**.

(2) Dư địa tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ bình quân đầu người vẫn còn lớn. Sản lượng điện tiêu thụ bình quân đầu người ở Việt Nam năm 2019 là 2.171 kWh, thấp hơn so với các quốc gia khác trong khu vực: Thái Lan (2.800), Malaysia (4.750), Hồng Kông (5.161).

Hình: Hệ số đàn hồi giai đoạn 2010-2020



Hình: Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng tiêu thụ điện

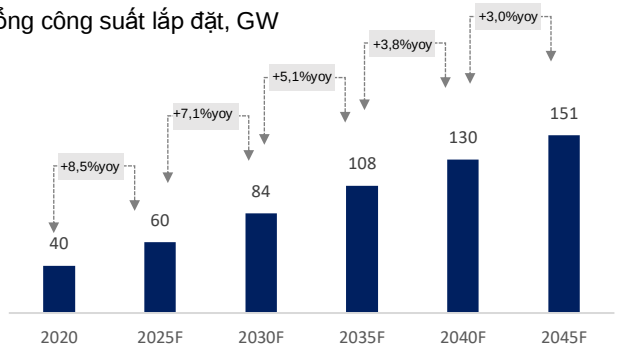


Nguồn: EVN, BSC Research

Tình trạng thiếu hụt điện kỳ vọng sẽ cải thiện dần, nhờ tổng công suất lắp đặp dự kiến đạt 84,2 GW năm 2030, tăng thêm 44,4 GW so với năm 2020. Theo báo cáo trước đó của MOIT, hệ thống điện sẽ chịu áp lực thiếu hụt cao nhất năm 2023 do nhiều dự án bị chậm 1 – 2 năm so với tiến độ. Chúng tôi cho rằng tình trạng này sẽ cải thiện dần từ 2024 sau khi điện khí bắt đầu được đẩy mạnh vào năm 2025 nhờ nguồn khí từ Lô B và Cá Voi Xanh.

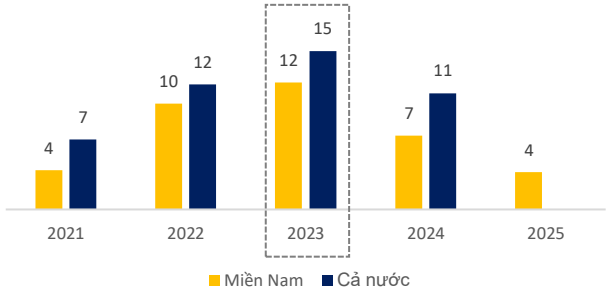
Hình: Dự báo công suất lắp đặt từ 2020-2045

Tổng công suất lắp đặt, GW



Hình: Dự báo sản lượng điện thiếu hụt từ 2021-2025

Sản lượng điện thiếu hụt, tỷ kwh



Nguồn: EVN, Công văn 139/BCT-ĐL, BSC Research

Cơ cấu điện năng sẽ chuyển dịch sang điện khí và năng lượng tái tạo:

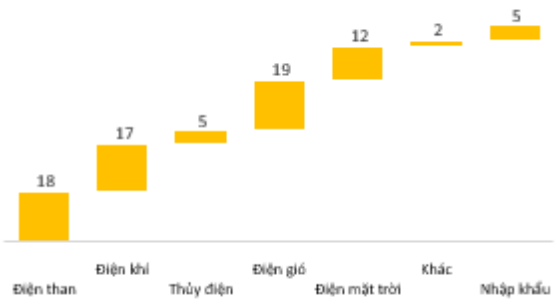
1. **Quy mô công suất năng lượng điện tái tạo dự kiến được tăng thêm 31 GW đến năm 2030**, trong đó công suất điên gió/điện mặt trời lần lượt tăng thêm 19 GW/12 GW, nhờ (i) Chi phí đầu tư thấp, cộng thêm (ii) Các dự án nhận được hỗ trợ lớn từ Chính phủ. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng năng lượng điện mặt trời có thể bị dư thừa cung nếu hệ thống truyền tải không được phát triển đồng bộ kịp thời.

2. **Nhiệt điện khí sẽ đóng vai trò nguồn phụ tải nền, dần dần thay thế cho nhiệt điện than**, do (i) xu hướng cắt giảm khí nhà kính và chuyển sang năng lượng sạch, và (ii) suất đầu tư của nhiệt điện khí thấp tương đối so với nhiệt điện than. Công suất nhiệt điện khí dự kiến đạt 26,4 tỷ kWh năm 2030 theo Công văn 1931/BCT – ĐL.

3. **Tỷ trọng đóng góp của thủy điện có xu hướng giảm**, do tiềm năng về vị trí địa lý để phát triển thủy điện ở Việt Nam không còn nhiều. Theo đó, tỷ trọng thủy điện trong cơ cấu điện năng sẽ giảm từ 35,6% năm 2020 về 17,9% năm 2030.

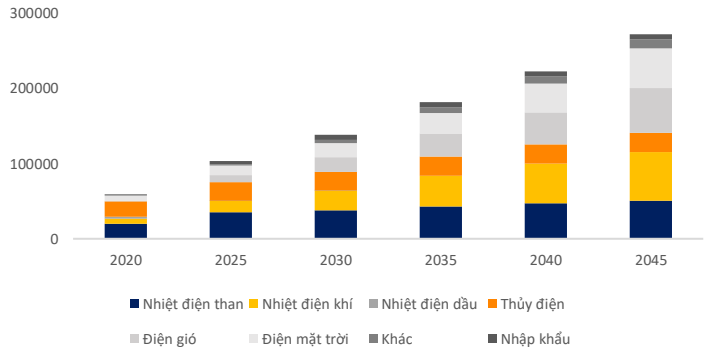
Hình: Dự báo công suất lắp đặt tăng thêm theo nguồn phát đến năm 2030

Tổng công suất lắp đặt, GW



Hình: Dự báo cơ cấu phát điện theo nguồn phát giai đoạn 2020-2045

Cơ cấu phát điện, MW



Nguồn: EVN, Công văn 1931/BCT-ĐL, BSC Research

Trong bối cảnh chuyển dịch cơ cấu như kể trên, BSC cho rằng:

1. **Nhập khẩu than sẽ gia tăng nhằm đáp ứng nhu cầu cho nhiệt điện,** do nguồn cung than nội địa có xu hướng giảm do chi phí tốn kém khi các mỏ than trong nước phải khai thác dưới độ sâu, dẫn đến hiệu quả không cao. Theo Công văn 1931/BCT-ĐL, công suất nhiệt điện từ than nhập khẩu đạt 21,2 GW, chiếm 55,5% tổng công suất nhiệt điện than năm 2025.

2. **Nhiệt điện khí sẽ phụ thuộc lớn vào nhập khẩu khí LNG.** Các dự án Cá Voi Xanh và Lô B sẽ dự kiến hoàn thành vào năm 2025, tuy nhiên, trữ lượng khí khai thác sẽ không đủ đáp ứng nhu cầu tiêu thụ. Cụ thể, khí lô B chỉ đủ đáp ứng TTĐL Ô Môn (3.800 MW), khí Cá Voi Xanh chỉ đủ cung cấp cho 5 nhà máy tại Dung Quất và Chu Lai (5x750 MW).

Bảng: Dự báo công suất lắp đặt tăng thêm theo nguồn nhiệt điện than và điện khí đến năm 2030

Nhà máy/ Công suất	2020	2025	2030	2035	2040	2045
TBKHH+NĐ khí nội	7.097	13.058	10.636	7.900	7.900	7.900
TBKHH hiện có chuyển sang LNG	-	803	4.147	4.565	4.250	5.050
TBKHH sử dụng LNG mới	-	1.500	10.100	22.850	29.250	34.850
Nguồn linh hoạt chạy LNG	-	-	1.400	6.000	11.700	16.800
Tổng công suất điện khí	**7.097**	**15.361**	**26.283**	**41.315**	**53.100**	**64.600**

** TBKHH: Tua bin khí hỗn hợp, NĐ: Nhiệt điện, LNG: Khí thiên nhiên hóa lỏng*

Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

3. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

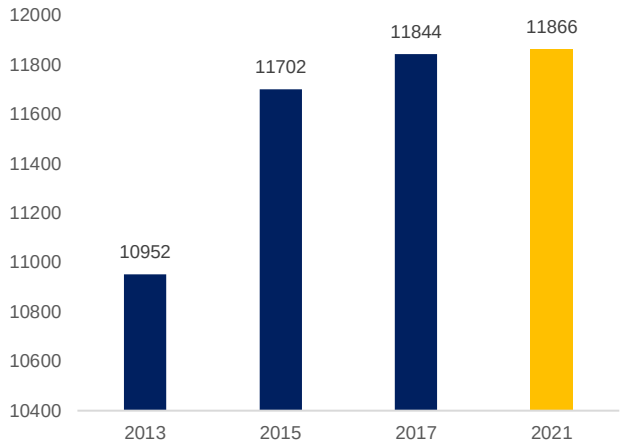
Tổng Công ty Phát điện 2 – Công ty cổ phần (UPCOM: GE2) là DN hoạt động trong lĩnh vực phát điện. EVNGENCO 2 dự kiến bán đấu giá hơn 580 triệu cổ phiếu (48,89% vốn điều lệ) trên sàn HSX vào ngày 08/02/2021 với giá khởi điểm 24.520 VNĐ/cp. Với mức giá trên, vốn hóa của EVNGENCO 2 ước tính đạt 28.776 tỷ VNĐ.

Cơ cấu sở hữu - EVN nắm giữ 51% vốn điều lệ sau cổ phần hóa

Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) hiện đang sở hữu 100% vốn điều lệ của GE2**. Sau cổ phần hóa, tỷ lệ sở hữu của EVN dự kiến giảm xuống còn 51%.** Do EVN là công ty mẹ, chúng tôi cho rằng EVNGENCO 2 sẽ được hưởng lợi từ sự hỗ trợ quản lý và điều hành của EVN trong thời gian tới.

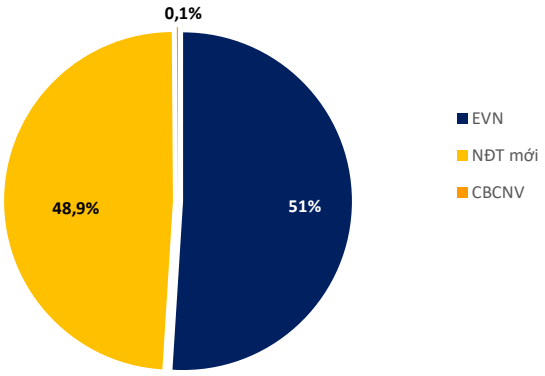
Hình : Lịch sử tăng vốn EVNGENCO 2

Vốn điều lệ, tỷ đồng



Hình : Cơ cấu cổ đông sau khi EVN thoái 49% VCSH

Vốn điều lệ, %



Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

Hoạt động kinh doanh – Nhiệt điện than và thủy điện chiếm 90% công suất

Doanh thu chủ yếu của EVNGENCO 2 đến từ hoạt động phát điện với ~99,7% doanh thu đến từ DT sản xuất điện, chỉ có khoảng ~0,3% đóng góp bởi doanh thu khác.

Trong doanh thu từ sản xuất điện, **Nhiệt điện than và Thủy điện đóng góp tỷ trọng lớn trong doanh thu**, lần lượt ở mức ~70% và 10%-20%. Riêng nhiệt điện dầu, do chỉ phát điện khi có nhu cầu và không được ưu tiên huy động, đóng góp tỷ trọng biến động từ 5% - 15% trong doanh thu điện.

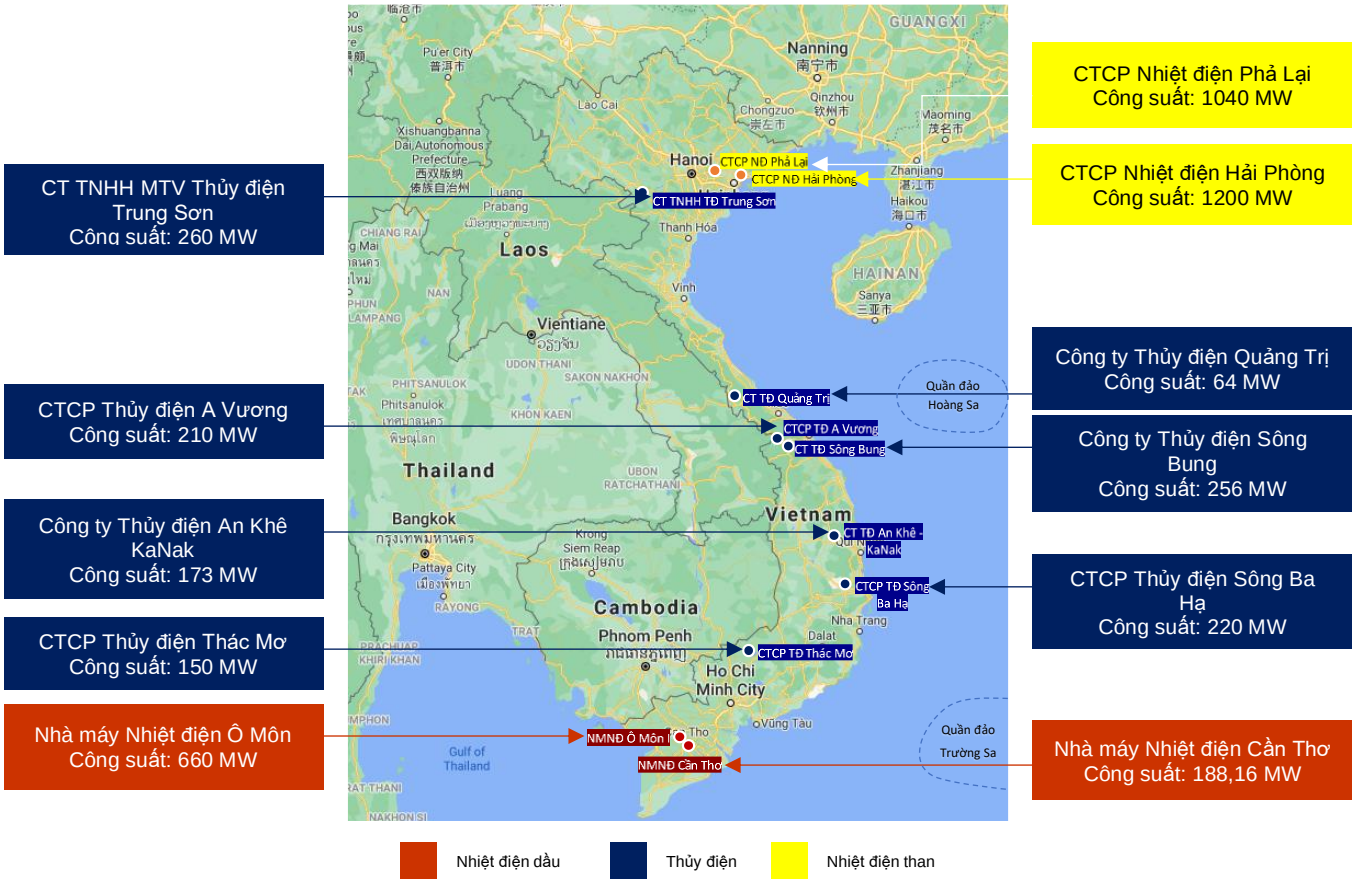
3.1. QUY MÔ LỚN TRONG NGÀNH ĐIỆN

EVNGENCO 2 sở hữu nhiều công ty thủy điện và nhiệt điện trải dài khắp Việt Nam. EVNGENCO 2 sở hữu 15 nhà máy điện với tổng công suất 4.461 MW, chiếm khoảng 8,1% tổng công suất toàn ngành điện Việt Nam. Tính đến cuối năm 2020, tỷ trọng công suất của EVNGENCO 2 giảm còn 6,4% toàn ngành do có sự tăng trưởng công suất điện mặt trời trong thời gian qua.

Các công ty sở hữu của EVNGENCO 2 có vị trí trải dài từ Bắc đến Nam:

- Miền Bắc: CTCP Nhiệt điện Hải Phòng, CTCP Nhiệt điện Phả Lại và Thủy điện Trung Sơn.
- Miền Trung: Thủy điện Quảng Trị, thủy điện A Vương, thủy điện Sông Bung, thủy điện An Khê – Kanak, thủy điện Sông Ba Hạ.
- Miền Nam: Thủy điện Thác Mơ, Nhiệt điện Ô Môn I và Nhiệt điện Cần Thơ.

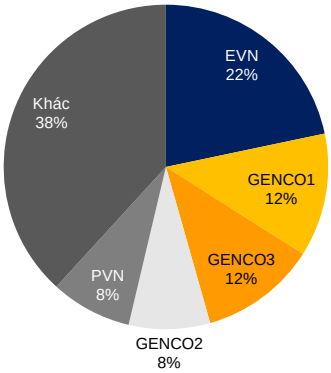
Hình: Vị trí địa lý của các nhà máy của Genco 2



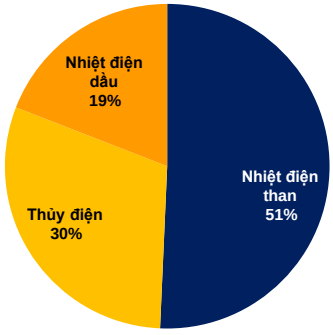
Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

Về cơ cấu công suất của EVNGENCO 2, **mảng nhiệt điện than chiếm tỷ trọng lớn nhất với ~51% tổng công suất**, còn lại là Thủy điện (~30%) và nhiệt điện dầu (~19%). Do nhiệt điện dầu không được ưu tiên phát triển trong tương lai, công ty dự kiến chuyển nhà máy này sang nhiệt điện khí trong năm 2022.

Hình: EVNGENCO 2 chiếm 8.1% thị phần công suất phát điện cuối năm 2019



Hình: Nhiệt điện than chiếm hơn 50% tổng công suất phát điện của EVNGENCO 2



Nguồn: EVN, EVNGENCO 2, BSC Research

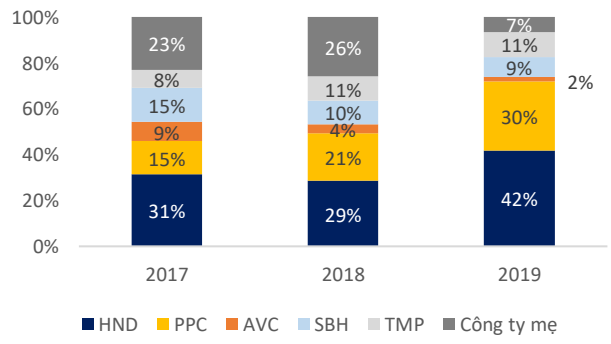
Các nhà máy thuộc sở hữu của EVNGENCO 2 đã hoàn thành đầu tư và phát điện thương mại. Việc sở hữu các nhà máy đã hoàn thành và phát điện ổn định hỗ trợ EVNGENCO 2 có thể tối ưu hoạt động sản xuất kinh doanh và gia tăng đầu tư mới trong tương lai.

STT	Công ty	Nhà máy	Loại nhà máy	Mô tả	% sở hữu của Genco 2	TMĐT (tỷ VND)	Công suất (MW)	Suất ĐT (tỷ VND/ MW)
1	CT Nhiệt điện Cần Thơ	NMNĐ Cần Thơ	Nhiệt điện dầu	2 tổ máy 39,1 MW, 2 tổ máy 38,48 MW, 1 tổ máy 33 MW	100%	3.874	188,16	20,6
		NMNĐ Ô Môn 1	Nhiệt điện dầu	2 tổ máy 330 MW		16.988	660	25,7
2	CT Thủy điện Quảng Trị	NMTĐ Quảng Trị	Thủy điện	2 tổ máy 32 MW	100%	2.097	64	32,8
3	Công ty Thủy điện An Khê – Ka Nak	NMTĐ An Khê	Thủy điện	2 tổ máy 80 MW	100%	5.956	173	30,9
		NMTĐ Ka Nak	Thủy điện	2 tổ máy 6,5 MW				
4	Công ty Thủy điện Sông Bung	NMTĐ Sông Bung 4	Thủy điện	2 tổ máy 78 MW	100%	5.457	156	35
		NMTĐ Sông Bung 2	Thủy điện	2 tổ máy 50 MW		5.239	100	52,4
5	Công ty TNHH MTV Thủy điện Trung Sơn	NMTĐ Trung Sơn	Thủy điện	4 tổ máy 65 MW	100%	7.775	260	29,9
6	CTCP Thủy điện Thác Mơ	NMTĐ Thác Mơ	Thủy điện	2 tổ máy 75 MW	51,92%	5.964	150	39,8
		ĐMT Thác Mơ	Điện mặt trời	40 MW		862	40	21,6
7	CTCP Thủy điện A Vương	NMTĐ A Vương	Thủy điện	2 tổ máy 105 MW	87,45%	3.867	210	18,4
8	CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	NMTĐ Sông Ba Hạ	Thủy điện	2 tổ máy 110 MW	61,78%	4.692	220	21,3
9	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	NMNĐ Phả Lại 1	Nhiệt điện than	4 tổ máy 110 MW	51%	13.836	440	13,3
		NMNĐ Phả Lại 2	Nhiệt điện than	2 tổ máy 300 MW			600	
10	CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	NMNĐ Hải Phòng 1	Nhiệt điện than	2 tổ máy 300 MW	51%	12.648	600	21,1
		NMNĐ Hải Phòng 2	Nhiệt điện Than	2 tổ máy 300 MW		13.039	600	21,7
Tổng cộng						**103.156**	**4.461**	**23,1**

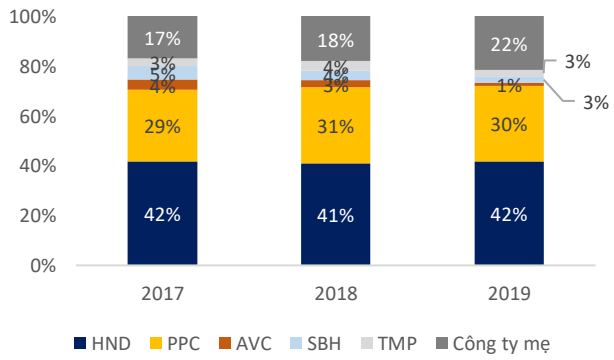
Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

Doanh thu và lợi nhuận hợp nhất của EVNGENCO 2 chủ yếu đến từ các Công ty cổ phần nắm giữ trên 51% vốn. Trong đó, HND và PPC (nắm giữ 51%) là 2 doanh nghiệp điện than đóng góp ~70% doanh thu và LN hàng năm.

Hình: Lợi nhuận của EVNGENCO 2 đóng góp chủ yếu bởi nhiệt điện than



Hình: Nhiệt điện than đóng góp 70% doanh thu của EVNGENCO 2



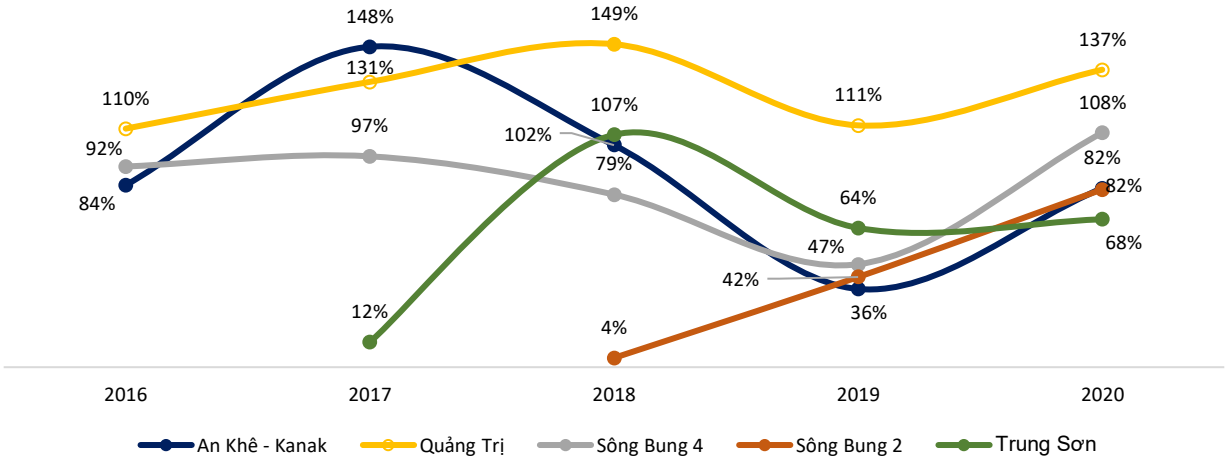
Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

3.2. CÔNG TY MẸ - CHỦ YẾU SỞ HỮU CÁC DOANH NGHIỆP THỦY ĐIỆN

Công ty mẹ EVNGENCO 2 chủ yếu sở hữu các công ty thủy điện và 1 công ty nhiệt điện dầu. Nhiệt điện dầu thường chỉ được huy động khi thiếu hụt nguồn điện.

Sản lượng thủy điện phụ thuộc nhiều vào thời tiết khí hậu và tình hình thủy văn. Do đó, sản lượng thủy điện biến động theo chu kỳ thời tiết. Trong năm 2019 và 2020, hiện tượng El Nino, hạn hán kéo dài khiến mực nước các hồ thủy điện trên toàn quốc đều sụt giảm, dẫn đến sản lượng các nhà máy thủy điện của EVNGENCO 2 giảm mạnh.

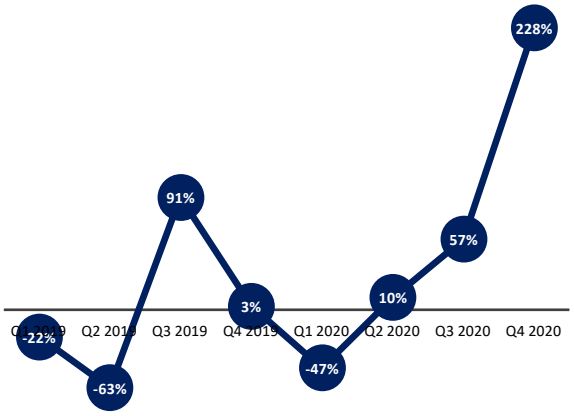
Hình : Hiệu suất các nhà máy thủy điện không ổn định do thời tiết



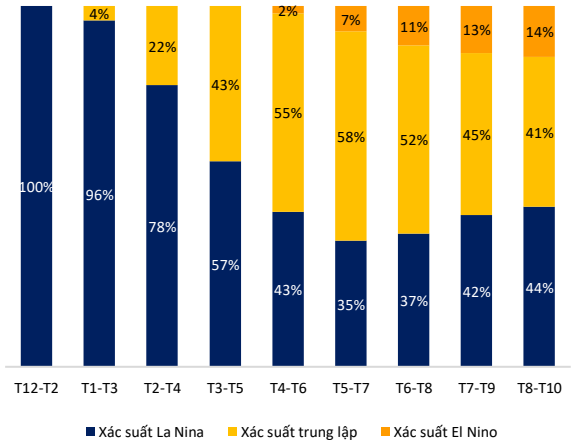
Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

Chúng tôi kỳ vọng mảng thủy điện sẽ là động lực tăng trưởng cho EVNGENCO 2 trong năm 2021 do tình hình thủy văn được cải thiện. Lượng mưa đã có dấu hiệu quay trở lại kể từ nửa cuối năm 2020, và giúp cải thiện mực nước tại các hồ thủy điện. Với diễn biến thủy văn thuận lợi nhờ hiện tượng La Nina, BSC kỳ vọng sản lượng các nhà máy thủy điện của EVNGENCO 2 sẽ tăng trưởng trở lại năm 2021.

Hình : Mực nước tại các hồ thủy điện miền Trung và miền Nam phục hồi về cuối năm so với cùng kỳ



Hình : Dự báo khả năng xuất hiện La Nina theo từng tháng



Nguồn: IRI, BSC Research

Mảng nhiệt điện dầu chiếm tỷ trọng nhỏ, và sẽ được chuyển đổi sang điện khí trong thời gian tới. Các nhà máy điện chạy dầu là Cần Thơ và Ô Môn chỉ được huy động chủ yếu trong giai đoạn El Nino, khi sản lượng từ các nhà máy thủy điện không đáp ứng đủ. Do đó, chúng tôi không đánh giá cao đóng góp từ mảng này cho EVNGENCO 2 trong giai đoạn tới. Bên cạnh đó, EVNGENCO 2 đã có kế hoạch chuyển đổi công suất 660 MW của nhà máy Ô Môn 1 sang sử dụng khí từ Lô B, nhằm đạt được hiệu quả tốt hơn.

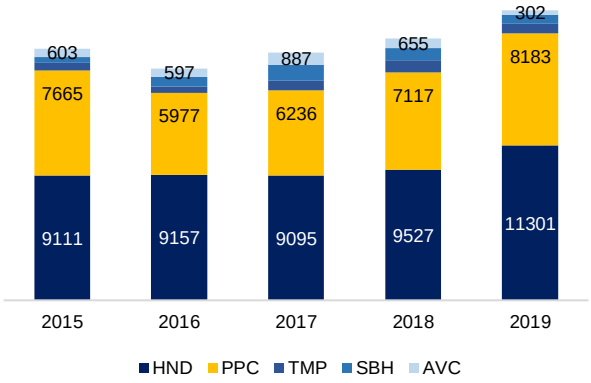
3.3. EVNGENCO 2 CÓ NHIỀU KINH NGHIỆM ĐIỀU HÀNH QUẢN TRỊ CÔNG TY PHÁT ĐIỆN LỚN

EVNGENCO 2 đã có kinh nghiệm nhiều năm trong việc điều hành quản trị các công ty cổ phần sản xuất điện lớn đã niêm yết trên sàn chứng khoán như HND, PPC, TMP, SBH, AVC. Đây là những công ty lớn trong lĩnh vực nhiệt điện than (HND, PPC) và thủy điện (TMP, SBH và AVC). **Các công ty cổ phần do EVNGENCO 2 quản lý có hoạt động kinh doanh ổn định**, với sản lượng sản xuất điện và doanh thu tăng trưởng đều đặn hàng năm (CAGR lần lượt 2,6% và 3,6%).

Hình : CS các công ty con của EVNGENCO 2

Công ty	Công suất (MW)	EVNGENCO 2 sở hữu (%)
Thủy điện	**620**	
TMP*	190	51,92%
AVC	210	87,45%
SBH	220	61,78%
Nhiệt điện than	**2240**	
HND	1200	51,00%
PPC	1040	51,00%

Hình : Doanh thu các CTCP EVNGENCO 2 sở hữu (tỷ đồng)

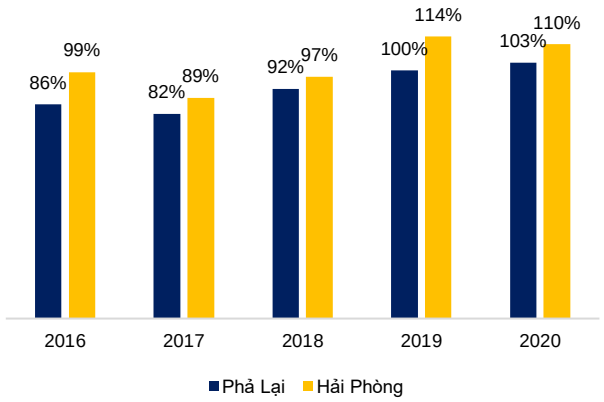


(*) Công suất của TMP đã bao gồm ĐMT Thác Mơ. Nguồn: BSC Research

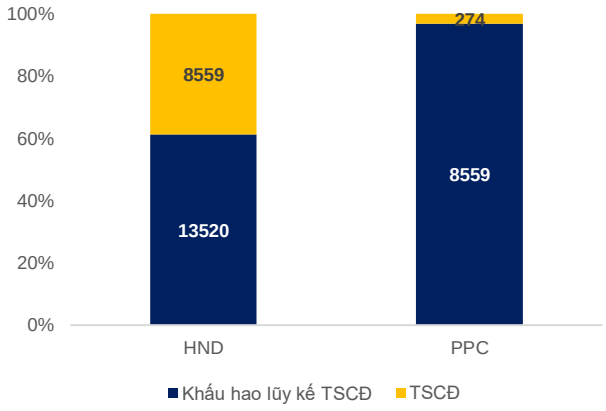
Hai doanh nghiệp trong mảng nhiệt điện than là HND và PPC chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu của EVNGENCO 2, đóng góp trung bình hơn 70% doanh thu của Tổng công ty trong giai đoạn 2016-2020. Đặc biệt, năm 2019, tổng doanh thu từ hai công ty trên đạt 19.484 tỷ đồng (+17% YoY). Động lực tăng trưởng chính của mảng này đến từ các yếu tố sau:

- **Hiện tượng El Nino khiến hệ thống các nhà máy thủy điện bị sụt giảm về sản lượng**. Bên cạnh đó, sự suy giảm khả năng cấp khí phục vụ phát điện từ hệ thống khí Nam Côn Sơn cũng làm cho sản lượng điện từ khí bị hụt. Vì vậy mà, để bù phần sản lượng điện 2,9 tỷ kWh thiếu hụt, EVN phải tăng cường huy động từ các nhà máy điện than hiện có để đảm bảo đủ cung cấp điện.
- **EVNGENCO 2 đã ký hợp đồng mua bán than dài hạn với TKV và TCT Đông Bắc**, nhờ đó đảm bảo được nguồn cung nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy điện Hải Phòng và Phả Lại hoạt động tối ưu.
- **Một số nhà máy đã hết khấu hao hoặc gần hết khấu hao**. Điều này cũng giúp cải thiện doanh thu của các nhà máy nhiệt điện than.

Hình: Hiệu suất của HND và PPC duy trì ổn định từ 2016 - 2019



Hình: Các nhà máy của PPC đã hết khấu hao.

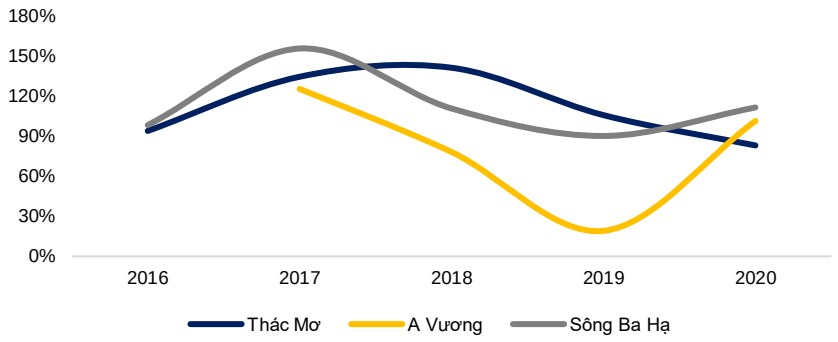


Nguồn: BSC Research

Chúng tôi cho rằng mảng nhiệt điện than không có nhiều khả năng tăng trưởng trong thời gian tới do (1) Tình hình khí hậu thủy văn diễn biến có lợi hơn cho nhóm thủy điện, (2) HND và PPC sẽ bị điều chỉnh giảm 1 phần "thành tố cố định" trong giá điện kể từ 2021, và (3) việc phát triển nhiệt điện than không được ưu tiên trong Quy hoạch điện 8 sắp tới. Mặc dù vậy, với tình trạng thiếu điện của Việt Nam hiện tại, vai trò của nguồn phát này trong 5-10 năm tới là không thể thay thế. Do đó, chúng tôi cho rằng **sản lượng của HND và PPC sẽ tiếp tục duy trì ổn định** trong những năm tới.

Tương tự các doanh nghiệp mảng thủy điện chịu ảnh hưởng bởi tình hình thủy văn kém thuận lợi do hiện tượng El Nino, sản lượng của TMP, AVC, SBH hay Trung Sơn giảm mạnh trong giai đoạn 2018-2019, với hiệu suất hoạt động xuống dưới mức 40%. Dù vậy, chúng tôi nhận thấy rằng kết quả hoạt động của các doanh nghiệp này đã được cải thiện trở lại kể từ năm 2020. Như đã phân tích ở trên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng của các công ty thủy điện này sẽ tăng trở lại trong năm 2021 nhờ hiện tượng La Nina, từ đó giúp cải thiện doanh thu và lợi nhuận của EVNGENCO 2.

Hình : Hiệu suất hoạt động của các công ty thủy điện của EVNGENCO 2 giảm mạnh giai đoạn 2018-2019



Nguồn: BSC Research

Về hoạt động kinh doanh những năm tới của các CTCP, chúng tôi kỳ vọng:

- Sản lượng thủy điện tăng trong năm 2021 do hiện tượng La Nina giúp các công ty thủy điện phục hồi về LN.
- Sản lượng các công ty nhiệt điện than ổn định.
- Chúng tôi cũng lưu ý về việc thành tố cố định của HND và PPC giảm bắt đầu từ năm 2021 có thể sẽ ảnh hưởng đến LN các công ty này.

Bảng: Dự phóng các DN nắm giữ bởi EVNGENCO 2

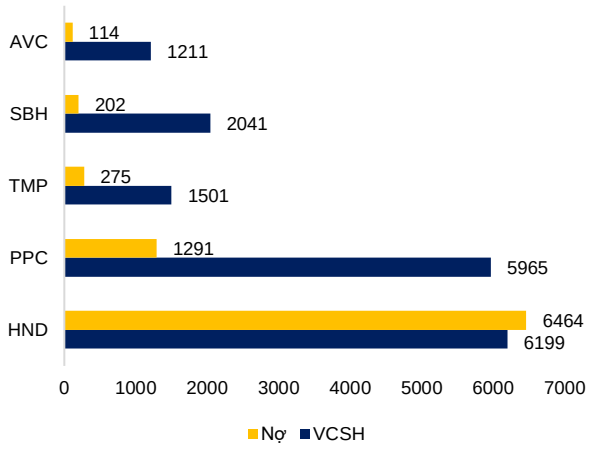
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
SẢN LƯỢNG ĐIỆN						
Thủy điện	**1.921**	**2.216**	**2.216**	**2.216**	**2.216**	**2.216**
AVC	650	650	650	650	650	650
TMP	607	888	888	888	888	888
SBH	665	678	678	678	678	678
Nhiệt điện than	**13.563**	**14.478**	**14.554**	**12.057**	**12.057**	**12.046**
HND	7.884	8.384	8.384	8.384	8.384	8.384
PPC	5.679	6.094	6.170	3.673	3.673	3.662
DOANH THU ĐIỆN (triệu đồng)						
Thủy điện	**1.627.808**	**1.678.138**	**1.651.628**	**1.727.713**	**1.803.988**	**1.812.637**
AVC	491.583	506.160	463.465	469.033	474.712	480.505
TMP	331.315	485.403	488.024	490.720	493.495	496.351
SBH	804.910	686.575	700.139	767.959	835.780	835.780
Nhiệt điện than	**18.469.564**	**19.047.817**	**19.244.680**	**15.844.853**	**16.046.477**	**16.240.061**
HND	10.569.944	10.421.311	10.570.781	10.721.649	10.879.052	11.043.558
PPC	7.899.620	8.626.507	8.673.900	5.123.204	5.167.425	5.196.503

LỢI NHUẬN SAU THUẾ (triệu đồng)						
Thủy điện	**752.285**	**856.263**	**867.433**	**950.057**	**1.052.212**	**1.117.748**
AVC	197.154	231.273	188.267	189.377	190.513	191.673
TMP	173.966	268.654	294.448	319.506	343.858	367.731
SBH	381.165	356.336	384.718	441.174	517.841	558.345
Nhiệt điện than	**2.212.477**	**2.054.378**	**1.828.697**	**1.397.420**	**1.586.745**	**2.839.062**
HND	1.261.561	983.334	850.067	693.529	828.113	1.996.431
PPC	950.916	1.071.045	978.629	703.891	758.632	842.631

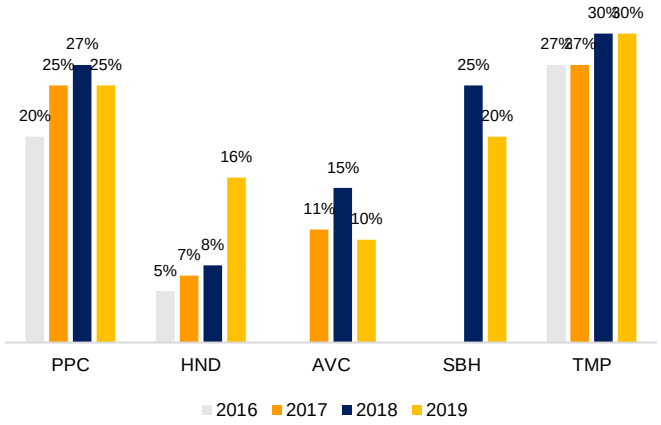
Nguồn: Các doanh nghiệp niêm yết, BSC Research

Các doanh nghiệp do EVNGENCO 2 sở hữu có tình hình tài chính lành mạnh & cổ tức tiền mặt dồi dào. Các công ty PPC, SBH, AVC đã gần như hết nợ vay, trong khi TMP, HND sẽ sớm trả hết nợ vay trong thời gian tới. Bên cạnh đó, các công ty trên đều duy trì chính sách trả cổ tức tiền mặt hấp dẫn, với tỷ lệ cổ tức dự kiến ở mức 13% - 20%, giúp đóng góp vào doanh thu tài chính của doanh nghiệp.

Hình: Tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu của CTCP của EVNGENCO 2 năm 2019



Hình: Tỷ lệ trả cổ tức của các công ty EVNGENCO 2 sở hữu.



Nguồn: BSC Research

3.4. CÁC DỰ ÁN MỞ RỘNG CÔNG SUẤT VÀO NĂM 2022

Công suất của EVNGENCO 2 vẫn đang tiếp tục được mở rộng với các dự án công trình điện như Hướng Phùng 1, Công Hải 1 – GĐ 2 và đang xin chủ trương đầu tư mới nhà máy nhiệt điện Ô Môn V, hay một số dự án ĐMT nổi trên lòng hồ. Trong đó:

- **Dự án điện mặt trời Thác Mơ đã chính thức phát điện** kể từ ngày 11/12/2020, với công suất lắp đặt 50 MWp, tổng mức đầu tư 862 tỷ đồng. Theo thiết kế, nhà máy cung cấp cho hệ thống điện quốc gia 78 triệu kWh điện mỗi năm. Do dự án này đi vào vận hành thương mại sớm hơn dự kiến, nên chúng tôi chưa đưa vào dự phóng kết quả kinh doanh. BSC sẽ sớm đưa ra cập nhật trong thời gian tới, khi nhà máy này đã hoạt động ổn định.
- **Hai dự án điện gió Hướng Phùng 1 và Công Hải 1 - Giai đoạn 2 dự kiến sẽ khởi công vào năm 2021.** Với tổng công suất lần lượt 30 MW và 25 MW, dự kiến hai dự án này sẽ đóng góp thêm 147 triệu kWh về sản lượng, và ~286 tỷ VND về doanh thu cho EVNGENCO 2 kể từ 2022.
- **Nhà máy Ô Môn 1 sẽ được chuyển đổi từ nhiệt điện chạy dầu sang sử dụng khí từ Lô B-Ô Môn vào năm 2022.** Theo kế hoạch, tổng công suất của 2 tổ máy của Ô Môn I là 660MW và tổng mức đầu tư để chuyển đổi nhiên liệu là 533,28 tỷ VND. Chúng tôi cho rằng việc chuyển đổi sang nhiệt điện khí phù hợp với định hướng phát triển đất nước, và sẽ giúp nhà máy Ô Môn 1 tăng hiệu suất hoạt động.
- **Các dự án Nhà máy Nhiệt điện Ô Môn V, điện mặt trời trên mặt đất tại Nhà máy Nhiệt điện Quảng Trị, Điện mặt trời nổi trên lòng hồ thủy điện** (An Khê, Ka Nak, Quảng Trị) với tổng công suất là 1.050 MW và

250 MWp đang được EVNGENCO 2 đề xuất triển khai. Nếu được chấp thuận thực hiện, dự kiến các dự án này sẽ đi vào hoạt động kể từ 2022.

Bảng: Các dự án mới của EVNGENCO 2

STT	Dự án	Công suất (MW)	TMĐT (tỷ đồng)	Năm vận hành dự kiến
Các dự án đã được phê duyệt đầu tư				
1	Dự án điện mặt trời Thác Mơ	40	862	Đã vận hành
2	Dự án điện gió Hướng Phùng 1	30	1.256	2022
3	Dự án điện gió Công Hải 1 – Giai đoạn 2	25	1.079	2022
4	Dự án chuyển đổi nhiên liệu từ dầu HFO sang khí Lô B cho NM nhiệt điện Ô Môn I	-	533	2022
Các dự án đang xin chủ trương đầu tư				
1	Dự án Nhà máy Nhiệt điện Ô Môn V	1.050	30.315	2027
2	Hồ An Khê	20	490	2022
3	Hồ Ka Nak	80	1.984	2022
4	Hồ Quảng Trị	120	2.982	2022
5	Dự án Điện mặt trời Quảng Trị	30	567	2023
	TỔNG	**1.395**	**39.206**	

Bảng: Dự phóng KQKD các dự án mới của EVNGENCO 2

Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Sản lượng thương phẩm	**178**	**178**	**178**	**178**	**178**	**178**	**178**	**178**	**178**
DA mở rộng lưu vực bổ sung nước nhà máy Quảng Trị	31	31	31	31	31	31	31	31	31
DA điện gió Hướng Phùng 1	81	81	81	81	81	81	81	81	81
DA điện gió Công Hải 1 - GĐ 2	66	66	66	66	66	66	66	66	66
Doanh thu điện	**320.132**	**325.849**	**331.680**	**337.627**	**343.694**	**349.882**	**356.193**	**362.631**	**369.198**
DA mở rộng lưu vực bổ sung nước nhà máy Quảng Trị	34.300	34.300	34.300	34.300	34.300	34.300	34.300	34.300	34.300
DA điện gió Hướng Phùng 1	161.194	164.418	167.706	171.060	174.481	177.971	181.530	185.161	188.864
DA điện gió Công Hải 1 - GĐ 2	124.638	127.131	129.674	132.267	134.913	137.611	140.363	143.170	146.034
Lợi nhuận điện	**(74.638)**	**(54.888)**	**(35.039)**	**(15.088)**	**4.970**	**25.135**	**45.407**	**65.792**	**86.291**
DA mở rộng lưu vực bổ sung nước nhà máy Quảng Trị	8.700	10.000	11.300	12.600	13.900	15.200	16.500	17.800	19.100
DA điện gió Hướng Phùng 1	(63.332)	(50.342)	(37.296)	(24.192)	(11.028)	2.198	15.484	28.835	42.249
DA điện gió Công Hải 1 - GĐ 2	(20.006)	(14.546)	(9.043)	(3.496)	2.098	7.737	13.423	19.157	24.942

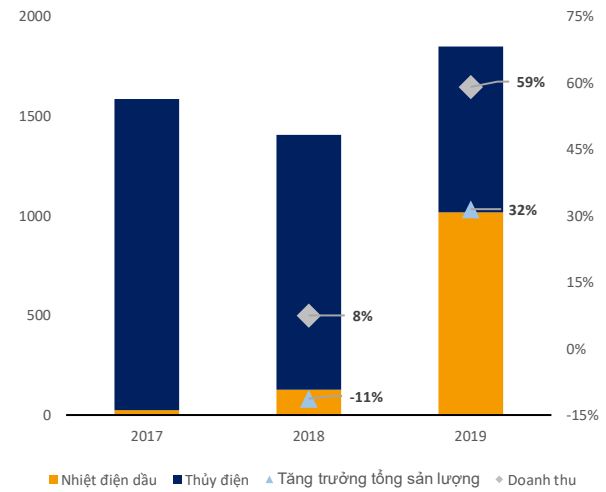
Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

4. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

4.1. CÔNG TY MẸ

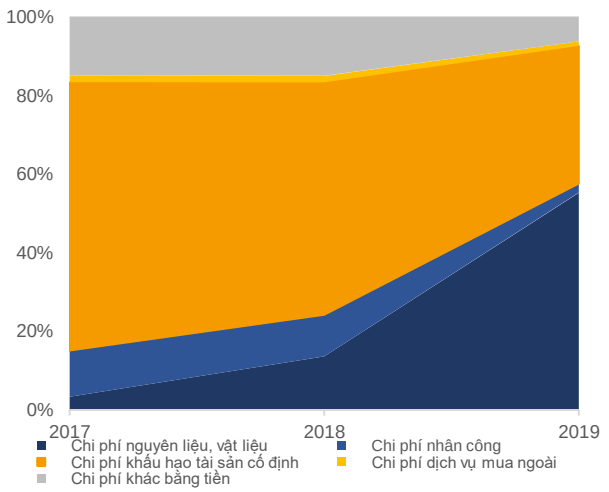
Động lực tăng trưởng chính cho doanh thu đến từ sản lượng và giá bán điện, hoạt động các thủy điện phụ thuộc vào tình hình thủy văn. Sản lượng điện của EVNGENCO 2 biến động qua các năm, tăng mạnh trong năm 2019 khi sản lượng huy động điện dầu từ NM Cần Thơ và Ô Môn tăng mạnh gần 900 triệu kWh do El Nino làm giảm sản lượng thủy điện huy động của hệ thống. Ngược lại, sản lượng huy động của thủy điện sẽ tăng trong những năm xảy ra hiện tượng La Nina giúp nước về nhiều. Giá bán điện bình quân cũng phụ thuộc vào cơ cấu nguồn huy động, tỷ lệ thuận với tỷ trọng huy động của nhiệt điện.

Hình: Doanh thu năm 2019 tăng mạnh do sản lượng huy động nhiệt điện tăng



Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

Hình: Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh có sự thay đổi theo cơ cấu điện huy động



Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

Chi phí nguyên liệu (dầu FO với nhiệt điện dầu) và chi phí khấu hao (với thủy điện) là hai khoản chi phí lớn nhất. Tỷ trọng các loại chi phí có sự khác nhau giữa các năm, phụ thuộc vào cơ cấu huy động trong năm đó. Năm 2019, sản lượng huy động của nhiệt điện dầu chiếm 55% tổng sản lượng, do đó tỷ trọng chi phí nguyên liệu cũng tăng từ 13,6% lên 55,3%. Tuy nhiên, do điện dầu hoạt động theo hình thức cung cấp dịch vụ phụ trợ nên chi phí nhiên liệu sẽ được tính toán trong giá mua, không ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty.

Chi phí tài chính (lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá) lớn, ăn mòn lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh

- Chi phí lãi vay bình quân hàng năm dao động 350-450 tỷ đồng, tương đương 50% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. Dư nợ vay của EVNGENCO 2 tính đến 31/12/2019 là 16.553 tỷ đồng, tương đương 55% tổng tài sản với lãi suất vay bình quân thấp ở mức 2-2,5%/ năm do có 56% dư nợ vay là khoản vay ODA và một số khoản vay ngoại tệ tham chiếu theo lãi suất LIBOR hiện đang ở mức thấp.
- Các khoản vay ngoại tệ giúp công ty được hưởng lợi từ lãi suất thấp nhưng cũng đặt công ty trước rủi ro biến động tỷ giá lớn.

  Cơ cấu nợ dài hạn hiện tại của công ty gồm 63% JPY (tài trợ cho dự án Ô Môn, Sông Bung 2 và Quảng Trị), 35% USD và khoảng 2% VND, do đó biến động tỷ giá VND/JPY và VND/USD sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh. Năm 2019, EVNGENCO 2 ghi nhận gần 200 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá, trong đó (i) lãi chênh lệch tỷ giá thực hiện là 1.3 tỷ, (ii) lỗ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại là 187 tỷ, (iii) phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá giai đoạn xây dựng cơ bản theo Nghị định 10/2017/NĐ-CP là 14 tỷ. Bên cạnh đó, chi phí tài chính năm 2019 của EVNGENCO 2 còn giảm 613 tỷ do hạch toán chuyển phần lỗ tỷ giá tại thời điểm xác định giá trị doanh nghiệp cổ phần hóa sang hạch toán trên tài khoản "Chênh lệch tỷ giá hối đoái" thuộc "Vốn chủ sở hữu" theo Nghị định 126/2017/NĐ-CP.

Cơ cấu tài sản: Tài sản dài hạn chiếm trên 85% tổng tài sản, chủ yếu là các khoản tài sản cố định và đầu tư dài hạn

- **Tài sản cố định chủ yếu là các công trình nhà máy điện hạch toán phụ thuộc** với quy mô lớn nhất là các dự án nhiệt điện dầu
- **Đầu tư dài hạn tương đương khoảng 23% tổng tài sản,** trong đó các khoản đầu tư lớn nhất là HND (2.550 tỷ - 51%), PPC (1.664 tỷ - 51%) và thủy điện Trung Sơn (925 tỷ -100%). Các khoản đầu tư dài hạn vào các đơn vị lớn, hoạt động hiệu quả trong ngành đem lại cho công ty nguồn cổ tức và lợi nhuận hàng năm khoảng 1.000 tỷ (năm 2019 là 1.167 tỷ đồng, bù đắp lại lỗ tỷ hoạt động kinh doanh).

Cơ cấu nguồn vốn: Các khoản nợ phải trả chiếm trên 60% cơ cấu nguồn huy động, trong đó nợ vay đóng góp gần 90%, còn lại phần lớn là khoản phải trả khác (chủ yếu là lợi nhuận phân phối phải trả EVN). Dư nợ vay của EVNGENCO 2 tính đến 31/12/2019 là 16.553 tỷ đồng có thời gian đáo hạn tương đối dài, giảm bớt áp lực trả nợ vay hàng năm.

Bảng: Phân tích một số chỉ số tài chính Công ty mẹ

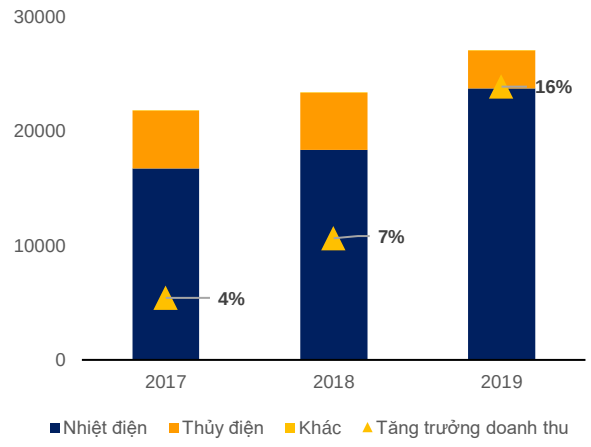
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018	2019	Bình luận
1. Khả năng thanh toán						
KNTT NH	0,77	1,09	0,93	1,32	1,13	Khả năng thanh toán ngắn hạn được đảm bảo do nợ ngắn hạn thấp.
KNTT nhanh	0,60	0,86	0,82	1,06	1,00	
2. Cơ cấu vốn						
TSNH/ TTS	0,09	0,10	0,10	0,12	0,15	Tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng TS, chủ yếu là các nhà máy điện.
TSDH/ TTS	0,91	0,90	0,90	0,88	0,85	
Nợ/ TTS	0,67	0,66	0,64	0,61	0,62	Nợ vay chủ yếu là vay dài hạn để đầu tư các NM điện trong thời gian trước, giảm dần theo lịch trả nợ
Nợ/ VCSH	2,03	1,91	1,78	1,57	1,66	
Nợ NH/ TTS	0,12	0,09	0,10	0,09	0,13	
3. Năng lực hoạt động						
Vquay HTK	4,13	5,51	4,08	4,58	9,79	
Vquay Pthu	5,38	6,48	5,44	8,78	4,87	Thời gian phải thu tăng lên trong năm 2019 do tăng phải thu từ các công ty mua bán điện thuộc EVN. Bên cạnh đó, EVNGENCO 2 còn có khoản phải thu Ban QLDA điện 3 liên quan đến bàn giao DA Ô Môn 3&4 khoảng 900 tỷ đồng.
Vquay Ptrả	1,97	5,90	5,55	9,28	19,35	
Số ngày HTK	88,4	66,2	89,5	79,7	37,3	
Số ngày Pthu	67,8	56,3	67,1	41,6	74,9	
Số ngày Ptrả	185,3	61,9	65,8	39,3	18,9	
CCC	-29,1	60,6	90,8	82	93,3	
4. Khả năng sinh lời						
ROS	2,6%	2,6%	35,9%	26,0%	24,6%	Khả năng sinh lời có xu hướng cải thiện, ngoại trừ năm 2019 biên EBIT < 0 nhưng nhờ chuyển lỗ tỷ giá phát sinh tại thời điểm xác định giá trị DN sang tài khoản "Chênh lệch tỷ giá hối đoái" trên "Vốn chủ sở hữu" nên khả năng sinh lời tăng nhẹ.
ROA	0,2%	0,3%	3,4%	2,7%	4,3%	
ROE	0,6%	1,0%	9,5%	7,3%	11,2%	
Biên EBIT	17,1%	12,4%	24,7%	24,7%	-1,3%	
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)						
TTS/VCSH	3,03	2,91	2,78	2,57	2,66	
DT/TTS	0,07	0,12	0,09	0,10	0,17	
EBIT/DT	0,17	0,12	0,25	0,25	-0,01	
EBT/EBIT	0,15	0,21	1,45	1,05	-18,88	
LNST/LNTT	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	

Nguồn: FiinPro, BSC Research

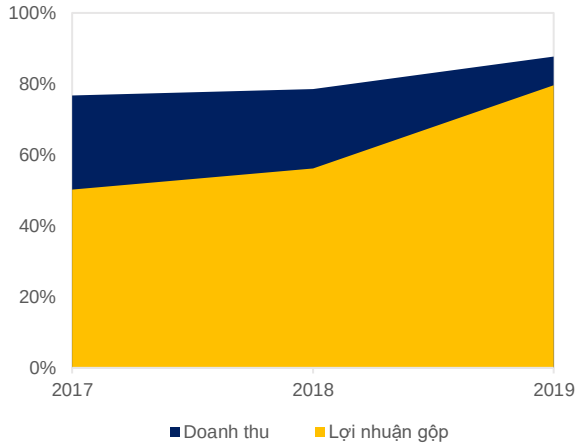
4.2. HỢP NHẤT

Doanh thu của EVNGENCO 2 tăng trưởng tốt trong những năm El Nino hoạt động mạnh do nhiệt điện than được huy động nhiều hơn, bù đắp cho sản lượng của thủy điện. Điển hình như năm 2019, doanh thu thuần của EVNGENCO 2 +15,9% YoY nhờ sản lượng huy động của nhiệt điện (giá bán bình quân cao hơn) tăng 2,4 tỷ kWh, bù đắp cho phần suy giảm khoảng 1 tỷ kWh của thủy điện.

Hình: Doanh thu 2019 tăng mạnh nhờ tăng sản lượng huy động nhiệt điện



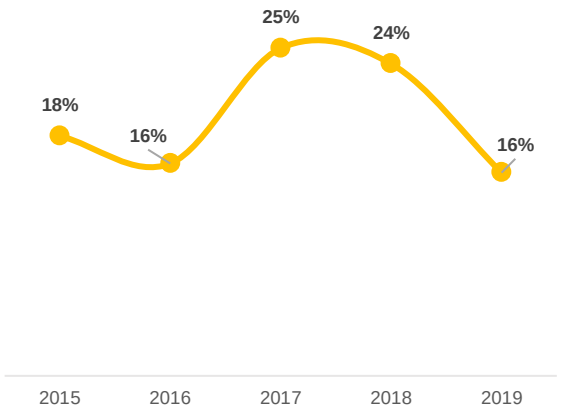
Hình: Nhiệt điện đóng góp chính vào doanh thu và lợi nhuận của EVNGENCO 2



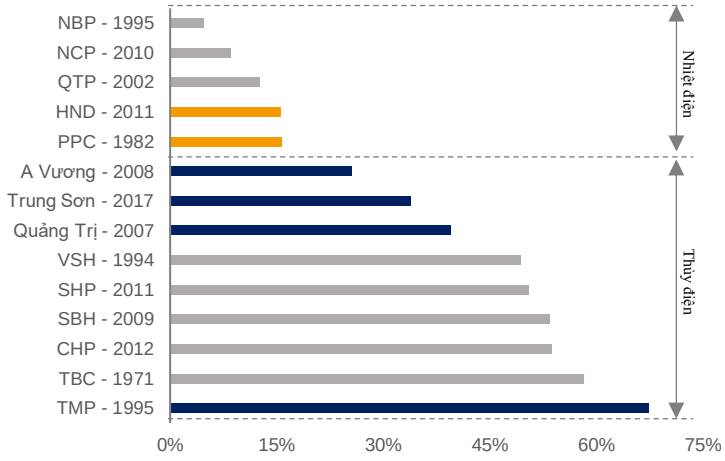
Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

Biên lợi nhuận của EVNGENCO 2 tương đối biến động theo chu kỳ El Nino. Biên lợi nhuận gộp của các công ty con của Genco 2, đặc biệt là các công ty nhiệt điện cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Năm 2019, lượng nước về các hồ thủy điện của EVNGENCO 2 thấp nên một số thủy điện mới đưa vào hoạt động như An Khê – Kanak, Sông Bung, Trung Sơn, v.v. có kết quả hoạt động giảm mạnh.

Hình: Năm 2017 đỉnh của El Nino chứng kiến biên lợi nhuận tăng mạnh



Hình: Biên lợi nhuận của một số nhà máy điện năm 2019

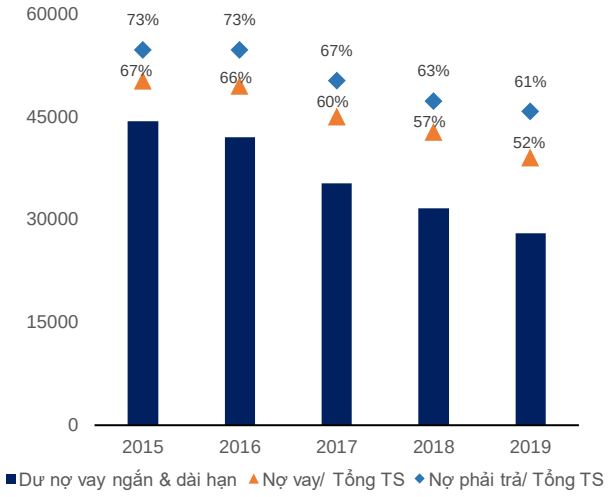


Nguồn: EVNGENCO 2, FiinPro, BSC Research

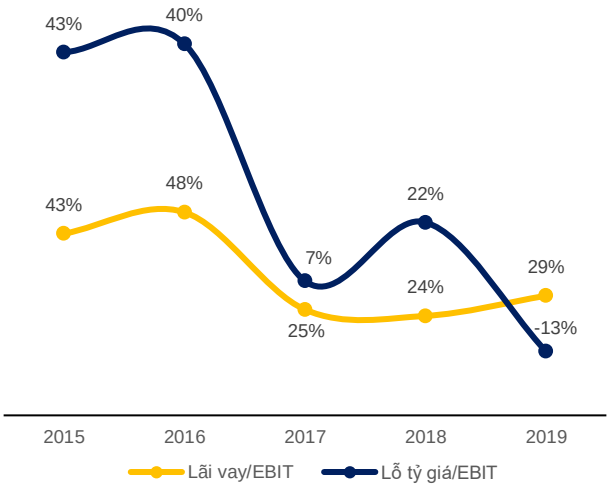
Chi phí tài chính (lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá) chiếm tỷ trọng đáng kể:

Chi phí lãi vay bình quân hàng năm chiếm khoảng 25-30% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh do dư nợ vay dài hạn lớn từ hoạt động đầu tư mở rộng công suất trong thời gian trước. Tỷ lệ nợ vay khoảng 50% tổng tài sản và có xu hướng giảm dần theo lịch trả nợ của doanh nghiệp. Thời gian đáo hạn bình quân của các khoản vay tương đối dài, các khoản vay đáo hạn trong vòng 5 năm tới chỉ chiếm khoảng 30% dự nợ, do đó áp lực trả nợ gốc hàng năm của EVNGENCO 2 không quá lớn. Lãi suất vay bình quân của EVNGENCO 2 khoảng 3-3,5% trong đó khoản vay ODA từ Ngân hàng Hợp tác quốc tế Nhật Bản chiếm 34% dư nợ vay (lãi suất <2%).

Hình: Tỷ lệ nợ vay của EVNGENCO 2 giảm dần theo lịch trả nợ



Hình: Chi phí tài chính chiếm 40% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của EVNGENCO 2



Nguồn: EVNGENCO 2, FiinPro, BSC Research

Nợ vay ngoại tệ chiếm gần 98% dư nợ vay dài hạn tại 31/12/2019 (USD: 58,3% và JPY: 39,5%), do đó biến động tỷ giá VND/USD và VND/JPY ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của EVNGENCO 2. Năm 2019, lỗ chênh lệch tỷ giá của EVNGENCO 2 khoảng 244 tỷ trong đó lỗ tỷ giá thực hiện là 9.58 tỷ, lỗ tỷ giá do đánh giá lại là 188 tỷ và phân bổ chênh lệch tỷ giá liên quan đến xây dựng cơ bản là 46.5 tỷ. Công ty hiện đang hạch toán "**Chênh lệch tỷ giá phát sinh trong giai đoạn xây dựng cơ bản của các công trình điện"** nằm trong Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia theo Nghị định 10/2017/NĐ-CP ở tài khoản "Chênh lệch tỷ giá hối đoái" được phản ánh trong "Vốn chủ sở hữu", và phân bổ dần vào kết quả kinh doanh trong vòng 5 năm kể từ khi công trình đi vào hoạt động. Ngoài ra, chi phí tài chính năm 2019 giảm 759.8 tỷ do chuyển sang tài khoản "Chênh lệch tỷ giá hối đoái" thuộc "Vốn chủ sở hữu" theo Nghị định 126/2017/NĐ-CP.

Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm khoảng 10% tổng tài sản, được duy trì ổn định qua các năm, đóng góp 300-400 tỷ đồng lãi từ tiền gửi và cho vay hàng năm cho EVNGENCO 2.

Các khoản phải thu chủ yếu là với các đơn vị mua bán điện với số dư khoảng 6.530 tỷ tại 31/12/2019, không tiềm ẩn rủi ro nợ xấu.

Bảng: Phân tích một số chỉ số tài chính hợp nhất

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018	2019	Bình luận
1. Khả năng thanh toán						
KNTT NH	1,3	1,4	1,4	1,8	1,8	Khả năng thanh toán được duy trì ở mức trên 1
KNTT nhanh	1,1	1,2	1,2	1,6	1,5	
2. Cơ cấu vốn						
TSNH/ TTS	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	Tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng TS, chủ yếu là các nhà máy điện.
TSDH/ TTS	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	
Nợ/ TTS	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	
Nợ/ VCSH	2,7	2,7	2,1	1,7	1,6	
Nợ NH/ TTS	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	Nợ vay dài hạn có xu hướng giảm
Nợ DH/ TTS	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	
3. Năng lực hoạt động						
Vquay HTK	9,4	9,6	9,3	12,2	15,3	Tồn kho các nguyên liệu cho sản xuất điện luân chuyển nhanh hơn, tuy nhiên số ngày phải thu với các đơn vị bán buôn điện có xu hướng tăng nhẹ.
Vquay Pthu	5,5	5,5	5,5	5,5	4,9	
Vquay Ptrả	7,9	9,2	9,4	12,2	15,8	
Số ngày HTK	38,8	38,0	39,2	29,9	23,9	
Số ngày Pthu	66,4	66,4	66,4	66,4	74,5	
Số ngày Ptrả	46,2	39,7	38,8	29,9	23,1	
CCC	59	64,7	66,8	66,4	75,3	
4. Khả năng sinh lời						
ROS	3,6%	1,8%	12,5%	11,2%	11,6%	
ROA	1,1%	0,6%	4,4%	4,6%	5,8%	Các chỉ tiêu sinh lời của công ty từ sau năm 2017 có xu cải thiện
ROE	4,2%	2,2%	14,8%	13,1%	15,2%	
Biên EBIT	16,5%	14,0%	22,1%	21,2%	13,7%	
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)						
TTS/VCSH	3,7	3,7	3,1	2,7	2,6	
DT/TTS	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	
EBIT/DT	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	
EBT/EBIT	0,2	0,2	0,6	0,6	1,0	
LNST/LNTT	0,9	0,8	0,9	0,8	0,9	

Nguồn: FiinPro, BSC Research

5. PHÂN TÍCH SWOT

ĐIỂM MẠNH	ĐIỂM YẾU
▪ EVNGENCO 2 sở hữu nhiều công ty thủy điện và nhiệt điện trải dài khắp Việt Nam, chiếm khoảng 8,1% tổng công suất toàn ngành điện. ▪ EVNGENCO 2 có kinh nghiệm nhiều năm trong việc quản lý, điều hành bình ổn các công ty sản xuất điện lớn trong lĩnh vực nhiệt điện than (HND, PPC) và thủy điện (TMP, SBH, AVC). ▪ Trong lĩnh vực đầu tư, EVNGENCO 2 đã có kinh nghiệm quản lý các dự án sử dụng vốn vay của các tổ chức tài chính quốc tế (JICA, ADB, WB,...), đặc biệt dự án TĐ Trung Sơn là dự án thủy điện đầu tiên tại Việt Nam do WB tài trợ và được WB đánh giá là thành công. ▪ EVNGENCO 2 có tình hình tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ/ VCSH ổn định ở mức an toàn, có thể sử dụng đòn bẩy tài chính một cách linh hoạt, hiệu quả.	▪ Hiệu quả hoạt động của EVNGENCO 2 khó có những bước tăng trưởng bứt phá do đặc thù 2 mảng nhiệt điện than và thủy điện bù đắp lẫn nhau (nhiệt điện than được huy động mạnh mẽ vào những thời điểm hạn hán khi lượng nước về các nhà máy thủy điện thấp, và ngược lại).

CƠ HỘI	RỦI RO
▪ Nhu cầu điện năng duy trì tốc độ tăng trưởng bình quân 9,6%/năm, trong khi đó Việt Nam vẫn xảy ra tình trạng thiếu hụt điện, đặc biệt là ở khu vực phía Nam. ▪ Đầu tư hạ tầng lưới điện được chú trọng giúp cải thiện hiệu quả phát điện qua các năm (tỷ lệ tổn thất điện năng giảm từ 10,2% năm 2015 xuống còn 6,5% năm 2019). ▪ Mảng thủy điện sẽ là động lực tăng trưởng trong năm 2021 do tình hình thủy văn được cải thiện nhờ hiện tượng La Nina. ▪ EVNGENCO 2 tiếp tục mở rộng sang các mảng điện tái tạo (điện gió và ĐMT) và điện khí, phù hợp với xu hướng chuyển dịch cơ cấu điện năng.	▪ Nền kinh tế phục hồi chậm, gặp khó khăn do tác động của đại dịch Covid-19 làm sụt giảm sản lượng điện thương phẩm của các doanh nghiệp phát điện nói chung và của EVNGENCO 2 nói riêng. ▪ Thiếu hụt nguồn cung than trong nước ảnh hưởng đến việc vận hành và kế hoạch phát điện của các nhà máy nhiệt điện than. ▪ Tiến độ triển khai chuỗi dự án khí – điện Lô B bị chậm so với kế hoạch, ảnh hưởng đến việc cung ứng khí cho nhà máy nhiệt điện Ô Môn I sau khi hoàn tất chuyển đổi.

Nguồn: BSC Research

6. RỦI RO ĐẦU TƯ

1. **Rủi ro kinh tế:** Hơn 50% sản lượng điện toàn hệ thống được tiêu thụ bởi hoạt động Công nghiệp – Xây dựng, nên khi nền kinh tế gặp khó khăn sẽ làm sụt giảm sản lượng điện thương phẩm của các doanh nghiệp phát điện nói chung và của EVNGENCO 2 nói riêng.

2. **Rủi ro chính sách:** Các chính sách của Nhà nước, Chính phủ như: Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia, Chiến lược phát triển năng lượng tái tạo của Việt Nam… có ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

3. **Rủi ro nguyên vật liệu:** Than, lưu lượng nước và dầu khí là đầu vào quan trọng của các nhà máy điện EVNGENCO 2. Khi có sự sụt giảm về nguồn cung hoặc giá nguyên vật liệu tăng, sản lượng và giá bán điện của EVNGENCO 2 sẽ chịu tác động tiêu cực. Tuy nhiên rủi ro này của ***EVNGENCO 2 thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành*** nhờ vào cơ cấu nguồn điện đa dạng.

4. **Rủi ro tỷ giá:** EVNGENCO 2 hiện có khoản dư nợ ngoại tệ trị giá ***16.261 tỷ VND*** (chủ yếu là JPY và USD). Vì vậy khi tỷ giá hối đoái tăng, EVNGENCO 2 sẽ phải chịu khoản lỗ chênh lệch tỷ giá đáng kể, tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh.

5. **Rủi ro khác:** Các sự kiện bất khả kháng như thiên tai, dịch bệnh, chiến tranh, v.v. cũng là những rủi ro có thể xảy ra với bất cứ doanh nghiệp nào – kể cả EVNGENCO 2, gây thiệt hại đến tài sản cũng như hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

7. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2021-2025

Chúng tôi dự báo doanh thu Công ty mẹ theo từng nhà máy điện của công ty, và được phân loại thành 3 nhóm (1) Mảng nhiệt điện dầu, (2) Mảng thủy điện và (3) Mảng NLTT. Về sản lượng, BSC dự báo sản lượng điện được huy động của Công ty mẹ đạt mức 2.973 triệu kWh vào năm 2021 và tăng lên mức 5.966 triệu kWh năm 2025, tương ứng với mức tăng trung bình ở mức 19,4%/năm.

7.1. DOANH THU

Doanh thu bán điện của Công ty mẹ trong GĐ 2021-2025 được dự báo có mức tăng trưởng mạnh mẽ, từ mức **7.526 tỷ VNĐ năm 2021 lên mức 14.039 tỷ VNĐ vào năm 2025, tương đương với CAGR = 17%/năm trong GĐ 2021-2025.** Trong đó:

- **Mảng nhiệt điện dầu/khí (Nhà máy Cần Thơ – Ô Môn)**

  Doanh thu nhà máy Cần Thơ – Ô Môn được dự báo đạt 5.277 tỷ VNĐ vào năm 2021 (+83% yoy) và đạt 11.754 tỷ VNĐ vào năm 2025, tương đương CAGR = 22,2%/năm. Tăng trưởng nhanh về doanh thu trong giai đoạn này đến từ việc chuyển sang chạy khí từ năm 2022, giúp tăng sản lượng điện từ mức 1.014 triệu kWh năm 2021 lên mức 3.862 triệu kWh năm 2025.

- **Mảng thủy điện**

  Doanh thu mảng thủy điện (bao gồm các nhà máy Quảng Trị, An Khê – Kanak và Sông Bung) được dự báo dao động quanh 1.969-1.981 tỷ VNĐ trong giai đoạn 2021-2025, trong đó (1) La Nina diễn ra trong thời gian tới giúp cho sản lượng mảng thủy điện ổn định ở mức 1.786 triệu kWh trong giai đoạn 2021-2025 và (2) đơn giá bán điện ổn định nhờ thủy điện được A0 ưu tiên huy động hơn các nguồn phát khác.

- **Mảng năng lượng tái tạo**

  Doanh thu mảng NLTT (Dự án Công Hải 1 – GĐ 2 và Hướng Phùng 1) năm 2021 và 2025 được dự báo lần lượt đạt mức 280 tỷ VNĐ và đạt mức 303 tỷ VNĐ, tương ứng với CAGR = 2,0%/năm do sản lượng được EVN đảm bảo huy động, giúp tăng thêm 150 triệu kWh/năm cho Công ty mẹ. Giá bán điện được hưởng là giá bán điện ưu đãi (8,5 US cents/kWh) dành cho các dự án hoạt động trước 1/11/2021.

7.1. CHI PHÍ

Giá vốn hàng bán năm 2021 được dự báo đạt 7.294 tỷ đồng, tương ứng với mức biên LNG 3,1%. Trong giai đoạn 2021-2025, biên LNG có sự cải thiện rõ rệt do tài sản cố định tại các nhà máy dần hết khấu hao. BSC dự báo biên LNG sẽ được cải thiện lên mức 6,3% năm 2025, tương ứng giá vốn hàng bán năm 2025 là 13.154 tỷ đồng.

- **Chi phí nhiên liệu**

  Chi phí nhiên liệu được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh sau cổ phần hóa, đặc biệt kể từ năm 2022 khi EVNGENCO 2 thực hiện chuyển đổi nhiên liệu sử dụng từ dầu sang khí tại nhà máy Ô Môn 1, dẫn đến sản lượng điện khí tăng, qua đó tăng chi phí nhiên liệu. BSC ước tính chi phí nhiên liệu năm 2021 đạt 3.927 tỷ VNĐ (-6,3% yoy), sau đó tăng mạnh lên mức 8.610 tỷ VNĐ (+119% yoy) năm 2022.

- **Chi phí khấu hao**

  Chi phí khấu hao được dự báo sẽ giảm dần trong GĐ 2021-2025 do tài sản tại các nhà máy thủy điện dần hết khấu hao, đặc biệt là nhà máy thủy điện An Khê – Kanak (GĐ 2021-2023: trung bình mỗi năm chi phí khấu hao giảm 60 tỷ VNĐ). Theo ước tính của BSC, chi phí khấu hao năm 2021 được dự báo ở mức 1.801 tỷ VNĐ (-3,6% yoy) và sẽ đạt mức 1.302 tỷ VNĐ năm 2025, tương ứng với CAGR = -7,8%/năm.

- **Chi phí nhân công**

  Chi phí nhân công được dự báo sẽ tăng trưởng đều ở ngưỡng 6,8%/năm cùng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu và đầu tư tại các nhà máy điện của EVNGENCO 2. BSC ước tính chi phí nhân công 2021 đạt 275 tỷ VNĐ (+6,9% yoy).

7.2. DOANH THU & CHI PHÍ TÀI CHÍNH

- **Doanh thu tài chính**

  Doanh thu tài chính được dự báo duy trì đều đặn ở mức 1.038 tỷ VNĐ trong giai đoạn 2021-2025, trong đó:

  - Lãi tiền gửi được dự báo đạt mức 50 tỷ VNĐ, chủ yếu đến từ các khoản tiền gửi ngân hàng kì hạn dưới 1 năm, có lãi suất ổn định.
  - Doanh thu từ cổ tức được chia dự báo đạt 988,4 tỷ VNĐ do các công ty góp vốn đều có hoạt động ổn định.

- **Chi phí tài chính**

  Với tốc độ trả gốc vay nhanh trong GĐ 2021-2025, BSC ước tính chi phí lãi vay sẽ giảm mạnh trong giai đoạn này. Theo ước tính, chi phí lãi vay sẽ giảm khoảng 100 tỷ VNĐ, từ mức 387 tỷ VNĐ năm 2021 xuống mức 282 tỷ VNĐ năm 2025. Ngoài ra, chênh lệch tỷ giá phát sinh từ dư nợ vay bằng JPY và USD sẽ có xu hướng giảm tương ứng cùng kỳ.

Bảng *: Dự phóng KQKD của Công ty mẹ EVNGENCO 2 2021-2025

Đơn vị: tỷ đồng	2019	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Sản lượng (triệu kWh)	**1.849**	**2.164**	**2.988**	**5.422**	**5.917**	**5.917**	**5.917**
Cần Thơ - Ô Môn	1.017	568	1.039	3.465	3.960	3.960	3.960
Quảng Trị	236	291	238	246	246	246	246
An Khê - Kanak	205	469	571	571	571	571	571
Sông Bung	391	837	993	993	993	993	993
Hướng Phùng 1	-	-	81	81	81	81	81
Công Hải 1 - GĐ2	-	-	66	66	66	66	66
Doanh thu thuần	**5.331**	**4.784**	**7.526**	**12.381**	**13.901**	**14.067**	**14.039**
Cần Thơ - Ô Môn	4.281	2.884	5.277	10.117	11.630	11.789	11.754
Quảng Trị	277	257	230	230	230	230	230
An Khê - Kanak	273	527	627	626	630	628	630
Sông Bung	488	1.074	1.077	1.078	1.079	1.080	1.081
Hướng Phùng 1	-	-	158	161	164	168	171
Công Hải 1 - GĐ2	-	-	122	125	127	130	132
Giá vốn hàng bán	(5.261)	(4.066)	(7.294)	(11.865)	(13.248)	(13.313)	(13.154)
Lợi nhuận gộp	**69**	**717**	**233**	**516**	**653**	**754**	**885**
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(139)	(125)	(196)	(323)	(362)	(366)	(366)
LN từ hoạt động kinh doanh	**(63)**	**487**	**945**	**1.072**	**1.176**	**1.273**	**1.412**
Doanh thu tài chính	84	728	1.038	1.038	1.038	1.032	1.032
Chi phí tài chính	(77)	(833)	(130)	(160)	(153)	(147)	(139)
Trong đó: CP lãi vay	(437)	(342)	(388)	(393)	(353)	(314)	(282)
Lãi/(lỗ) khác	1.373	1	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	**1.311**	**488**	**945**	**1.072**	**1.176**	**1.273**	**1.412**
Thuế TNDN	(0)	(0)	-	(17)	(37)	(58)	(86)
Lợi nhuận sau thuế	**1.311**	**488**	**945**	**1.055**	**1.138**	**1.215**	**1.326**
EPS cơ bản (đồng)	**1.050**	**391**	**757**	**845**	**885**	**944**	**981**

Nguồn: EVNGENCO 2, BSC Research

8. ĐỊNH GIÁ

BSC sử dụng phương pháp định giá từng phần để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu EVNGENCO 2 cho năm 2021 là 25.500 VNĐ/cp, Upside 4,0% so với giá chào bán 24.520 VNĐ/cp. Chúng tôi thực hiện định giá từng phần đối với các nhà máy của Công ty mẹ và đánh giá lại giá trị danh mục các công ty con của EVNGENCO 2 bằng 2 phương pháp: (1) phương pháp FCFF và (2) phương pháp so sánh EV/EBITDA.

Mảng thủy điện

Đối với danh mục thủy điện, sau khi loại trừ các doanh nghiệp do EVNGENCO 2 đang nắm giữ và so sánh các DN cùng ngành trên sàn, chúng tôi đánh giá hệ số EV/EBITDA mục tiêu cho nhóm thủy điện của EVNGENCO 2 là hệ số EV/EBITDA trung bình của các DN được so sánh ở mức 9,0x.

Bảng: Các doanh nghiệp so sánh mảng thủy điện

Công ty	Mã CP	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
CTCP Sông Ba	SBA	950	13,2x	1,1x	8,8x
CTCP Thủy điện Sê San 4A	S4A	1.205	14,0x	2,5x	11,0x
CTCP Thủy điện Miền Nam	SHP	2.127	26,3x	2,0x	8,3x
CTCP Thủy điện – Điện lực 3	DRL	516	10,4x	4,0x	7,7x
CTCP Thủy điện Đa Nhim – Hàm Thuận – Đa Mi	DNH	12.038	11,5x	2,0x	8,4x
CTCP Thủy điện Hủa Na	HNA	3.223	45,2x	1,2x	9,2x
Trung bình					**9,0x**

Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Mảng nhiệt điện dầu

Đối với nhiệt điện dầu Cần Thơ – Ô Môn, chúng tôi sử dụng tham chiếu từ nhóm các doanh nghiệp nhiệt điện của các quốc gia đang phát triển hoạt động trong khu vực Châu Á do không đủ số lượng DN chạy nhiệt điện dầu làm tham chiếu cho EVNGENCO 2 trong mảng này. **EV/EBITDA mục tiêu đối với mảng nhiệt điện dầu của EVNGENCO 2 là hệ số trung bình của các DN được so sánh cùng ngành ở mức 6,0x.**

Bảng: Các doanh nghiệp so sánh mảng nhiệt điện dầu

Công ty	Mã CP	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
KOT ADDU POWER COMPANY LTD	KAPCO PA Equity	212,91	1,4x	0,3x	3,9x
HUB POWER COMPANY	HUBC PA Equity	683,94	4,0x	1,2x	5,5x
PETROVIETNAM NHON TRACH 2 PO	NT2 VN Equity	312,00	11,9x	1,7x	5,4x
JSW ENERGY LTD	JSW IN Equity	1.685,83	10,7x	1,0x	4,8x
FIRST PHILIPPINE HLDGS	FPH PM Equity	860,49	4,0x	0,3x	5,0x
YTL POWER INTERNATIONAL BHD	YTLP MK Equity	1.405,58	73,4x	0,4x	11,3x
Trung bình					**6,0x**

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Bảng: Tổng hợp định giá cổ phiếu EVNGENCO 2

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị cơ bản	Hệ số mục tiêu	Giá trị hợp lý	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về EVNGENCO 2
Công ty mẹ						
Thủy điện Sông Bung	EV/EBITDA	776	9,0x	6.982	100%	6.982
Thủy điện An Khê – Kanak	EV/EBITDA	421	9,0x	3.785	100%	3.785
Thủy điện Quảng Trị	EV/EBITDA	121	9,0x	1.087	100%	1.087
Nhiệt điện Cần Thơ – Ô Môn	EV/EBITDA	870	6,0x	5.219	100%	5.219
Điện gió Hướng Phùng 1	DCF			471	100%	471
Điện gió Công Hải 1 – GĐ2	DCF			717	100%	717
Giá trị doanh nghiệp						**17.918**
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	Tỷ VNĐ					1.913
- Nợ vay	Tỷ VNĐ					12.763
Giá trị VCSH công ty mẹ	Tỷ VNĐ					**7.069**

Bảng: Tổng hợp định giá danh mục đầu tư CTCP của Công ty mẹ

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị cơ bản	Hệ số mục tiêu	Tiền & TĐT	Nợ vay	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về EVNGENCO 2
Các công ty con								
Thủy điện Trung Sơn	EV/EBITDA	670	9,0x	1.025	4.566	2.492	100%	2.492
Thủy điện Thác Mơ	EV/EBITDA	346	9,0x	1.211	94	4.230	51,92%	2.196
Thủy điện Sông Ba Hạ	EV/EBITDA	572	9,0x	1.260	0	6.408	61,78%	3.959
Thủy điện A Vương	EV/EBITDA	312	9,0x	503	71	3.243	87,45%	2.836
Nhiệt điện Phả Lại	DCF					7.451	51%	3.800
Nhiệt điện Hải Phòng	DCF					15.366	51%	7.837
Giá trị VCSH danh mục đầu tư CTCP	**Tỷ VNĐ**							**23.119**
Giá trị VCSH công ty mẹ	Tỷ VNĐ							7.069
Tổng giá trị VCSH	Tỷ VNĐ							**30.188**
Số lượng CP lưu hành	Triệu							1.187
Giá trị hợp lý của EVNGENCO 2	VNĐ/cp							**25.500**

Nguồn: BSC Research

Phụ lục 01: Dự báo cơ cấu công suất nguồn điện giai đoạn 2020-2030 kịch bản cơ sở

Hạng mục/năm	Công suất đặt (MW)			Cơ cấu công suất (%)		
	2020	2025	2030	2020	2025	2030
Tổng nhu cầu điện toàn quốc	42.080	63.471	90.651			
Tổng công suất lắp đặt nguồn điện	59.090	104.824	145.568			
Tổng công suất lắp đặt (không gió và mặt trời, tích năng)	*51.410*	*81.944*	*110.028*			
Tỷ lệ dự phòng (không gió và mặt trời, tích năng)	22,2%	29,1%	21,4%			
Trong đó:						
NĐ than	19.637	38.842	48.932	33,2%	37,1%	33,6%
NĐ khí nội + nhập đường ống từ Malaysia	7.133	10.514	10.774	12,1%	10,0%	7,4%
NĐ sử dụng khí LNG mới	0	1.500	12.750	0,0%	1,4%	8,8%
NĐ hiện có chuyển sang sử dụng LNG	0	1.883	4.213	0,0%	1,8%	2,9%
NĐ dầu	1.610	575	108	2,7%	0,5%	0,1%
Nhập khẩu	920	3.370	5.796	1,6%	3,2%	4,0%
Thủy điện lớn trên 30MW	17.766	19.116	19.211	30,1%	18,2%	13,2%
Thủy điện nhỏ	3.800	4.900	6.000	6,4%	4,7%	4,1%
Điện gió (*)	1.010	6.030	10.090	1,7%	5,8%	6,9%
Điện mặt trời (*)	6.670	14.450	20.050	11,3%	13,8%	13,8%
Điện sinh khối và NLTT khác	544	1.244	2.244	0,9%	1,2%	1,5%
Tích năng (TĐTN + pin TN)	0	2.400	5.400	0,0%	2,3%	3,7%

Nguồn: Công văn 1931/BCT-ĐL, BSC Research

Phụ lục 02: Một số chỉ tiêu chính các nhà máy điện của EVNGENCO 2

Bảng: Chỉ tiêu chính của các nhà máy điện phân theo loại hình đầu tư

Công ty	Công suất (MW)	TMĐT	Doanh thu 2019 (tỷ đồng)	Lợi nhuận trước thuế 2019 (tỷ đồng)
Công ty hạch toán phụ thuộc và TNHH 1TV trực thuộc EVNGENCO 2				
CT Nhiệt điện Cần Thơ	848	20.862	4.281	370
TNHH MTV Thủy điện Trung Sơn	260	7.775	622	134
Cty Sông Bung	256	10.696	488	(321)
Cty Thủy điện An Khê - Kanak	173	5.956	273	(233)
Cty Thủy điện Quảng Trị	64	2.097	277	110
Công ty CP trong đó EVNGENCO2 chiếm trên 50% cổ phần chi phối				
HND	1.200	25.687	11.301	1.241
PPC	1.040	13.836	8.183	1.530
SBH	220	4.692	726	348
AVC	210	3.867	302	32
TMP*	190	5.964	673	471
TỔNG	**4.461**	**101.432**	**27.126**	**4.324**

(*): Công suất của TMP bao gồm dự án điện mặt trời Thác Mơ (40MW). Nguồn: BSC Research

Phụ lục 03: Một số công ty con tiêu biểu của EVNGENCO 2

1. Công ty Cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng

Công ty Cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng (UPCOM: HND) được thành lập vào năm 2002 với tổng vốn điều lệ 5.000 tỷ đồng. Công ty hoạt động quản lý đầu tư xây dựng công trình điện, sản xuất và kinh doanh bán điện, nhằm đáp ứng nhu cầu điện cho hệ thống điện và cung cấp ổn định cho khu vực tam giác kinh tế có tốc độ tăng trưởng cao Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh. HND hiện đang vận hành hai nhà máy nhiệt điện than, với tổng công suất lắp đặt 1.200MW, đặt tại Hải Phòng. Hai nhà máy điện được đưa vào hoạt động từ năm 2011 và 2014, với tổng mức đầu tư khoảng 22 nghìn tỷ VND.

Chúng tôi cho rằng HND có tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai nhờ:

i. **HND không còn nợ vay từ năm 2023**. Phần lớn nguồn tiền được dùng để trả gốc nợ vay và cổ tức tiền mặt, kỳ vọng tỷ lệ Nợ/VCSH sẽ giảm dần về 0 vào năm 2023, từ đó lợi nhuận được cải thiện thêm khoảng **15-20%** mỗi năm.

ii. **Chi phí khấu hao giảm mạnh từ năm 2023**. Nhà máy nhiệt điện Hải Phòng 1 sẽ hết khấu hao kể từ năm 2022, từ đó biên lợi nhuận ròng HND sẽ được cải thiện từ mức **10% lên 15%** vào năm 2023.

2 . Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại

CTCP Nhiệt Điện Phả Lại (HOSE: PPC) được thành lập vào năm 1982 và cổ phần hóa vào năm 2004. Doanh nghiệp là nhà máy nhiệt điện than được đặt tại khu vực Chí Linh, Hải Dương. PPC hiện đang vận hành 02 nhà máy nhiệt điện than với tổng công suất 1.040 MW với tổng mức đầu tư gần 14.000 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của PPC khá ổn định nhờ

i. **Sản lượng điện ổn định nhờ vào vị trí gần với nguồn tiêu thụ và đầu vào.** PPC có vị trí địa lý thuận lợi nằm gần các khu công nghiệp và đô thị lớn tại miền Bắc, đảm bảo cho hiệu suất hoạt động cao. Việc được EVN bao tiêu phần lớn sản lượng đầu ra theo hợp đồng dài hạn đã ký (Phả Lại 1: giai đoạn 2020-2023 và Phả Lại 2: 2014-2031) giúp cho doanh nghiệp đảm bảo được sản lượng điện thương phẩm cũng như biến động giá nguyên liệu đầu vào.

ii. **Cơ cấu tài chính lành mạnh**. PPC đã chính thức hết nợ dài hạn vào cuối 2018 và tại thời điểm cuối năm 2019 chỉ còn một phần nợ vay ngắn hạn không đáng kể (chiếm 2% tổng tài sản). Trong khi đó, lượng tiền mặt & đầu tư ngắn hạn của PPC khá dồi dào với tổng cộng hơn 1.300 tỷ đồng cùng với khoản phải thu dài hạn hơn 175 tỷ đồng với EVNGENCO 2.

3 . Công ty cổ phần Thủy điện Thác Mơ

CTCP Thủy điện Thác Mơ (HOSE: TMP) được thành lập vào năm 1994 và cổ phần hóa vào năm 2008, với vốn điều lệ 700 tỷ đồng. Doanh nghiệp sở hữu nhà máy thủy điện được đặt tại khu vực sông Bé, tỉnh Bình Phước. TMP hiện đang vận hành 03 tổ máy thủy điện với tổng công suất 225 MW và tổng mức đầu tư gần 1.559 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của TMP sẽ tăng trưởng trở lại và ổn định trong thời gian tới nhờ:

i. **Sản lượng điện được cải thiện nhờ tình hình thủy văn thuận lợi.** Trong giai đoạn 2018-2020 là đỉnh điểm của hiện tượng El Nino, mực nước tại các hồ thủy điện đã sụt giảm mạnh, do đó sản lượng các nhà máy thủy điện đã đồng loạt giảm mạnh. Với việc hiện tượng La Nina đang có dấu hiệu quay trở lại, chúng tôi kỳ vọng các nhà máy thủy điện sẽ hoạt động tốt hơn trong năm 2021.

ii. **Cơ cấu tài chính lành mạnh**. TMP là một doanh nghiệp gần như không có nợ vay, khi tính tại thời điểm cuối năm 2019 tổng nợ vay dài hạn chỉ còn khoảng 120 tỷ, chiếm chưa tới 7% tổng tài sản. Trong khi đó, lượng tiền mặt & đầu tư ngắn hạn của TMP khá dồi dào với tổng cộng hơn 850 tỷ đồng, chiếm khoảng 50% tổng tài sản của doanh nghiệp.

4 . Công ty cổ phần Thuỷ điện A Vương

CTCP Thuỷ điện A Vương (UPCOM: AVC) được thành lập vào năm 2007 và cổ phần hóa vào năm 2018, với vốn điều lệ khoảng 750 tỷ đồng. Doanh nghiệp sở hữu nhà máy thủy điện được đặt tại khu vực sông A Vương, tỉnh Quảng Nam. AVC hiện đang vận hành 02 tổ máy thủy điện với tổng công suất 210 MW và tổng mức đầu tư trên 3.800 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của AVC sẽ tăng trưởng trở lại và ổn định trong thời gian tới nhờ:

i. **Sản lượng điện được cải thiện nhờ tình hình thủy văn thuận lợi.** Trong giai đoạn 2018-2020 là đỉnh điểm của hiện tượng El Nino, mực nước tại các hồ thủy điện đã sụt giảm mạnh, do đó sản lượng các nhà máy thủy điện đã đồng loạt giảm mạnh. Với việc hiện tượng La Nina đang có dấu hiệu quay trở lại, chúng tôi kỳ vọng các nhà máy thủy điện sẽ hoạt động tốt hơn trong năm 2021.

ii. **Cơ cấu tài chính lành mạnh**. AVC là một doanh nghiệp không có nợ vay dài hạn, và tính tại thời điểm cuối năm 2019 tổng nợ vay ngắn hạn chỉ khoảng 140 tỷ, chiếm chưa tới 10% tổng tài sản.

5 . Công ty cổ phần Thủy điện Sông Ba Hạ

CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ (HOSE: SBH) được thành lập vào năm 2007 và cổ phần hóa vào năm 2018, với vốn điều lệ 767 tỷ đồng. Doanh nghiệp sở hữu nhà máy thủy điện được đặt tại khu vực sông Ba, tỉnh Phú Yên. TMP hiện đang vận hành 02 tổ máy thủy điện với tổng công suất 220 MW và tổng mức đầu tư 4.275 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của SBH sẽ tăng trưởng trở lại và ổn định trong thời gian tới nhờ:

i. **Sản lượng điện được cải thiện nhờ tình hình thủy văn thuận lợi.** Trong giai đoạn 2018-2020 là đỉnh điểm của hiện tượng El Nino, mực nước tại các hồ thủy điện đã sụt giảm mạnh, do đó sản lượng các nhà máy thủy điện đã đồng loạt giảm mạnh. Với việc hiện tượng La Nina đang có dấu hiệu quay trở lại, chúng tôi kỳ vọng các nhà máy thủy điện sẽ hoạt động tốt hơn trong năm 2021.

ii. **Cơ cấu tài chính lành mạnh**. SBH là một doanh nghiệp gần như không có nợ vay, khi tính tại thời điểm cuối năm 2019 tổng nợ vay dài hạn chỉ còn khoảng 48 tỷ, chiếm khoảng 2% tổng tài sản. Trong khi đó, lượng tiền mặt & đầu tư ngắn hạn của SBH khá dồi dào với tổng cộng hơn 600 tỷ đồng.

Bảng : Chỉ số định giá HND và PPC

Doanh nghiệp	Vốn hóa (Tỷ đồng)	EV/EBITDA	P/E	P/B
HND	10.150	3,5	6,7	1,6
PPC	8.063	8,5	8,1	1,3
TMP	2.870	9,2	11,4	2,0
AVC	1.959	12,3	32,4	1,6
SBH	3.603	7,8	12,1	1,7

**Số liệu trailing*

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phụ lục 04: Một số doanh nghiệp tương quan với EVNGENCO 2

Doanh nghiệp	Vốn hóa (Tỷ VND)	DT 2019 (Tỷ VND)	ROA 2019 (%)	ROE 2019 (%)	P/B	P/E	EV/EBITDA	Beta 1Y
POW VN Equity	33.957	35.374	4,4	5,8	1,2	21,3	6,3	1,1
PGV VN Equity	19.687	44.117	1,1	7,9	1,7	23,0	6,4	0,4
SJVN IN Equity	32.205	8.844	10,8	14,4	0,9	6,8	4,0	0,6
JSW IN Equity	38.861	27.129	4,3	9,3	1,1	11,2	4,8	0,7
CKP TB Equity	28.409	6.270	1,2	3,9	1,6	40,8	29,3	1,0
MLK MK Equity	25.364	40.815	0,6	4,2	0,7	12,9	5,6	0,7
ACEN PM Equity	50.639	6.863	-1,8	18,5	5,3	23,0	11,6	0,9
Trung vị	**32.205**	**27.129**	**1,2**	**7,9**	**1,2**	**21,3**	**6,3**	**0,7**

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phụ lục 05: Dự báo kết quả kinh doanh Công ty mẹ trong giai đoạn 2020-2025

Bảng kết quả kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng	2019	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**5.331**	**4.784**	**7.526**	**12.381**	**13.901**	**14.067**	**14.039**
Giá vốn hàng bán	(5.261)	(4.066)	(7.294)	(11.865)	(13.248)	(13.313)	(13.154)
Lợi nhuận gộp	**69**	**717**	**233**	**516**	**653**	**754**	**885**
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(139)	(125)	(196)	(323)	(362)	(366)	(366)
LN từ hoạt động kinh doanh	**(63)**	**487**	**945**	**1.072**	**1.176**	**1.273**	**1.412**
Doanh thu tài chính	84	728	1.038	1.038	1.038	1.032	1.032
Chi phí tài chính	(77)	(833)	(130)	(160)	(153)	(147)	(139)
Lãi/(lỗ) khác	1.373	1	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	**1.311**	**488**	**945**	**1.072**	**1.176**	**1.273**	**1.412**
Thuế TNDN	(0)	(0)	-	(17)	(37)	(58)	(86)
Lợi nhuận sau thuế	**1.311**	**488**	**945**	**1.055**	**1.138**	**1.215**	**1.326**
EPS cơ bản (đồng)	**1.050**	**391**	**757**	**845**	**885**	**944**	**981**

Nguồn: BSC Research

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: tỷ đồng	2019	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	**4.580**	**3.700**	**5.698**	**6.077**	**7.740**	**8.475**	**9.524**
Tiền và tương đương tiền	694	648	1.813	1.076	2.259	2.794	3.652
Các khoản phải thu	3.245	2.390	3.225	4.341	4.770	4.934	5.085
Hàng tồn kho	418	437	402	402	414	377	369
Tài sản ngắn hạn khác	131	126	158	158	197	270	318
Tài sản dài hạn	**25.549**	**23.617**	**21.941**	**22.463**	**20.701**	**19.006**	**17.563**
Tài sản cố định	18.295	16.344	14.668	15.180	13.427	11.732	10.286
Xây dựng dở dang	203	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	7.254	7.273	7.274	7.282	7.274	7.274	7.278
TỔNG TÀI SẢN	**30.129**	**27.317**	**27.640**	**28.540**	**28.441**	**27.481**	**27.088**
Nợ phải trả	**18.788**	**14.852**	**14.872**	**15.443**	**14.633**	**13.294**	**11.878**
Phải trả ngắn hạn	338	392	702	1.143	1.276	1.282	1.267
Vay ngắn hạn	1.804	1.673	3.001	4.882	5.451	5.478	5.412
Phải trả ngắn hạn khác	1.897	2.767	1.406	824	497	333	233
Vay và thuê tài chính DH	14.749	10.019	9.762	8.593	7.407	6.200	4.964
Phải trả dài hạn khác	1	1	1	1	1	1	1
Vốn chủ sở hữu	**11.341**	**12.466**	**12.767**	**13.097**	**13.808**	**14.187**	**15.210**
TỔNG NGUỒN VỐN	**30.129**	**27.317**	**27.640**	**28.540**	**28.441**	**27.481**	**27.088**

Nguồn: BSC Research

Phụ lục 06: Nhóm chỉ tiêu tài chính cơ bản của Công ty mẹ

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Khả năng thanh toán							
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,86	0,68	0,77	1,09	0,93	1,32	1,13
Khả năng thanh toán nhanh	0,74	0,57	0,60	0,86	0,82	1,06	1,00
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,32	0,25	0,33	0,33	0,49	0,53	0,17
Khả năng thanh toán lãi vay	2,93	1,29	1,23	1,26	2,09	1,94	-0,16
2. Cơ cấu tài sản- nguồn vốn							
TSNH/Tổng TS	0,13	0,10	0,09	0,10	0,10	0,12	0,15
TSDH/ Tổng TS	0,87	0,90	0,91	0,90	0,90	0,88	0,85
Nợ/ Tổng TS	0,66	0,66	0,67	0,66	0,64	0,61	0,62
Nợ/ VCSH	1,94	1,98	2,03	1,91	1,78	1,57	1,66
Nợ NH/ Tổng TS	0,15	0,15	0,12	0,09	0,10	0,09	0,13
Nợ DH/ Tổng TS	0,51	0,52	0,55	0,57	0,54	0,52	0,49
Nợ vay/ Tổng TS	0,60	0,60	0,64	0,63	0,60	0,58	0,55
Vốn lưu động ròng (tỷ)	-593	-1,591	-919	277	-226	874	542
3. Năng lực hoạt động							
Vòng quay HTK	3,5	4,9	4,13	5,51	4,08	4,58	9,79
Vòng quay phải thu	6,2	6,6	5,38	6,48	5,44	8,78	4,87
Vòng quay phải trả	2,8	2,1	1,97	5,90	5,55	9,28	19,35
Số ngày HTK	104,3	74,5	88,4	66,2	89,5	79,7	37,3
Số ngày phải thu	58,9	55,3	67,8	56,3	67,1	41,6	74,9
Số ngày phải trả	130,4	173,8	185,3	61,9	65,8	39,3	18,9
Vòng quay tiền mặt	32,8	-44	-29,1	60,6	90,8	82	93,3
4. Khả năng sinh lời							
ROS	23,5%	30,4%	2,6%	2,6%	35,9%	26,0%	24,6%
ROA	2,7%	2,6%	0,2%	0,3%	3,4%	2,7%	4,3%
ROE	7,8%	7,6%	0,6%	1,0%	9,5%	7,3%	11,2%
Biên EBIT	48,2%	20,8%	17,1%	12,4%	24,7%	24,7%	-1,3%
5. Mô hình Dupont							
Đòn bẩy tài chính	2,9	3,0	3,0	2,9	2,8	2,6	2,7
Hiệu suất sử dụng tài sản	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Biên EBIT	0,5	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0
EBT/ EBIT	0,5	1,5	0,1	0,2	1,4	1,1	-18,9
Lãi ròng/ LNTT	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Nguồn:Fiin Pro, BSC Research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát tr+iển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận1,Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>





CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN
NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM

HỘI SỞ
Địa chỉ: Tầng 10, 11 Tháp BIDV 35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84) 24 3935 2722

CHI NHÁNH
Địa chỉ: Lầu 9, Toà nhà 146 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: (+84) 28 3821 8885
Website: www.bsc.com.vn