

TTA: Công ty năng lượng tái tạo với tham vọng trở thành tập đoàn đa ngành

Nguyễn Hoàng Nam
 Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
 nam.nhoang@hsc.com.vn
 +84 9 8925 9210

- CTCP Đầu tư Xây dựng & Phát triển Trường Thành (TTA; chưa khuyến nghị) có danh mục đầu tư 198 MW công suất điện tái tạo đang hoạt động tại các tỉnh Yên Bái, Ninh Thuận và Bình Định, bao gồm 89 MW điện mặt trời, 82 MW thủy điện và 26 MW điện gió.
- Một lo ngại chính của chúng tôi đối với TTA là mức dự trữ tiền mặt và lợi nhuận trên vốn CSH thấp. Công ty đang có kế hoạch mở rộng đầu tư sang thủy điện tích năng, BĐS KCN, BĐS nghỉ dưỡng, và sản xuất hydro từ các nhà máy điện mặt trời.
- TTA đang giao dịch với P/E và P/B năm 2023 lần lượt ở mức 23,6 lần và 0,8 lần, cả hai chỉ số đều thấp hơn các công ty cùng ngành, trong khi lợi nhuận trên vốn CSH cũng thấp hơn bình quân các công ty cùng ngành. Cũng giống như các công ty trong danh sách khuyến nghị GEG và REE, TTA hoạt động mạnh trong lĩnh vực năng lượng tái tạo nhưng với quy mô nhỏ hơn nhiều.

Tổng quan về TTA

TTA là một công ty năng lượng tái tạo đang phát triển. Mặc dù chưa đưa cổ phiếu của Công ty này vào danh sách khuyến nghị, HSC đã trao đổi với BLĐ. Ở giai đoạn này, chúng tôi cho rằng TTA có vẻ có triển vọng tốt. Mặc dù có doanh thu nhỏ hơn các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị vốn đang vận hành các dự án năng lượng tái tạo lớn như GEG và REE, NĐT nên chú ý đến Công ty này.

Mở rộng công suất điện tái tạo

TTA hiện đang có 89,4 MW điện mặt trời tại hai dự án Hồ Bầu Ngủ và Hồ Núi 1 tại tỉnh Ninh Thuận, với hợp đồng bán điện đơn giá cố định trong 20 năm ký với EVN theo cơ chế giá điện FIT. Ngoài ra, Công ty còn có 82,4 MW thủy điện tại các nhà máy Ngòi Hút 2, Ngòi Hút 2A và Pá Hu tại tỉnh Yên Bái, miền Bắc Việt Nam, với giá bán bình quân là 1.300đ/kWh. Cuối cùng, TTA đang nắm giữ 35% cổ phần tại trang trại điện gió Phương Mai 1 tại tỉnh Bình Định. Dự án này chưa đóng góp vào doanh thu và cũng không có đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của Công ty do dự án ghi nhận lỗ trong 2 năm liên tiếp.

Những vấn đề quan tâm và tăng trưởng trong tương lai

TTA đang có kế hoạch tham gia vào các mảng kinh doanh mới như thủy điện tích năng, BĐS KCN, BĐS nghỉ dưỡng, và sản xuất hydrogen. Trong trường hợp cần nguồn vốn lớn, chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ tiến hành huy động vốn để thực hiện các mục tiêu này. HSC nhận thấy chiến lược huy động vốn của TTA cũng tương tự như các công ty tiện ích khác khi có kế hoạch tăng công suất hoạt động. Còn những công ty có tỷ lệ đòn bẩy thấp như REE có thể phát triển các dự án mới (như Nhà máy điện gió Duyên Hải tại tỉnh Trà Vinh) bằng vốn tự có.

Định giá

TTA đang giao dịch với P/E 23,6 lần và P/B 0,8 lần (cả hai dựa trên dữ liệu năm 2023), thấp hơn so với các công ty cùng ngành. Không giống như các công ty cùng ngành, TTA không trả cổ tức bằng tiền mặt. Kể từ đầu năm, giá cổ phiếu TTA tăng 24% và diễn biến tích cực hơn VN Index (tăng 11,6%) và VNAllshareUtilities Index (tăng 7,3%). Thanh khoản đang được cải thiện với giá trị giao dịch bình quân 30 ngày là 10,6 tỷ đồng, cao hơn giá trị giao dịch bình quân 6,8 tỷ đồng tính từ đầu năm.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/9.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
GEG	11,650	Mua vào	-	16,857	-	44.7	18.2	12.5	7.21	6.01	3.27	3.27
PC1	28,800	Tăng tỷ trọng	-	33,700	-	17.0	20.3	14.1	58.3	53.1	0	0
PGV	21,350	Tăng tỷ trọng	-	25,300	-	18.5	10.3	9.31	6.16	5.36	7.03	7.03
POW	12,600	Tăng tỷ trọng	-	13,500	-	7.14	18.2	14.8	9.16	7.54	2.38	2.38
REE	66,600	Tăng tỷ trọng	-	74,600	-	12.0	11.0	10.5	7.16	6.47	1.50	2.25

*Giá cổ phiếu tại ngày 24/9/2024.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Nội dung

Công ty năng lượng mới trong danh sách theo dõi	3
Danh mục năng lượng tái tạo của TTA	3
Cổ đông, HĐQT, và BLĐ	3
Các mảng kinh doanh	4
Yếu tố thời vụ	5
Phân tích điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội và rủi ro (SWOT)	5
Dự án đang trong giai đoạn triển khai	6
KQKD	6
Định giá	7
Phụ lục: Các chỉ số tài chính trong quá khứ	9

Công ty năng lượng mới trong danh sách theo dõi

Từ một dự án thủy điện nhỏ, TTA đã phát triển thành một công ty năng lượng tái tạo đa dạng. Hiện Công ty sở hữu và vận hành 82,4 MW thủy điện và 111,8 MW điện mặt trời tại 5 dự án. Ngoài ra, TTA còn nắm giữ 35% cổ phần tại trang trại điện gió Phương Mai 1, dự án có công suất 26 MW và bắt đầu vận hành vào tháng 10/2021.

Danh mục năng lượng tái tạo của TTA

TTA có tổng cộng 198,2 MW công suất điện tái tạo ở miền Bắc và miền Trung Việt Nam. Nếu điều chỉnh theo quyền sở hữu tại mỗi dự án, TTA quản lý 166,1 MW công suất năng lượng tái tạo.

Danh mục đầu tư của TTA nhỏ hơn nhiều so với các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC, chỉ bằng một nửa danh mục đầu tư của GEG, bằng 7% của REE và bằng 4% tổng công suất của các công ty phát điện lớn như PVPower (POW) hoặc GENCO3 (PGV), mặc dù hai công ty này hiện có công suất lớn trong lĩnh vực năng lượng không tái tạo.

Bảng 1: Danh mục dự án năng lượng, TTA

Điện mặt trời & thủy điện đóng góp phần lớn vào tổng công suất

Dự án	Công suất đặt (MW)	Vận hành thiết kế (giờ/năm)	Sản lượng ước tính (triệu kWh/năm)	Tổng chi phí đầu tư TSCĐ (tỷ đồng)	Chi phí đầu tư TSCĐ/MW (tỷ đồng/MW)	Tỷ lệ sở hữu của TTA	Công suất vận hành theo tỉ lệ sở hữu (MW)	Ngày vận hành thương mại	Khung giá bán điện
Điện mặt trời	89.4						89.2		
Hồ Bầu Ngừ	49.4	1,983	98	1,457	29	99%	49.2	Q4/2019	FIT 1: 9,35 cent/kWh (2.086đ/kWh)
Hồ Núi Một 1	40	2,250	90	1,036	26	100%	40	T12/2020	FIT 2: 7,09 cent/kWh (1.644 đ/kWh)
Thủy điện	82.4						67.7		
Ngòi Hút 2	48	4,208	202	1,051	22	75%	35.9	Q1/2015	
Ngòi Hút 2A	8.4	3,571	30	292	35	69%	5.8	Q4/2016	Biểu giá chi phí tránh được (đối với <30 MW)
Pá Hu	26	3,462	90	1,024	39	100%	26	T10/2020	Biểu giá chi phí tránh được (đối với <30 MW)
Điện gió	26.4						9.2		
Phương Mai 1	26.4	2,774	73	1,070	41	35%	9.2	T10/2021	8,5 cent/kWh (1.971đ/kWh)
Tổng	198.2						166.1		
Tổng (loại trừ điện gió)	171.8						156.9		

Nguồn: TTA

Bảng 2: Công suất đặt của TTA so với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị

	Công suất đặt (MW)		Ghi chú
	Cuối 2023	Kế hoạch (2026)	
TTA	198	198	Dự kiến không có công suất mới
GEG	430	439	Bổ sung nhà máy thủy điện Ea Tih (8.6 MW)
POW	4,200	5,700	Bổ sung nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 & 4 (1.5 GW)
PGV	6,565	6,565	Dự kiến không có công suất mới

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Cổ đông, HĐQT, và BLĐ

Cơ cấu cổ đông

TTA có 4 cổ đông lớn, bao gồm ông Trần Huy Đức (nắm giữ 23,26%), Công ty Xây dựng Trường Thành (nắm giữ 23,26%), bà Nguyễn Thị Ngọc (nắm giữ 11,63%), và ông Trần Huy Thiệu (nắm giữ 5,34%). Những cổ đông chủ chốt này có mối quan hệ gia đình. Công ty Xây dựng Trường Thành được thành lập vào tháng 12/2001 và đại diện pháp lý là ông Trần Huy Thiệu và cũng là tổng giám đốc của Công ty. Ngoài ra, bà Nguyễn Thị Ngọc là chủ tịch HĐQT của Công ty Xây dựng Trường Thành và TTA. Ông Trần Huy Thiệu được bầu làm chủ tịch HĐQT của TTA từ tháng 1/2021 đến năm 2023. Sau đó, vào tháng 4/2023, bà Nguyễn Thị Ngọc được bầu vào vị trí chủ tịch HĐQT của TTA, kế nhiệm ông Trần Huy Thiệu.

HĐQT và BLĐ

Hai trong số năm thành viên HĐQT có trình độ chuyên môn về kỹ thuật xây dựng và kỹ thuật điện, trong khi các thành viên còn lại có chuyên môn về kinh tế và tài chính.

Bảng 3: Thành viên HĐQT, TTA

Vị trí	Tên	Ngày bổ nhiệm	Ghi chú
Chủ tịch	Bà Nguyễn Thị Ngọc	26/4/2023	
Thành viên	Ông Trần Huy Thiệu	26/4/2023	Em trai chồng bà Ngọc
Thành viên	Bà Trần Huyền Trang	27/4/2023	Con gái bà Ngọc
Thành viên	Ông Nguyễn Văn Trường	27/4/2023	
Thành viên	Ông Vũ Xuân Hiếu	8/4/2023	Trưởng phòng Kiểm toán nội bộ TTA

Nguồn: TTA

Bảng 4: Ban lãnh đạo, TTA

Tên	Vị trí	Tuổi	Trình độ chuyên môn	Ngày bổ nhiệm	Ghi chú
Ông Nguyễn Duy Hưng	Tổng Giám đốc	50	Bằng Cử nhân Ngôn ngữ	16/1/2024	
Ông Nguyễn Thanh Hà	Phó Giám đốc	47	Kỹ thuật điện	N/a	
Bà Trần Huyền Trang	Phó Giám đốc	36	Thạc sĩ Quản trị kinh doanh	15/6/2021	Chức vụ khác: Giám đốc Công ty TNHH Hai Thành Viên Cát Phúc
Ông Nguyễn Văn Trường	Phó Giám đốc	44	Kỹ thuật dân dụng	2/1/2021	
Ông Nguyễn Dũng Hoàng	Kế toán trưởng	34	Bằng Cử nhân kinh tế	N/a	

Nguồn: TTA

Các mảng kinh doanh**Thủy điện**

TTA hiện có 82,4 MW công suất thủy điện đang hoạt động và không có công suất mới nằm trong kế hoạch phát triển trong thời gian tới. Công ty đang vận hành 3 nhà máy thủy điện Ngòi Hút 2 (48 MW), Ngòi Hút 2A (8,4 MW) và Pá Hu (26 MW). Nhà máy thủy điện Ngòi Hút 2 và Ngòi Hút 2A được xây dựng trên dòng suối Ngòi Hút, một nhánh của sông Hồng, chảy qua các huyện phía Tây của tỉnh Yên Bái. Ngoài ra, nhà máy thủy điện Pá Hu được xây dựng trên dòng Ngòi Mù, một nhánh của sông Ngòi Thia, cũng chảy vào sông Hồng. Mùa thấp điểm của các nhà máy thủy điện kéo dài từ tháng 11 đến tháng 3 trong mùa lạnh và khô hơn.

Dự án thủy điện Ngòi Hút 2 là dự án đầu tiên của TTA, được xây dựng vào tháng 8/2010 tại huyện Mù Cang Chải, tỉnh Yên Bái. Sau gần 5 năm xây dựng, nhà máy thủy điện Ngòi Hút 2 đã đi vào hoạt động với công suất thiết kế 48 MW, gồm hai tổ máy chính. Dự án có hồ chứa nước với dung tích 3,66 triệu m³, cung cấp nước cho nhà máy và trạm biến áp đặt tại huyện Văn Yên, tỉnh Yên Bái.

Dự án thủy điện Ngòi Hút 2A được khởi công năm 2015 và khai thác thương mại vào Q4/2016. Đây là dự án thủy điện nhỏ khai thác suối Ngòi Hút, có tổng vốn đầu tư khoảng 292 tỷ đồng. Dự án có công suất phát điện 30 triệu kWh/năm, với hai máy phát được xây dựng trên khu đất rộng 13,5 ha tại huyện Mù Cang Chải, tỉnh Yên Bái. Hồ chứa nước của dự án có tổng dung tích 0,98 triệu m³.

Dự án thủy điện Pá Hu được khởi công xây dựng vào tháng 3/2017, tọa lạc tại huyện Trạm Tấu, tỉnh Yên Bái, có công suất lắp đặt 26 MW trên hai tổ máy chính và sản lượng điện hàng năm là 90 triệu kWh. Nhà máy được xây trên diện tích đất 78,7 ha và được hòa vào lưới điện vào tháng 10/2020. Với tổng vốn đầu tư 1.000 tỷ đồng, dự án thủy điện Pá Hu trở thành một trong những dự án chính của Công ty Xây dựng Trường Thành cũng như dự án trọng điểm tại tỉnh Yên Bái. Hồ chứa nước của dự án có tổng dung tích 1,23 triệu m³.

Điện mặt trời

Các dự án điện mặt trời Hồ Bàu Ngự và Hồ Núi Một 1, có tổng công suất 111,8 MWp (89,4 MW), nằm tại tỉnh Ninh Thuận, một tỉnh có tiềm rất lớn về năng lượng tái tạo.

Trang trại điện mặt trời Hồ Bàu Ngự được khởi công xây dựng vào tháng 3/2019 tại huyện Ninh Phước và Thuận Nam, tỉnh Ninh Thuận. Dự án có tổng vốn đầu tư 1.457 tỷ đồng và được hòa vào lưới điện quốc gia vào Q4/2019, với công suất thiết kế gần 62 MWp (49 MW), và dự kiến công suất phát điện hàng năm đạt 98 triệu kWh.

Dự án điện mặt trời Hồ Bầu Ngủ sử dụng công nghệ tấm pin mặt trời của Canadian Solar và công nghệ chuyển đổi bức xạ tiên tiến của General Electric, Hoa Kỳ.

Trang trại điện mặt trời Hồ Núi Một 1 được xây dựng tại tỉnh Ninh Thuận. Dự án nằm ở phía Nam tỉnh Ninh Thuận, cách thành phố Phan Rang khoảng 22 km, có số giờ nắng trung bình hàng năm là 2.853 giờ – cao nhất cả nước và tổng lượng bức xạ mặt trời hàng năm khoảng 2.004,8 kWh/m², tương đương 5,49 kWh/m²/ngày. Dự án được hoàn thành và hòa lưới điện quốc gia vào tháng 12/2020. Với tổng vốn đầu tư 1.000 tỷ đồng, dự án có diện tích 60 ha tại huyện Thuận Nam, tỉnh Ninh Thuận và công suất thiết kế là 50 MWp (40 MW). Sản lượng điện hàng năm dự kiến đạt 90 triệu kWh.

Điện gió

Trang trại điện gió Phương Mai 1 là dự án điện gió duy nhất TTA nắm giữ 35% cổ phần. Dự án, có tổng vốn đầu tư 1.000 tỷ đồng, nằm trên diện tích đất 141,9 ha tại Khu kinh tế Nhơn Hội, tỉnh Bình Định. Với công suất 26,4 MW, dự án bắt đầu được đưa vào vận hành vào tháng 10/2021 và dự kiến đóng góp khoảng 73 triệu kWh điện vào tổng sản lượng điện hàng năm của Công ty. Thiết bị và dịch vụ kỹ thuật của dự án do General Electric cung cấp, bao gồm 11 tua-bin.

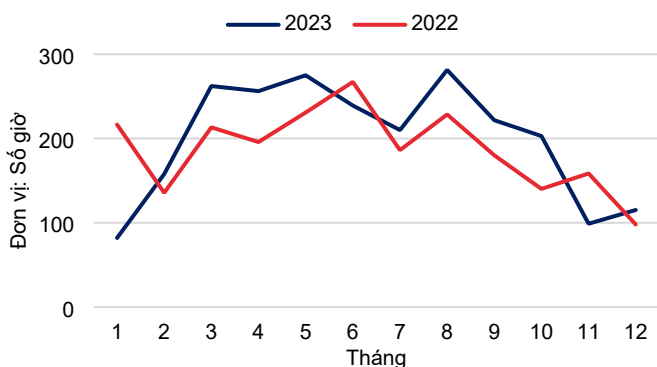
Trong 2 năm qua, TTA trích lập dự phòng 17 tỷ đồng cho khoản đầu tư 115 tỷ đồng vào dự án điện gió này, nguyên nhân là do dự án này ghi nhận thua lỗ kể từ năm 2021, theo Fiingate (một nền tảng phân tích thông tin kinh doanh dành cho tất cả các doanh nghiệp đã đăng ký tại Việt Nam).

Yếu tố thời vụ

HSC chọn trạm quan trắc Nha Trang để quan sát số giờ nắng của các nhà máy điện mặt trời của TTA do có vị trí gần. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, từ tháng 5 đến tháng 7, số giờ nắng trong tháng cao nhất tại trạm quan trắc Nha Trang dao động từ 187 giờ/tháng đến 275 giờ/tháng. Những tháng này cũng trùng với thời điểm cao điểm của mùa khô ở miền Trung.

Biểu đồ 5: Số giờ nắng hàng tháng tại trạm quan trắc Nha Trang

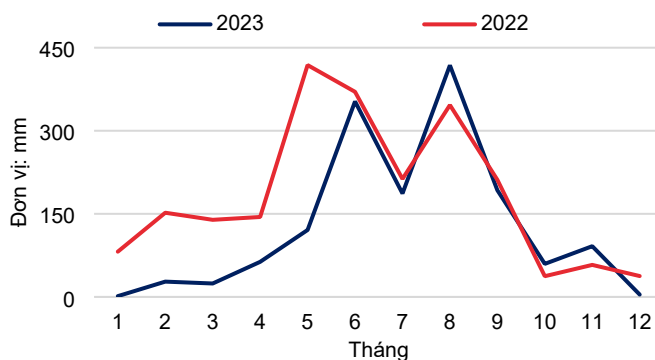
Số giờ nắng khá đều trong các Q2 & Q3



Nguồn: Tổng Cục Thống kê, HSC ước tính

Biểu đồ 6: Lượng mưa bình quân hàng tháng tại một số trạm quan trắc tại các tỉnh Sơn La, Lai Châu & Tuyên Quang

Lượng mưa lớn từ tháng 4 đến tháng 9



Nguồn: Tổng Cục Thống kê, HSC ước tính

Do đó, khoảng thời gian này là thời điểm lý tưởng để các nhà máy điện mặt trời của TTA hoạt động với công suất cao nhất trong năm. Cho nên, doanh thu điện mặt trời thường đạt mức cao nhất trong quý 2 và quý 3.

Ở miền Bắc, lượng mưa tăng đáng kể trong quý 2 và quý 3, từ tháng 4 đến tháng 9, như được thể hiện trong Biểu đồ 6.

Phân tích điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội và rủi ro (SWOT)

HSC thể hiện các phân tích điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội và rủi ro (SWOT) của TTA so với ngành trong bảng bên dưới.

Bảng 7: Phân tích SWOT, TTA

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> Danh mục đầu tư tiềm năng mạnh và đa dạng với tổng công suất lên tới 198,2 MW, tuy nhiên vẫn thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị. Danh mục đầu tư trải khắp các địa phương có điều kiện tự nhiên thuận lợi về lưu lượng nước và gió. Các nhà máy điện mặt trời & điện gió của TTA được hưởng giá FIT kỳ hạn 20 năm, tương tự với các công ty năng lượng tái tạo trong ngành. 	<ul style="list-style-type: none"> Hầu hết các nhà máy thủy điện đều có quy mô nhỏ. Trong khi đó, các công ty HSC khuyến nghị có công suất lớn hơn hoặc có nhiều máy thủy điện nhỏ hơn trong danh mục đầu tư. Tình hình tài chính của Công ty tương đối khiêm tốn so với chiến lược mở rộng đầy tham vọng. Đây là tình hình phổ biến đối với các công ty ngành dịch vụ tiện ích tại Việt Nam. Thiếu kinh nghiệm trong việc đầu tư vào các loại hình năng lượng mới. Doanh thu dựa vào dòng tiền từ bán điện và công suất điện đầu ra phụ thuộc vào điều kiện thời tiết.
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> Các chính sách của Chính phủ tiếp tục hỗ trợ cho các hoạt động đầu tư vào lĩnh vực năng lượng tái tạo. Miễn 100% thuế trong 4 năm đầu và giảm 50% số thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo. Đây là khoản hỗ trợ thuế áp dụng cho tất cả các nhà máy điện tái tạo trên toàn quốc. Dự thảo về khung giá thủy điện tích năng sẽ sớm được hoàn thiện. 	<ul style="list-style-type: none"> Thời tiết khắc nghiệt hoặc cực đoan có thể làm hỏng các tấm pin mặt trời hoặc tua bin của TTA. Các nhà máy điện khác cũng thường phải đối diện với thách thức này. Khả năng bị xử phạt khi các dự án đang trong quá trình thanh tra.

Nguồn: HSC

Dự án đang trong giai đoạn triển khai

Theo BCTC nửa đầu năm 2024, TTA đã đầu tư 45 tỷ đồng vào Nhà máy thủy điện tích năng Phước Hòa, dự án có công suất lớn nhất trong 8 dự án thủy điện tích năng nằm trong Quy hoạch điện VIII.

Dự án thủy điện tích năng Phước Hòa tọa lạc tại huyện Bác Ái, tỉnh Ninh Thuận, có tổng công suất 3.600 MW và được chia thành 3 giai đoạn: Phước Hòa 1 (1.200 MW), sẽ được tập trung nghiên cứu đầu tư từ năm 2031 đến năm 2035; Phước Hòa 2 (1.200 MW) và Phước Hòa 3 (1.200 MW) dự kiến lần lượt đi vào vận hành trong giai đoạn 2036-2040 và 2041-2045.

Bên cạnh dự án điện Phước Hòa, tại ĐHCĐ gần đây, Công ty cũng đặt mục tiêu phát triển các dự án thuộc mảng kinh doanh không cốt lõi. **Dự án KCN tại tỉnh Ninh Thuận** vẫn đang trong giai đoạn xin giấy phép đầu tư. **Dự án sân golf, resort tại Ninh Phước và thành phố Phan Rang**, tỉnh Ninh Thuận đã được đưa vào quy hoạch tổng thể của tỉnh. **Tổ hợp điện mặt trời - sản xuất hydrogen** cũng tọa lạc tại tỉnh Ninh Thuận. TTA đang tìm vị trí thích hợp cho dự án này.

KQKD

Cơ cấu doanh thu

95% doanh thu của TTA đến từ hoạt động bán điện cho EVN, đơn vị mua điện lớn nhất Việt Nam. Doanh thu của TTA tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 7% trong 4 năm qua.

KQKD nửa đầu năm 2024

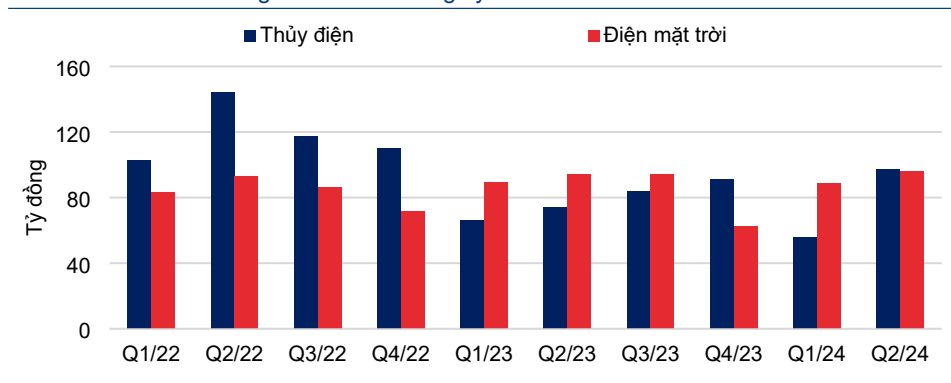
Trong nửa đầu năm 2024, TTA ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt 338,2 tỷ đồng (tăng 4% so với cùng kỳ) và 97 tỷ đồng (tăng 80% so với cùng kỳ). Với kết quả trên, Công ty hoàn thành 51% mục tiêu doanh thu và 60% mục tiêu LNST cho cả năm 2024. Cơ cấu doanh thu đa dạng, với điện mặt trời (đóng góp khoảng 55%), thủy điện (đóng góp 45%) trên tổng doanh thu.

Doanh thu thủy điện của TTA đạt 153,3 tỷ đồng, tăng 13 tỷ đồng (9% so với cùng kỳ) nhờ lưu lượng nước tăng. Do hiện tượng El Nino suy yếu vào đầu năm 2024 và chuyển sang La Nina, hoạt động của các nhà máy thủy điện có sự cải thiện đáng kể. Các nhà máy thủy điện có công suất nhỏ hơn 30 MW, bao gồm Ngòi Hút 2A và Pá Hu tiếp tục hưởng lợi hưởng lợi từ biểu biểu giá chi phí tránh được (giá bán vượt xa mức khung). Tuy nhiên, lượng mưa cao thường gây ra tình trạng ngập lụt. Trao đổi với

HSC, BLĐ Công ty cho biết các nhà máy thủy điện vẫn hoạt động bình thường sau bão Yagi.

Biểu đồ 8: Cơ cấu doanh thu theo quý, TTA

Doanh thu Q2/2024 tăng 15% so với cùng kỳ



Nguồn: TTA, HSC ước tính

Bảng CĐKT và dòng tiền

Các khoản phải thu ngắn hạn có xu hướng tăng đáng kể trong những năm qua, đặc biệt trong năm 2023 các khoản này tăng gấp đôi so với năm trước đó. Khoản nợ trả cho ông Trần Huy Đức, cổ đông lớn nhất của TTA, đạt mức 64,6 tỷ đồng trong năm 2023.

TTA đã phải trích lập dự phòng 17 tỷ đồng cho dự án điện gió Phương Mai 1, thuộc Công ty TNHH Điện gió Phương Mai (TTA nắm giữ 35% cổ phần). Theo nghị quyết được ĐHCĐ năm 2020 thông qua, vốn điều lệ của Công ty TNHH Điện gió Phương Mai được giảm xuống còn 330 tỷ đồng từ 400 tỷ đồng.

Các khoản phải trả ngắn hạn khác bao gồm các khoản thanh toán cho các đối tác kinh doanh của Nhà máy thủy điện Ngòi Hút 2, Nhà máy thủy điện Ngòi Hút 2A và Nhà máy điện mặt trời Hồ Bầu Ngứ. Các khoản phải trả này được tính dựa trên tỷ lệ góp vốn và sẽ được phân bổ từ LNST. Năm 2023, lợi nhuận chia cho các hợp đồng hợp tác kinh doanh là 24 tỷ đồng, tương đương 24% tổng lợi nhuận thuần năm 2023. Chúng tôi thể hiện các điều chỉnh trong Bảng 12 bên dưới.

Định giá

HSC trình bày định giá của TTA so với các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị trong Bảng 9-10 bên dưới. Chúng tôi có những lưu ý như sau:

- TTA đang giao dịch với EV/EBITDA 6,9 lần, thấp hơn một chút so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 7,3 lần.
- Công ty cũng có P/B 0,8 lần, thấp hơn bình quân các công ty cùng ngành ở mức 1,1 lần.
- TTA có EV/MW ở mức 19,3 lần, cao hơn POW và PGV, nguyên nhân có thể là do có các nhà máy điện mới hơn và lợi nhuận cao hơn từ mức giá mua điện ưu đãi.
- TTA giao dịch với P/E năm 2023 ở mức 23,6 lần, thấp hơn nhiều so với công ty đối thủ tương đương là GEG với P/E 57,4 lần.
- Công ty không có kế hoạch trả cổ tức bằng tiền mặt trong khi lợi suất cổ tức bình quân của ngành là 6%.

Bảng 9: So sánh TTA với một số công ty HSC khuyến nghị

	EV*/Doanh thu	EV*/EBITDA	P/B	EV*/MW của công suất đặt	
	Cuối 2023	Cuối 2023	Cuối 2023	Cuối 2023	Kế hoạch 2026
TTA	5.8	6.9	0.8	19.3	19.3
GEG	6.4	8.3	1.1	32.1	31.4
POW	1.1	7.4	1.0	7.5	5.5
PGV	1.2	6.7	1.5	8.6	8.6
Bình quân	3.6	7.3	1.1	16.9	16.2

Ghi chú: *Dựa trên nợ thuần cuối năm 2023
 Nguồn: HSC

Bảng 10: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Mã CK	Vốn hóa hiện tại (tỷ đồng)	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	P/E 2023 (lần)	ROE 2023	ROA 2023	Nợ/vốn CSH 2023	Lợi suất cổ tức 2023 (%)
TTA	1,684	170	23.6	3.7	2.3	109.0	
GEG	4,192	358	57.4	2.0	0.8	175.1	5.2
Bình quân DN điện tái tạo	2,938	264	40.5	2.8	1.5	142.0	5.2
POW	30,561	2,342	29.5	3.4	1.6	37.2	
PGV	23,818	1,123	22.4	6.5	1.7	228.3	11.2
Bình quân DN nhiệt điện	27,189	1,733	25.9	4.9	1.7	132.7	11.2
REE	31,746	471	14.5	13.3	6.4	51.7	1.5
PC1	9,143	311	72.6	2.5	0.7	150.3	
Bình quân đa ngành	20,445	391	43.5	7.9	3.5	101.0	1.5
Bình quân cả ngành	16,857	796	36.6	5.2	2.2	125.3	6.0

Nguồn: Bloomberg

Mặc dù tỷ lệ thanh khoản có cải thiện ở mức độ vừa phải, sức khỏe tài chính tổng thể của Công ty có vẻ yếu hơn so với các công ty cùng ngành. Tỷ số thanh toán hiện thời và tỷ số thanh toán nhanh thấp, cũng như tỷ lệ tiền mặt cực thấp cho thấy Công ty cần hỗ trợ trong việc thực hiện các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn.

Do EVN có lỗ lũy kế 42 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2023, việc chậm thanh toán tiền mua điện có thể làm ảnh hưởng đáng kể đến dòng tiền của TTA. Tỷ lệ tiền mặt của TTA chỉ ở mức 0,01 lần trong năm 2023, cho thấy Công ty gần như không còn dự trữ tiền mặt. Điều này làm cho Công ty dễ bị ảnh hưởng từ tình hình tài chính của bên mua điện, cụ thể là EVN. Tỷ lệ này cũng thấp hơn nhiều với bình quân của toàn ngành ở mức 0,28 lần, trở thành rào cản cho Công ty trong việc xin tăng hạn mức tín dụng.

Bảng 11: Tỷ lệ tiền mặt

Tỷ lệ tiền mặt của TTA thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị

	2020	2021	2022	2023
Bình quân ngành	0.21	0.29	0.27	0.28
TTA	0.01	0.06	0.20	0.01
GEG	0.12	0.28	0.16	0.14
POW	0.43	0.49	0.45	0.32
PGV	0.22	0.23	0.13	0.04
REE	0.19	0.45	0.28	0.77
PC1	0.39	0.40	0.43	0.44
HDG	0.11	0.13	0.21	0.27

Nguồn: Các công ty

Phụ lục: Các chỉ số tài chính trong quá khứ

Bảng 12: Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, TTA

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023
Doanh thu	496	661	809	655
Doanh thu bán điện	464	628	757	623
Khác	32	34	51	33
Lợi nhuận gộp	324	375	500	368
Chi phí BH&QL	-17	-21	-21	-20
EBIT	307	354	480	348
Khấu hao	114	206	206	206
EBITDA	421	561	686	554
Chi phí lãi vay	-164	-206	-192	-211
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	143	152	280	136
LNTT	143	142	220	113
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-14	-9	-15	-12
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	129	133	205	101
Quý khen thưởng & phúc lợi	-	-7	-8	-11
Hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC)	-24	-19	-42	-24
Lợi nhuận thuần điều chỉnh	106	107	155	66
Lợi nhuận của cổ phiếu điều chỉnh (đồng)	782	736	987	389

Nguồn: TTA, HSC ước tính

Bảng 13: Bảng cân đối kế toán, TTA

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	4	24	83	4
Hàng tồn kho	-	-	-	-
Tài sản ngắn hạn	100	160	203	197
Tài sản cố định hữu hình	3,657	4,435	4,240	4,035
Nguyên giá	4,061	5,045	5,056	5,056
Khấu hao lũy kế	403	610	816	1,021
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	849	42	46	46
Đầu tư dài hạn	117	117	107	99
Đầu tư dài hạn khác	-	0	0	0
Tổng tài sản	4,723	4,754	4,597	4,377
Vay ngắn hạn	274	346	293	302
Các khoản phải trả	84	11	2	6
Vay dài hạn	2,156	2,067	1,884	1,858
Nợ ngắn hạn khác	53	69	109	103
Nợ dài hạn khác	504	500	393	125
Vốn CSH	1,653	1,760	1,915	1,982
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng vốn CSH & nợ	4,723	4,754	4,597	4,377

Nguồn: TTA

Bảng 14: Báo cáo lưu chuyển tiền tệ, TTA

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023
EBIT	307	354	480	348
Cộng: Khấu hao	114	206	206	206
EBITDA	421	561	686	554
Trừ: Thuế thu nhập doanh nghiệp	30	22	32	36
Trừ: Quỹ thưởng		7	8	11
Trừ: Vốn đầu tư lưu động	7	(99)	(10)	(70)
Trừ các khoản khác	(35)	305	346	575
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	420	326	309	2
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(643)	(289)	(13)	-
Tiền thu hồi cho vay	1	-	-	0
Tiền thu hồi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	61	-	-	-
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức & lợi nhuận được chia	0	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(581)	(289)	(13)	0
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(223)	37	295	2
Tiền thu từ đi vay	461	316	148	323
Tiền trả nợ vay	(303)	(333)	(385)	(403)
Cổ tức đã trả cho chủ sở hữu	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	158	(17)	(237)	(81)
Thay đổi tỷ giá hối đoái	-	-	-	-
Tổng dòng tiền	(3)	20	59	(79)

Nguồn: TTA

Bảng 15: Các chỉ số tài chính, TTA

	2020	2021	2022	2023
Tỷ lệ nợ				
Nợ/vốn CSH	1.5	1.4	1.1	1.1
Nợ thuần/vốn CSH	1.5	1.4	1.1	1.1
Tỷ số khả năng trả lãi	1.9	1.8	2.4	1.6
Nợ/EBITDA	5.8	4.3	3.2	3.9
Nợ thuần/EBITDA	5.8	4.3	3.1	3.9
Thanh khoản				
Tỷ lệ tiền mặt	0.0	0.1	0.2	0.0
Tỷ số thanh khoản nhanh	0.2	0.3	0.5	0.5
Tỷ số thanh khoản hiện thời	0.2	0.4	0.5	0.5
Hiệu suất (theo ngày)				
Thời gian thu hồi tiền hàng tồn đọng	67.4	64.9	53.6	107.1
Số ngày tồn kho	-	-	-	-
Số ngày phải trả	179.0	13.8	2.9	7.4
Vòng quay tiền mặt	-111.7	51.1	50.7	99.7

Nguồn: TTA, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn