

Tổng Công Ty Phát Điện 2

GENCO2 (OTC: PG2)

Vững bước phát triển

Non-rated
(Cập nhật IPO)

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam
Nguyễn Hoàng Bích Ngọc, ngoc.nhb@miraesasset.com.vn

Thông tin IPO

GENCO2 thông báo bán đấu giá cổ phần lần đầu ra công chúng với thời gian dự kiến vào 8/02/2021. Số lượng cổ phần (CP) chào bán công khai đạt 580 triệu CP, tương đương 48.9% vốn điều lệ. Giá khởi điểm là 24,520 đồng/CP (Bảng 1).

Dựa trên thị giá các công ty con đã niêm yết và giá trị sổ sách công ty mẹ, chúng tôi ước tính giá trị sơ bộ đạt 18,700 đồng/CP GENCO2. Theo đó, giá khởi điểm đang thể hiện mức chênh lệch tăng 31% (Bảng 2). Chúng tôi sẽ thực hiện định giá GENCO2 khi tiếp cận thêm các thông tin chi tiết về hoạt động kinh doanh hiện tại và các dự án của công ty. Với giá khởi điểm dự kiến, GENCO2 sẽ giao dịch tại mức P/B là 1.4x, cao hơn 16% so với bình quân các doanh nghiệp điện có quy mô vốn hóa tương đồng là 1.2x (Bảng 3).

Luận điểm đầu tư

Doanh nghiệp đầu ngành với quy mô lớn. Thành lập từ T1/2013, đến nay GENCO2 vận hành 4,461 MW công suất phát điện, đóng góp 6.4% tổng công suất Việt Nam trong 2020. Hoạt động sản xuất điện được thực hiện thông qua 6 công ty con và 4 đơn vị thành viên, trong đó, loại hình nhiệt điện than chiếm 50% tổng công suất GENCO2 (HND: 27%, PPC: 23%), thủy điện đóng góp 30% tổng công suất, nhiệt điện dầu 19% và điện mặt trời 1% (Bảng 4). Tổng tài sản hợp nhất tính đến cuối Q2/2020 đạt 50,773 tỷ đồng, tập trung 67% giá trị ở tài sản cố định. Nguồn vốn tài trợ chủ yếu từ các khoản nợ dài hạn (tương đương 47% tổng nguồn vốn) và vốn chủ sở hữu (41% tổng nguồn vốn) (Biểu đồ 1).

Duy trì tăng trưởng ổn định sản lượng điện sản xuất

Tốc độ tăng trưởng sản lượng điện bình quân đạt 3.3% trong giai đoạn 2015-2019 khi GENCO2 đưa vào vận hành thương mại (COD) các nhà máy thủy điện Sông Bung 4 (T10/2014), Trung Sơn (T6/2017), Sông Bung 2 (T6/2018) và nhà máy nhiệt điện dầu Ô Môn 1 (T11/2015) (Biểu đồ 2).

Về sản lượng điện sản xuất, đóng góp lớn nhất đến từ mảng nhiệt điện than, tương đương 78% tổng sản lượng 2019 (45% từ HND, 33% từ PPC), tiếp theo là nhóm thủy điện chiếm 16% tổng sản lượng (Biểu đồ 3). Trong 2014-2019, hiệu suất hoạt động (trên công suất thiết kế tối đa) bình quân của các nhà máy nhiệt điện than ổn định quanh mức 65%, góp phần bù đắp cho biên độ giao động mạnh trong kết quả sản xuất của mảng thủy điện và nhiệt điện dầu (Biểu đồ 4, 5). Chúng tôi lưu ý nhóm nhiệt điện dầu chỉ được huy động theo nhu cầu phụ tải.

Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) hợp nhất ghi nhận mức biến động cao hơn so với tăng trưởng sản lượng. Trong đó, chi phí tài chính tác động mạnh đến kết quả kinh doanh hàng năm, bao gồm chi phí lãi vay bình quân 1,100 tỷ đồng/năm trong 2018-2019 và các khoản lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá (Biểu đồ 6, 8, 9). GENCO2 công bố LNTT sơ bộ hợp nhất 2020 đạt 3,931 tỷ đồng (+10% cùng kỳ - CK, 2019: +16% CK).

LNTT công ty mẹ đặt mục tiêu tăng trưởng bình quân 11% trong 2021-2025

Kế hoạch tăng trưởng này đến từ khả năng đưa vào hoạt động các dự án điện gió Hướng Phùng 1 (30 MW), Công Hải 1 (giai đoạn 2 - 25 MW) và dự án chuyển đổi nhiên liệu từ HFO sang khí Lò B Ô Môn của nhà máy Ô Môn 1 trong 2022. Bên cạnh đó, GENCO2 đang trình bổ sung các dự án với tổng công suất 1,960 MW vào Quy hoạch điện VIII (Biểu đồ 7, Bảng 5). LNTT công ty mẹ tương đương khoảng 35% kết quả hợp nhất trong 2018-2020.

Danh mục đầu tư công ty con niêm yết hiệu quả

GENCO2 đang sở hữu 5 công ty con niêm yết, đóng góp 78% doanh thu hợp nhất 2019 (Biểu đồ 10). Ghi nhận theo báo cáo tài chính công ty mẹ, nhóm công ty con niêm yết đem lại dòng tiền cổ tức hàng năm với tỷ suất 7-9%. ROE các công ty con đạt 16-26% (ngoại trừ AVC), cao hơn chỉ số hợp nhất 9% trong 2019 (Biểu đồ 12, 13).

Gánh nặng khấu hao dự kiến giảm dần trong các năm tiếp theo. Tính đến cuối Q2/2020, khấu hao lũy kế đạt 60% nguyên giá tài sản cố định hữu hình (TSCĐHH) hợp nhất (Biểu đồ 15). Giá trị TSCĐHH đạt 33,724 tỷ đồng, 51% thuộc công ty mẹ, 23% thuộc HND và 17% thuộc nhà máy Trung Sơn (Biểu đồ 14). Chúng tôi dự phóng HND sẽ giảm mạnh chi phí khấu hao 750 tỷ đồng trong 2023 và 310 tỷ đồng trong 2024, góp phần cải thiện hiệu suất sinh lời của HND cũng như GENCO2. Trong 2018-2019, GENCO2 ghi nhận chi phí khấu hao hợp nhất 4,300 tỷ đồng/năm, tương đương 52% EBITDA.

Cơ cấu nguồn vốn cải thiện. Giai đoạn 2015-2020, các công ty con như PPC, AVC giảm đáng kể các khoản vay dài hạn. Theo đó, chỉ số nợ/tài sản hợp nhất giảm từ 73% trong 2015 về 59% trong Q2/2020.

Ban lãnh đạo nhiều kinh nghiệm trong ngành. Hội đồng thành viên và ban giám đốc hiện tại bao gồm 6 thành viên với kinh nghiệm trong ngành điện và tại công ty hơn 20 năm. Chúng tôi đánh giá đây là một trong những lợi thế của GENCO2 khi hoạt động trong ngành chịu sự điều tiết và quản lý chặt chẽ.

Rủi ro

Tỷ lệ huy động nhiệt điện than có khả năng giảm trong các năm tới. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam bước vào chu kỳ 2 năm giảm lợi về thủy văn từ mùa mưa Q3/2020. Bên cạnh đó, công suất gia tăng từ mảng năng lượng tái tạo có thể tạo rủi ro giảm nhu cầu huy động từ loại hình nhiệt điện than.

Triển vọng chưa rõ ràng từ các dự án đang triển khai. (1) Hai dự án điện gió của GENCO2 dự kiến vận hành vào năm 2022, khi cơ chế giá cố định hiện tại đã hết hiệu lực. Khả năng áp dụng mức giá mới thấp hơn hoặc chuyển sang cơ chế đấu giá điện có thể tác động tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận của dự án. (2) Dự án chuyển đổi nhiên liệu của nhà máy Ô Môn 1 gặp khó khăn từ khâu thương lượng khí dự án mỏ khí Lò B Ô Môn đang chậm tiến độ.

Rủi ro tỷ giá. Theo GENCO2, dư nợ vay ngoại tệ chiếm 98% tổng các khoản vay dài hạn theo số liệu hợp nhất tính đến 31/12/2019 (58% USD, 40% JPY). Vì vậy, các biến động tỷ giá có thể tác động đáng kể đến kết quả lợi nhuận hàng năm.

Rủi ro thay đổi giá bán theo Hợp đồng mua bán điện (PPA) khi (1) PPA hiện tại của nhà máy Phả Lại 2 kết thúc vào 2021 và (2) giá cố định của nhà máy Hải Phòng 2 điều chỉnh giảm sau khi hết thời gian "chạy profile".

Các nghĩa vụ khác. Ngày 26/11/2020, Bộ Tài Chính đã có Công văn số 14486/BTC-QLCS thống nhất điều chỉnh diện tích đất nhà máy Ô Môn 1 từ 477,488 m² còn 312,000 m².

Bảng 1. Thông tin IPO GENCO2

| | | |
|-----------------------------------|------------|------------|
| Số lượng CP chào bán | Triệu CP | 580 |
| Vốn điều lệ | VND tỷ | 11,866 |
| Giá khởi điểm | VND/CP | 24,520 |
| Tổ chức đấu giá | | HOSE |
| Cơ cấu sở hữu dự kiến | | |
| CP nhà nước | | 51% |
| ESOP | | 0% |
| IPO | | 49% |
| Thời gian thực hiện | Từ | Đến |
| Phát đơn, nộp đơn và tiền đặt cọc | 11/01/2021 | 29/01/2021 |
| Đấu giá | 8/02/2021 | |
| Thanh toán tiền mua CP | 9/02/2021 | 18/02/2021 |

Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 2. Giá trị ước tính sơ bộ của GENCO2

| | CP sở hữu của GENCO2 | Thị giá 26/01/2021 | Giá trị |
|----------------------------|--|---------------------------|----------------|
| | (Số lượng CP) | (VND/CP) | (VND tỷ) |
| PPC | 166,454,626 | 28,150 | 4,686 |
| HND | 255,000,000 | 21,000 | 5,355 |
| TMP | 36,341,500 | 40,400 | 1,468 |
| SBH | 76,740,931 | 28,200 | 2,164 |
| AVC | 65,630,261 | 27,000 | 1,772 |
| Trung Sơn | Vốn đối ứng của EVN trong dự án | | 1,884 |
| Công ty mẹ | Giá trị sổ sách trừ Giá trị đầu tư vào công ty con Q3/2020 | | 4,879 |
| Tổng | | | 22,208 |
| Số lượng CP | | | 1,186,644,367 |
| Giá trị/CP (VND) | | | 18,715 |
| Giá khởi điểm (VND) | | | 24,520 |
| Chênh lệch tăng | | | 31% |

Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 3. Các chỉ số so sánh

| CP | Vốn hóa | Thị giá | EPS | BVPS | P/E | P/B | EV/EBITDA |
|-----------|----------------|----------------|------------|-------------|------------|------------|------------------|
| | (VND tỷ) | (VND/CP) | (VND) | (VND) | (x) | (x) | (x) |
| POW | 31,381 | 13,500 | 962 | 13,451 | 14 | 1.0 | 7 |
| PGV | 19,580 | 18,100 | 1,585 | 12,708 | 11 | 1.4 | 10 |
| GENCO2 | 29,097 | 24,520 | 1,566 | 17,338 | 16 | 1.4 | 8 |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 4. Các công ty thuộc GENCO2

| Công ty | Mã CP | GENCO2 sở hữu (%) | Nhà máy | Loại hình | Khu vực | Công suất (MW) | Tỷ trọng (%) | Vốn đầu tư (VND tỷ) | Suất đầu tư (VND tỷ/MW) | Số tổ máy | COD | |
|--------------------------------------|---------------------------|-------------------|-------------|-------------------|-----------------|----------------|--------------|---------------------|-------------------------|-----------|--|--|
| Công ty Nhiệt điện Cần Thơ | Công ty thành viên (CTTV) | 100% | Cần Thơ | Nhiệt điện dầu | Nam | 188 | 4% | 3,874 | 21 | 5 | 1976 (tổ máy 1) | |
| | | | Ô Môn 1 | Nhiệt điện dầu | Nam | 660 | 15% | 16,988 | 26 | 2 | T11/2015 (Tổ máy 2) | |
| Công ty Thủy điện Quảng Trị | CTTV | 100% | Quảng Trị | Thủy điện | Trung | 64 | 1% | 2,097 | 33 | 2 | T11/2017 (Tổ máy 1) T12/2017 (Tổ máy 2) | |
| Công ty Thủy điện An Khê – Kanak | CTTV | 100% | An Khê | Thủy điện | Trung | 160 | 4% | 5,956 | 34 | 2 | | |
| | | | Kanak | Thủy điện | Trung | 13 | 0% | | | 2 | | |
| Công ty Thủy điện Sông Bung | CTTV | 100% | Sông Bung 2 | Thủy điện | Trung | 100 | 2% | 5,239 | 52 | 2 | T6/2018 | |
| | | | Sông Bung 4 | Thủy điện | Trung | 156 | 3% | 5,457 | 35 | 2 | T10/2014 | |
| Công ty TNHH MTV Thủy điện Trung Sơn | Công ty con | 100% | Trung Sơn | Thủy điện | Bắc | 260 | 6% | 7,775 | 30 | 4 | T6/2017 | |
| CTCP Thủy điện A Vương | Công ty con | AVC | 87% | A Vương | Thủy điện | Trung | 210 | 5% | 3,867 | 18 | 2 | T10/2008 (Tổ máy 1) T12/2008 (Tổ máy 2) |
| CTCP Thủy điện Thác Mơ | Công ty con | TMP | 52% | Thủy điện Thác Mơ | Thủy điện | Nam | 150 | 3% | 5,964 | 40 | | T4/1995 |
| | | | | ĐMT Thác Mơ | Điện mặt trời | Nam | 40 | 1% | 862 | 22 | | T12/2020 |
| CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ | Công ty con | SBH | 62% | Sông Ba Hạ | Thủy điện | Trung | 220 | 5% | 4,692 | 21 | 2 | T6/2009 |
| CTCP Nhiệt điện Hải Phòng | Công ty con | HND | 51% | Hải Phòng 1 | Nhiệt điện than | Bắc | 600 | 13% | 12,648 | 21 | 2 | 2011 |
| | | | | Hải Phòng 2 | Nhiệt điện than | Bắc | 600 | 13% | 13,039 | 22 | 2 | T1/2014 |
| CTCP Nhiệt điện Phả Lại | Công ty con | PPC | 51% | Phả Lại 1 | Nhiệt điện than | Bắc | 440 | 10% | 13,826 | 13 | 4 | 1986 |
| | | | | Phả Lại 2 | Nhiệt điện than | Bắc | 600 | 13% | | - | 2 | T12/2002 (Tổ máy 5) T3/2003 (Tổ máy 6) |
| Tổng | | | | | | 4,461 | | | | | | |

Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 5. Các dự án của GENCO2

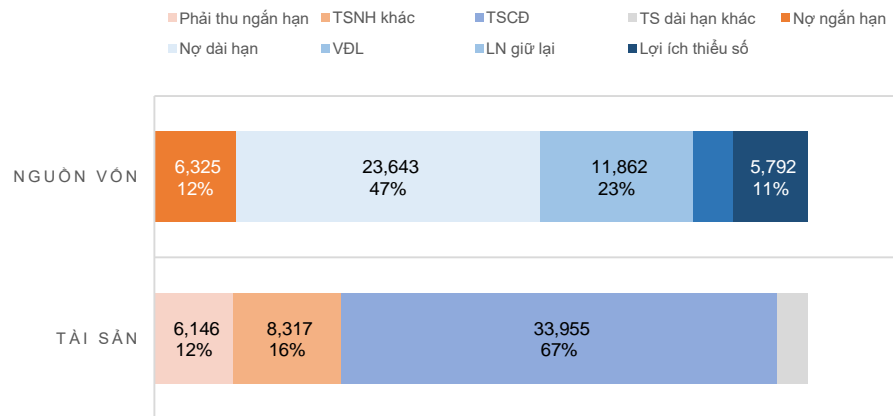
| Dự án | Loại hình | Công suất (MW) | Vốn đầu tư (VND tỷ) | Vận hành | Tiến độ |
|---------------------------------|-----------|----------------|---------------------|----------|--|
| Đã được phê duyệt đầu tư | | 55 | 2,868 | | |
| Hướng Phùng 1 | Điện gió | 30 | 1,256 | 2022 | Đã phát hành Hồ sơ mời thầu (HSMT) gói thầu EPC nhà máy chính vào T10/2020 |

Bảng 5. Các dự án của GENCO2

| Dự án | Loại hình | Công suất (MW) | Vốn đầu tư (VND tỷ) | Vận hành | Tiến độ |
|--|-----------------|----------------|---------------------|-------------------------------------|---|
| Công Hải 1 - GD2 | Điện gió | 25 | 1,079 | 2022 | Đã phát hành HSMT gói thầu EPC nhà máy chính vào T10/2020 |
| Chuyển đổi nhiên liệu HFO sang khí ở nhà máy Ô Môn 1 | Nhiệt điện khí | | 533 | Đồng bộ với dự án mở khí Lô B Ô Môn | Phát hành HSMT gói thầu tư vấn thẩm tra Báo cáo nghiên cứu khả thi vào T11/2020 |
| Đang trình bổ sung Quy hoạch | | 1,960 | 57,047 | | |
| Ô Môn V | Nhiệt điện khí | 1,050 | 30,315 | 2027 | EVN đang xem xét |
| An Khê | ĐMT nổi | 20 | 490 | 2022 | Các cơ quan chức năng tại địa phương đang xem xét |
| Kanak | ĐMT nổi | 80 | 1,984 | 2022 | Các cơ quan chức năng tại địa phương đang xem xét |
| Quảng Trị | ĐMT nổi | 120 | 2,982 | 2022 | Các cơ quan chức năng tại địa phương đang xem xét |
| ĐMT Quảng Trị | ĐMT mặt đất | 30 | 567 | 2023 | |
| Phả Lại 3 | Nhiệt điện than | 660 | 20,709 | 2026 | EVN đang xem xét |

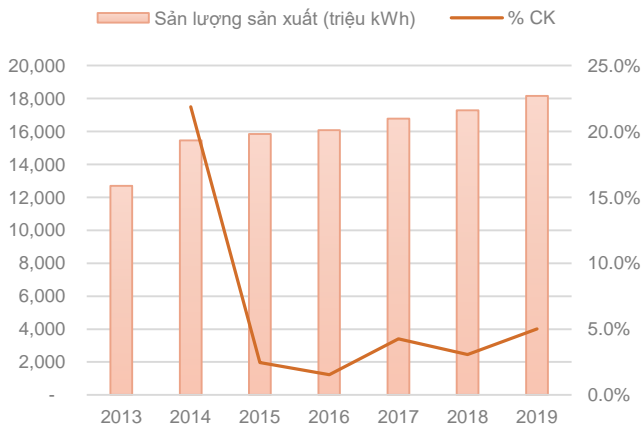
Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 1. Cơ cấu cân đối kế toán hợp nhất của GENCO2 Q2/2020 (VND tỷ)

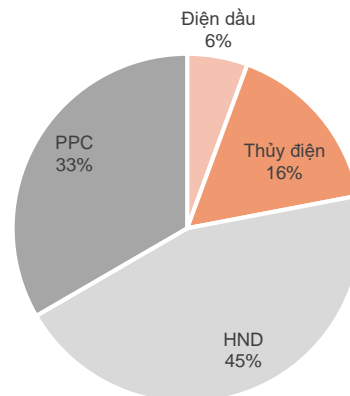


Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 2. Sản lượng sản xuất GENCO2 FY14-FY19

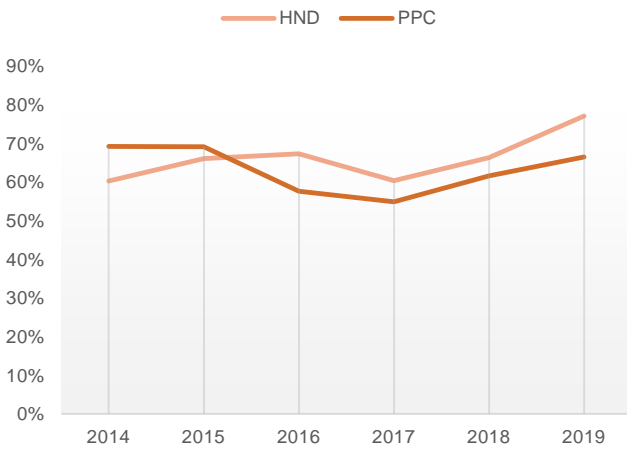


Biểu đồ 3. Cơ cấu sản lượng GENCO2 2019

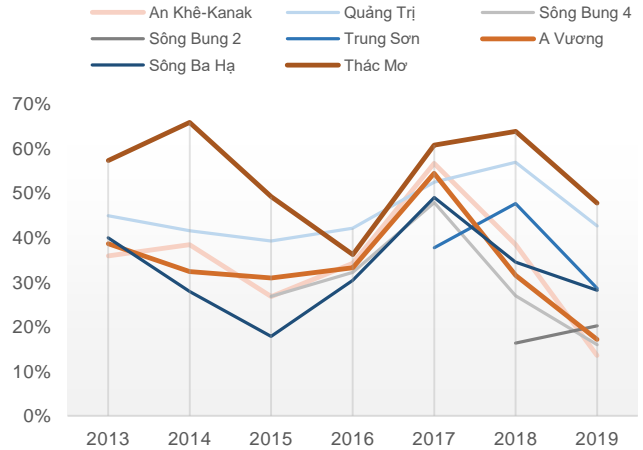


Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 4. Hiệu suất hoạt động các nhà máy nhiệt điện than

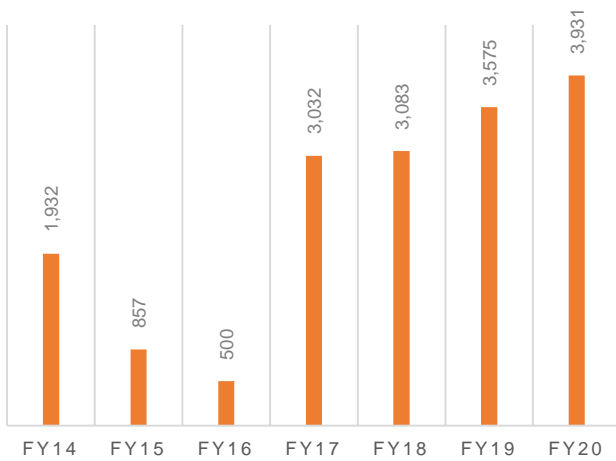


Biểu đồ 5. Hiệu suất hoạt động nhóm thủy điện

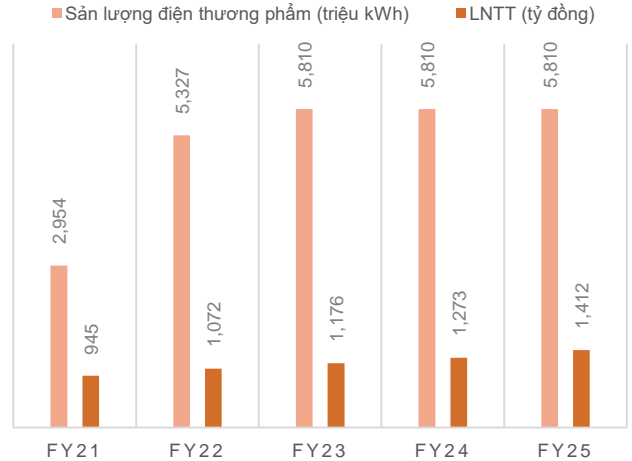


Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 6. LNTT hợp nhất GENCO2 FY14-FY20

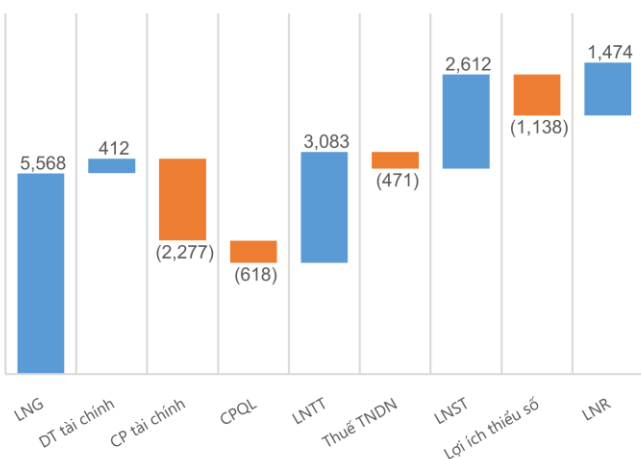


Biểu đồ 7. Chi tiêu kế hoạch của công ty mẹ

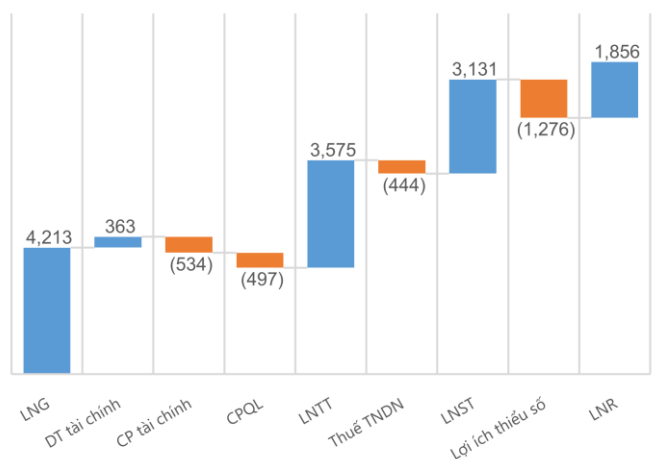


Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 8. Kết quả kinh doanh hợp nhất GENCO2 FY18 (VND tỷ)



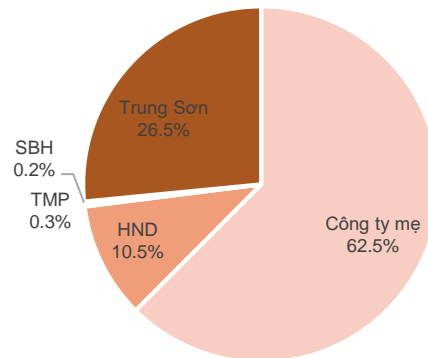
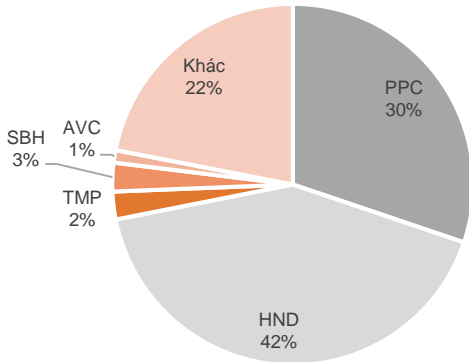
Biểu đồ 9. Kết quả kinh doanh hợp nhất GENCO2 FY19 (VND tỷ)



Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 10. Cơ cấu doanh thu hợp nhất GENCO2 FY19

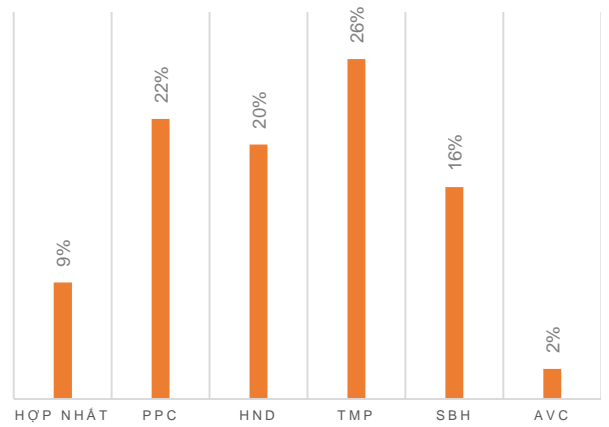
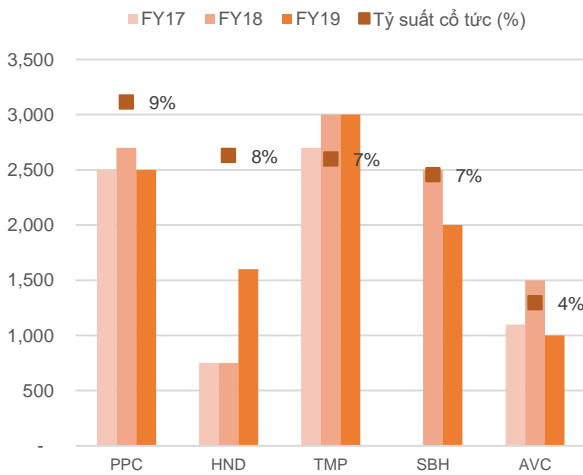
Biểu đồ 11. Cơ cấu vay dài hạn hợp nhất GENCO2 Q2/2020



Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 12. Cơ cấu của các công ty con niêm yết FY17-FY19 (VND/CP)

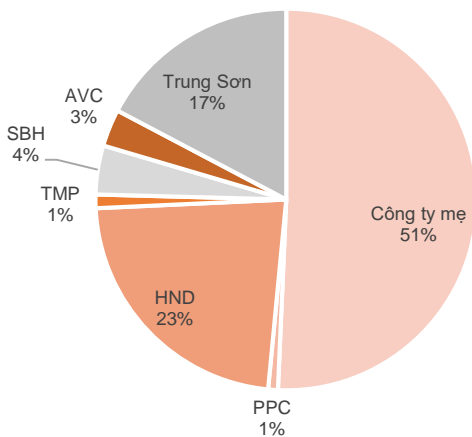
Biểu đồ 13. ROE 2019



Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Biểu đồ 14. Cơ cấu TSCĐHH hợp nhất GENCO2 Q2/2020

Biểu đồ 15. Khấu hao lũy kế/Nguyên giá TSCĐHH Q2/2020



Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Tổng Công Ty Phát Điện 2 (Báo cáo tài chính hợp nhất)

Báo cáo kết quả HDKD (tóm tắt)

| Tỷ đồng | 2018 | 2019 |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------|
| Doanh thu thuần | 23,373 | 27,101 |
| Giá vốn hàng bán | (17,805) | (22,888) |
| Lợi nhuận gộp | 5,568 | 4,213 |
| Chi phí bán hàng và QLDN | (618) | (497) |
| Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh) | 4,950 | 3,716 |
| Lợi nhuận hoạt động | 4,950 | 3,716 |
| Lợi nhuận ngoài HDKD chính | (1,867) | (141) |
| Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính | (1,865) | (171) |
| Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh | 12 | 7 |
| Lợi nhuận trước thuế | 3,083 | 3,575 |
| Thuế TNDN | (471) | (444) |
| Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên | 3,083 | 3,575 |
| Lợi nhuận khác | | |
| Lợi nhuận sau thuế | 2,612 | 3,131 |
| Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ | 1,474 | 1,856 |
| Lợi nhuận cổ đông thiểu số | 1,138 | 1,275 |
| Lợi nhuận sau thuế | 2,612 | 3,131 |
| Cổ đông công ty mẹ | 1,474 | 1,856 |
| Cổ đông thiểu số | 1,138 | 1,275 |
| EBITDA | 8,067 | 8,612 |
| FCF (Dòng tiền tự do) | 5,798 | 2,178 |
| EBITDA Margin (%) | 35% | 32% |
| Biên lợi nhuận hoạt động (%) | 21% | 14% |
| Biên lợi nhuận ròng (%) | 11% | 12% |

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

| Tỷ đồng | 2018 | 2019 |
|-------------------------------------|----------------|----------------|
| LCTT từ hoạt động kinh doanh | 4,863 | 1,987 |
| LNTT | 3,083 | 3,575 |
| Chi phí không bằng tiền | 4,938 | 3,372 |
| Khấu hao | 4,292 | 4,322 |
| Phân bổ | | |
| Khác | 646 | (950) |
| Thay đổi vốn lưu động | (3,638) | (6,304) |
| Tăng giảm phải thu | (3,344) | (5,570) |
| Tăng giảm tồn kho | 361 | (444) |
| Tăng giảm phải trả | (278) | 187 |
| Thuế TNDN | (377) | (477) |
| LCTT hoạt động đầu tư | (518) | (249) |
| Tăng giảm Tài sản cố định | (8) | (775) |
| Tăng giảm Tài sản vô hình | | |
| Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác | (867) | 184 |
| Khác | 357 | 341 |
| LCTT hoạt động tài chính | (3,990) | (2,673) |
| Tăng giảm nợ phải trả | (2,321) | (1,822) |
| Phát hành cổ phiếu | - | - |
| Cổ tức đã trả | (1,669) | (851) |
| Khác | - | - |
| LCTT trong kỳ | 355 | (935) |
| Số dư đầu kỳ | 2,954 | 3,309 |
| Số dư cuối kỳ | 3,309 | 2,374 |

Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

| Tỷ đồng | 2018 | 2019 |
|--|---------------|---------------|
| Tài sản ngắn hạn | 13,436 | 14,898 |
| Tiền và tương đương tiền | 3,309 | 2,374 |
| Phải thu ngắn hạn | 6,176 | 7,753 |
| Tồn kho | 1,272 | 1,726 |
| Khác | 2,679 | 3,045 |
| Tài sản dài hạn | 42,099 | 38,317 |
| Đầu tư liên kết liên doanh | 1,257 | 1,293 |
| Tài sản cố định hữu hình | 40,611 | 36,793 |
| Tài sản dài hạn khác | 231 | 231 |
| Tổng tài sản | 55,535 | 53,215 |
| Nợ ngắn hạn | 7,559 | 8,572 |
| Phải trả ngắn hạn | 2,619 | 2,543 |
| Vay nợ ngắn hạn | 4,219 | 3,800 |
| Nợ ngắn hạn khác | 721 | 2,229 |
| Nợ dài hạn | 27,467 | 24,167 |
| Nợ vay dài hạn | 27,458 | 24,160 |
| Nợ dài hạn khác | 9 | 7 |
| Tổng nợ | 35,026 | 32,739 |
| Vốn chủ sở hữu | 14,999 | 14,644 |
| Vốn góp chủ sở hữu | 11,839 | 11,862 |
| Thặng dư cổ phần | 126 | 126 |
| Lợi nhuận giữ lại | 3,034 | 2,656 |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 5,510 | 5,922 |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 20,509 | 20,566 |

Các chỉ số chính

| | 2018 | 2019 |
|---------------------------------|--------|--------|
| P/E (x) | 19.7x | 15.7x |
| P/CF (x) | 6x | 14.6x |
| P/B (x) | 1.4x | 1.4x |
| EV/EBITDA (x) | 8.2x | 7.6x |
| EPS (W) | 1,243 | 1,565 |
| CFPS (W) | 4,108 | 1,675 |
| BPS (W) | 17,323 | 17,338 |
| DPS (W) | 1,400 | 700 |
| Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%) | 113% | 45% |
| Lợi suất cổ tức (%) | 6% | 3% |
| Tăng trưởng doanh thu | | 16% |
| Tăng trưởng EBITDA (%) | | 7% |
| Tăng trưởng LN hoạt động (%) | | -25% |
| Tăng trưởng EPS (%) | | 26% |
| Vòng quay phải thu (x) | 3.8x | 3.9x |
| Vòng quay tồn kho (x) | 14x | 15x |
| Vòng quay phải trả (x) | 5.3x | 5.6x |
| ROA (%) | 3% | 3% |
| ROE (%) | 7% | 9% |
| ROIC (%) | 8% | 6% |
| Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%) | 171% | 159% |
| Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%) | 178% | 174% |
| Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (%) | 138% | 124% |
| Khả năng thanh toán lãi vay (x) | 4x | 4x |

Tổng Công Ty Phát Điện 2 (Báo cáo tài chính công ty mẹ)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

| Tỷ đồng | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Doanh thu thuần | 4,230 | 3,118 | 3,353 | 5,331 |
| Giá vốn hàng bán | (3,552) | (2,100) | (2,305) | (5,261) |
| Lợi nhuận gộp | 678 | 1,018 | 1,048 | 70 |
| Chi phí bán hàng và QLDN | (155) | (247) | (220) | (139) |
| Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh) | 523 | 771 | 828 | (69) |
| Lợi nhuận hoạt động | 523 | 771 | 828 | (69) |
| Lợi nhuận ngoài HĐKD chính | (412) | 347 | 43 | 1,379 |
| Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính | (412) | 346 | (940) | 7 |
| Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh | - | - | - | - |
| Lợi nhuận trước thuế | 111 | 1,118 | 871 | 1,310 |
| Thuế TNDN | (0) | (0) | (0) | (0) |
| Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên | 111 | 1,118 | 871 | 1,310 |
| Lợi nhuận khác | - | - | - | - |
| Lợi nhuận sau thuế | 111 | 1,118 | 871 | 1,310 |
| Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ | 111 | 1,118 | 871 | 1,310 |
| Lợi nhuận cổ đông thiểu số | - | - | - | - |
| Lợi nhuận sau thuế | 111 | 1,118 | 871 | 1,310 |
| Cổ đông công ty mẹ | 111 | 1,118 | 871 | 1,310 |
| Cổ đông thiểu số | - | - | - | - |
| EBITDA | 2,363 | 3,103 | 2,862 | 3,645 |
| FCF (Dòng tiền tự do) | 2,832 | 3,177 | 3,540 | 1,529 |
| EBITDA Margin (%) | 56% | 100% | 85% | 68% |
| Biên lợi nhuận hoạt động (%) | 12% | 25% | 25% | -1% |
| Biên lợi nhuận ròng (%) | 3% | 36% | 26% | 25% |

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

| Tỷ đồng | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| LCTT từ hoạt động kinh doanh | 1,648 | 2,121 | 2,714 | (17) |
| LNTT | 111 | 1,118 | 871 | 1,310 |
| Chi phí không bằng tiền | 1,651 | 879 | 1,047 | 72 |
| Khấu hao | 1,845 | 1,605 | 1,495 | 1,889 |
| Phân bổ | - | - | - | - |
| Khác | (195) | (726) | (448) | (1,817) |
| Thay đổi vốn lưu động | (79) | 136 | 866 | (1,390) |
| Tăng giảm phải thu | (150) | 176 | 807 | (1,806) |
| Tăng giảm tồn kho | (71) | 1 | (292) | 241 |
| Tăng giảm phải trả | 142 | (41) | 351 | 176 |
| Thuế TNDN | (0) | (0) | (0) | (0) |
| LCTT hoạt động đầu tư | (438) | 415 | 339 | 1,159 |
| Tăng giảm Tài sản cố định | (809) | (556) | (723) | (175) |
| Tăng giảm Tài sản vô hình | - | - | - | - |
| Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác | (407) | (261) | 9 | 60 |
| Khác | 777 | 1,231 | 1,053 | 1,274 |
| LCTT hoạt động tài chính | (1,530) | (1,853) | (3,263) | (1,917) |
| Tăng giảm nợ phải trả | (1,530) | (1,828) | (2,316) | (1,590) |
| Phát hành cổ phiếu | - | - | - | - |
| Cổ tức đã trả | - | (26) | (947) | (326) |
| Khác | - | - | - | - |
| LCTT trong kỳ | (320) | 683 | (210) | (774) |
| Số dư đầu kỳ | 1,315 | 995 | 1,678 | 1,468 |
| Số dư cuối kỳ | 995 | 1,678 | 1,468 | 694 |

Nguồn: GENCO2, Mirae Asset Vietnam Research
(Các chỉ số so sánh được tính toán dựa trên giá khởi điểm)

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

| Tỷ đồng | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tài sản ngắn hạn | 3,327 | 3,222 | 3,628 | 4,580 |
| Tiền và tương đương tiền | 995 | 1,678 | 1,468 | 694 |
| Phải thu ngắn hạn | 1,618 | 1,136 | 1,459 | 3,237 |
| Tồn kho | 698 | 0 | 656 | 418 |
| Khác | 16 | 408 | 45 | 231 |
| Tài sản dài hạn | 30,295 | 29,751 | 27,375 | 25,549 |
| Đầu tư liên kết liên doanh | 6,882 | 6,465 | 6,911 | 6,866 |
| Tài sản cố định hữu hình | 23,281 | 23,157 | 20,338 | 18,555 |
| Tài sản dài hạn khác | 132 | 129 | 127 | 127 |
| Tổng tài sản | 33,622 | 32,973 | 31,003 | 30,129 |
| Nợ ngắn hạn | 3,051 | 3,448 | 2,754 | 4,039 |
| Phải trả ngắn hạn | 857 | 745 | 613 | 605 |
| Vay nợ ngắn hạn | 2,067 | 1,951 | 1,779 | 1,804 |
| Nợ ngắn hạn khác | 127 | 752 | 361 | 1,629 |
| Nợ dài hạn | 19,009 | 17,671 | 16,179 | 14,750 |
| Nợ vay dài hạn | 19,009 | 17,671 | 16,178 | 14,749 |
| Nợ dài hạn khác | - | - | 1 | 1 |
| Tổng nợ | 22,060 | 21,119 | 18,932 | 18,788 |
| Vốn chủ sở hữu | 11,562 | 11,853 | 12,071 | 11,341 |
| Vốn góp chủ sở hữu | 11,164 | 11,164 | 11,839 | 11,862 |
| Thặng dư cổ phần | - | - | - | - |
| Lợi nhuận giữ lại | 398 | 689 | 232 | (521) |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | - | - | - | - |
| Tổng vốn chủ sở hữu | 11,562 | 11,853 | 12,071 | 11,341 |

Các chỉ số chính

| | 2019 | 2019 | 2019 | 2019 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|----------|
| P/E (x) | 262.1x | 26x | 33.4x | 22.2x |
| P/CF (x) | 16.6x | 12.9x | 10.7x | -1746.3x |
| P/B (x) | 2.4x | 2.3x | 2.4x | 2.6x |
| EV/EBITDA (x) | 20.5x | 15.1x | 16.2x | 12.9x |
| EPS (W) | 94 | 942 | 734 | 1,104 |
| CFPS (W) | 1,476 | 1,900 | 2,293 | (14) |
| BPS (W) | 10,357 | 10,617 | 10,196 | 9,560 |
| DPS (W) | 0 | 0 | 800 | 300 |
| Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%) | 0% | 0% | 109% | 27% |
| Lợi suất cổ tức (%) | 0% | 0% | 3% | 1% |
| Tăng trưởng doanh thu | 0% | -26% | 8% | 59% |
| Tăng trưởng EBITDA (%) | 24% | 31% | -8% | 27% |
| Tăng trưởng LN hoạt động (%) | 21% | 47% | 7% | -108% |
| Tăng trưởng EPS (%) | 71% | 907% | -22% | 50% |
| Vòng quay phải thu (x) | 2.6x | 2.3x | 2.6x | 2.3x |
| Vòng quay tồn kho (x) | 5x | 6x | 7x | 10x |
| Vòng quay phải trả (x) | 3.3x | 1.7x | 1.9x | 3.3x |
| ROA (%) | 0% | 3% | 3% | 4% |
| ROE (%) | 1% | 10% | 7% | 11% |
| ROIC (%) | 2% | 2% | 3% | 0% |
| Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%) | 191% | 178% | 157% | 166% |
| Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%) | 109% | 93% | 132% | 113% |
| Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (%) | 174% | 151% | 137% | 140% |
| Khả năng thanh toán lãi vay (x) | 1x | 4x | 3x | 4x |

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

| Company (Code) | Date | Rating | Target price |
|----------------|------|--------|--------------|
|----------------|------|--------|--------------|



Stock Ratings

| | |
|-------------|---|
| Buy | : Relative performance of 20% or greater |
| Trading Buy | : Relative performance of 10% or greater, but with volatility |
| Hold | : Relative performance of -10% and 10% |
| Sell | : Relative performance of -10% |

Industry Ratings

| | |
|-------------|--|
| Overweight | : Fundamentals are favorable or improving |
| Neutral | : Fundamentals are steady without any material changes |
| Underweight | : Fundamentals are unfavorable or worsening |

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (■), Not covered (□), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be hindered by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

| | Buy | Trading Buy | Hold | Sell |
|-----------------------------|--------|-------------|--------|-------|
| Equity Ratings Distribution | 74.13% | 15.92% | 9.95% | 0.00% |
| Investment Banking Services | 75.00% | 11.11% | 13.89% | 0.00% |

* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. ("Mirae Asset Daewoo") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset Daewoo, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset Daewoo except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset Daewoo, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Daewoo makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset Daewoo or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Daewoo by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and

investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Daewoo may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Daewoo may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Daewoo and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Daewoo. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact compliance@miraeasset.us.com or +1 (212) 407-1000

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai
200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing
100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila
Olímpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing
100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)