

Tổng công ty Phát điện 3 (GENCO 3)

Báo cáo lần đầu (IPO)

7/2/2018

Khuyến nghị	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG
Giá mục tiêu 12 tháng(VND)	23,500
Downside	4%

Thông tin cổ phiếu

Giá khởi điểm đầu giá (VND)	24,600
Số lượng CP niêm yết dự kiến(triệu cp)	2,081
Vốn hóa thị trường theo giá khởi điểm(tỷ đồng)	51,190
Giá cao nhất 52 tuần	n/a
Giá thấp nhất 52 tuần	n/a
KLGDBQ (cổ phiếu)	n/a
FOL	49%
% sở hữu nước ngoài	n/a

Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN)	100%
----------------------------------	------

Utility (power) Analyst

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc

ngoc.nguyenhoangbich@mbs.com.vn

Tái cấu trúc vốn mạnh từ cổ phần hóa

- **Lợi thế cạnh tranh từ quy mô và vị trí địa lý** với tổng công suất 6,179 MW (chiếm 16% - 17% thị phần điện Việt Nam), phân bố 71% công suất tại khu vực phía Nam, động lực tăng trưởng của GENCO 3 sẽ được hỗ trợ tốt theo xu hướng phát triển chung của ngành và theo tiềm năng mở rộng của ngành công nghiệp, xây dựng miền Nam với lượng vốn FDI dồi dào.
- **Lợi nhuận sau thuế hợp nhất của cổ đông công ty mẹ 2017 dự kiến tăng trưởng mạnh 94% đạt 448 tỷ đồng với đóng góp chính từ thủy điện Buôn Kuốp.** Giai đoạn 2018 – 2022, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế bình quân đạt lần lượt 2% và 28%/năm, tương ứng xấp xỉ 42,000 tỷ đồng và 1,566 tỷ đồng vào năm 2022 dựa trên nguồn doanh thu ổn định và khả năng tái cơ cấu nợ vay từ đợt phát hành thêm. Đòn bẩy tài chính kỳ vọng cải thiện với tỷ số nợ/tổng tài sản duy trì ổn định ở mức 66% từ năm 2019, giảm mạnh so với mức 90% vào năm 2016 sau khi thanh toán trước hạn khoản vay tài trợ cho dự án Mông Dương 1 từ nguồn tiền phát hành thêm IPO và chào bán cho cổ đông chiến lược. **Kết quả dự phóng 2018 không tính đến khoản doanh thu và lợi nhuận hồi tố ước hơn 1,000 tỷ đồng từ việc tăng giá cổ định trong PPA của Vĩnh Tân 2 theo tổng mức đầu tư điều chỉnh.**
- **Khuyến nghị:** Giá trị hợp lý của cổ phiếu GENCO 3 được xác định ở mức **23,500 đồng/cổ phiếu** với sự kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE (Re 15%) và Multiple theo EV/EBITDA (EV/EBITDA kỳ vọng 9x, so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành khu vực Châu Á có quy mô vốn hóa tương đương hoặc lớn hơn). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** đối với cổ phiếu GENCO 3 với mức chênh lệch giá dự kiến 4% so với giá khởi điểm 24,600 đồng/CP.
- **Rủi ro:** (i) **Rủi ro đòn bẩy tài chính cao & rủi ro tỷ giá** với cơ cấu vay ngoại tệ 83% trong tổng nợ vay, đặc biệt trong trường hợp nguồn tiền phát hành thêm không được sử dụng theo mục đích tái cơ cấu nợ vay hoặc thời điểm trả nợ trước hạn chậm hơn dự kiến. (ii) **Rủi ro sụt giảm nguồn khí nguyên liệu và tăng giá chi phí than và khí đầu vào.** Chi phí sản xuất điện của cụm Phú Mỹ có khả năng tăng khi hợp đồng bao tiêu khí kết thúc (dự kiến 2023) và trữ lượng khí hiện hữu cạn dần, theo đó nguồn khí sử dụng dịch chuyển sang các mỏ khí mới và lượng nhập khẩu LNG với mức giá cao hơn. (iii) **Rủi ro từ đợt phát hành.** Số lượng cổ phần phát hành lớn (xấp xỉ 1 tỷ cổ phần) với mức giá khởi điểm tương đối cao (24,600 đồng/CP) trong khi tình hình tài chính chưa thực sự hấp dẫn sẽ gây khó khăn cho việc đảm bảo quy mô và tiến độ phát hành, đặc biệt tại thời điểm Q1/2018 khi thị trường đang hấp thụ một lượng lớn cổ phần chào bán từ nhiều doanh nghiệp cổ phần hóa.

Dự báo lợi nhuận

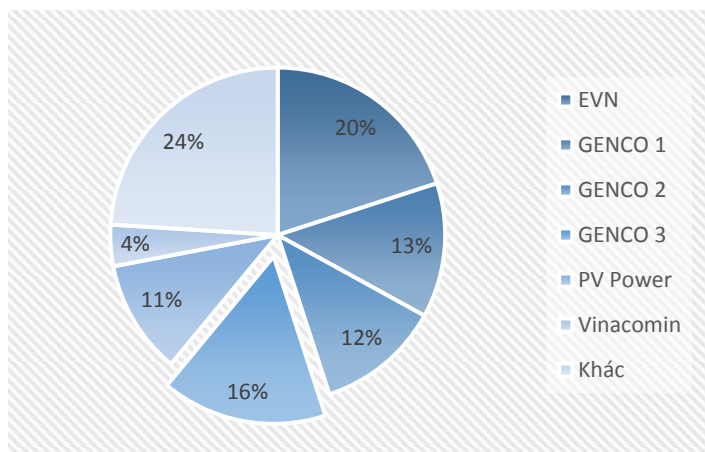
Bảng 1: Các chỉ tiêu chính (tỷ VND)	2015	2016	2017F	2018F
Sản lượng điện sản xuất (triệu kWh)	27,971	32,320	31,348	31,787
<i>Tăng trưởng sản lượng</i>	<i>25%</i>	<i>16%</i>	<i>-3%</i>	<i>1%</i>
Doanh thu thuần	28,167	35,942	37,422	38,988
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>6%</i>	<i>28%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	162	231	448	535
<i>Tăng trưởng lợi nhuận</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>
ROE	2%	3%	5%	3%
ROA	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%

Nguồn: BCTC GENCO 3 & MBS Research dự phóng

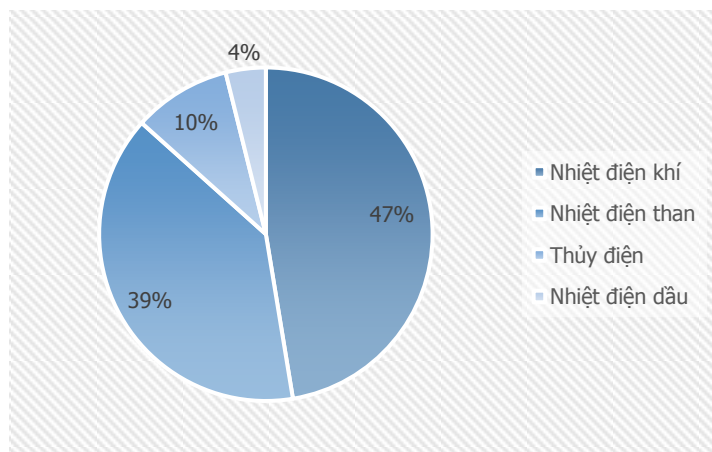
Quy mô & vị thế GENCO 3

Với tổng công suất lắp đặt 6,179 MW (không bao gồm các công ty liên kết), GENCO 3 trở thành đơn vị niêm yết đầu ngành, chiếm 16% tổng công suất và cung cấp 17% nhu cầu điện Việt Nam, tương đương sản lượng bình quân 31 tỷ kWh/năm. Hệ thống nhà máy tập trung 71% công suất ở phía Nam – khu vực kinh tế trọng điểm & tiềm năng tiêu thụ điện năng cao. Trong đó, nhiệt điện khí (khu phức hợp Phú Mỹ, Bà Rịa) chiếm 47% công suất, nhiệt điện than (Vĩnh Tân 2, Mông Dương 1, Ninh Bình) 39% và thủy điện (các nhà máy của Buôn Kuốp) 10%.

Biểu 1: Thị phần công suất phát điện



Biểu 2: Cơ cấu loại hình phát điện GENCO 3

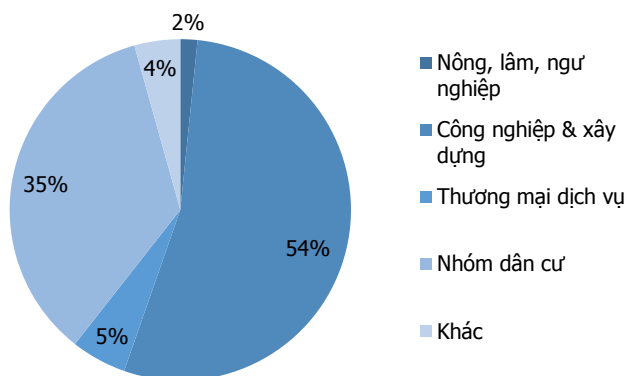


Nguồn: GSO, MBS Research

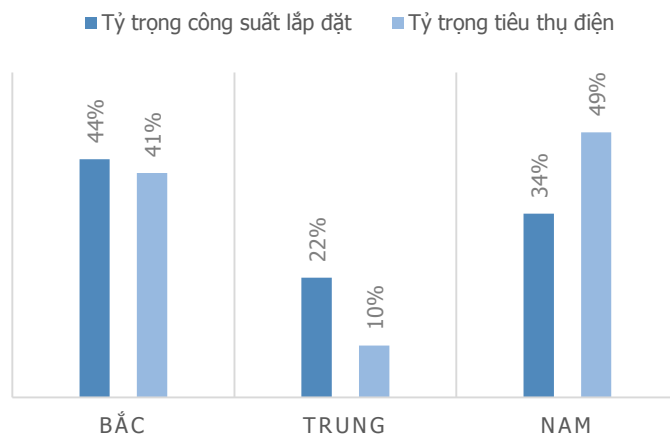
Chúng tôi cho rằng **quy mô và vị trí địa lý các nhà máy của GENCO 3 là lợi thế cạnh tranh của công ty trong thời gian tới**. Ngành công nghiệp, xây dựng duy trì đà tăng trưởng với lượng vốn FDI dồi dào sẽ tiếp tục tạo động lực gia tăng nhu cầu điện, đặc biệt tại khu vực miền Nam, kéo theo mức độ thiếu hụt điện năng ngày càng lớn.

- **Ngành công nghiệp & xây dựng phát triển dựa trên nguồn vốn FDI sẽ thu hút một lượng lao động & dân cư dịch chuyển vào khu vực miền Nam. Theo đó, nhu cầu sử dụng điện ở cả 2 nhóm trọng yếu là nhóm Công nghiệp & xây dựng (chiếm 54% tổng tiêu thụ điện cả nước) và nhóm dân cư (35%) đều tăng trưởng.** Với chính sách đầu tư ngày càng cải thiện, FDI đăng ký vào Việt Nam đạt tốc độ tăng ấn tượng 21%/năm trong giai đoạn 2012 – 2017. Nhóm ngành công nghiệp & xây dựng thu hút tỷ trọng đầu tư cao (78% FDI đăng ký trong 11T2017), trong đó, nhà đầu tư nước ngoài đang tập trung nguồn vốn vào ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo (45%) và ngành Sản xuất, phân phối điện, khí, nước, điều hòa (25%). Trung tâm kinh tế miền Nam vẫn ghi nhận lượng vốn đăng ký cao nhất (42%), tương đương 11 – 14 triệu USD/năm giai đoạn 2015 – 2017.
- Lượng điện huy động từ khu vực miền Bắc và miền Trung cho miền Nam sẽ sụt giảm khi nhu cầu tiêu thụ nội tại ở 2 miền này cũng cải thiện.

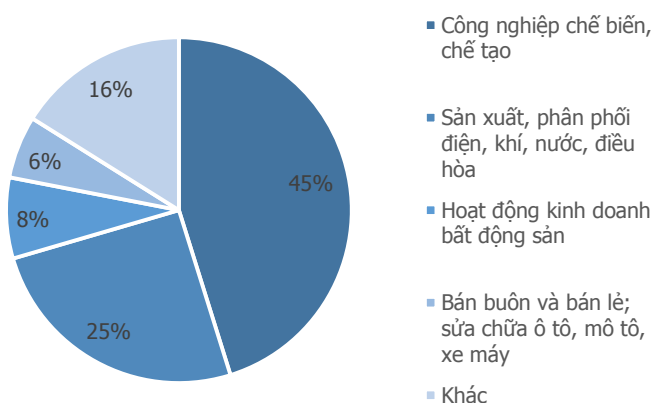
Biểu 3: Cơ cấu tiêu thụ điện theo ngành 2015



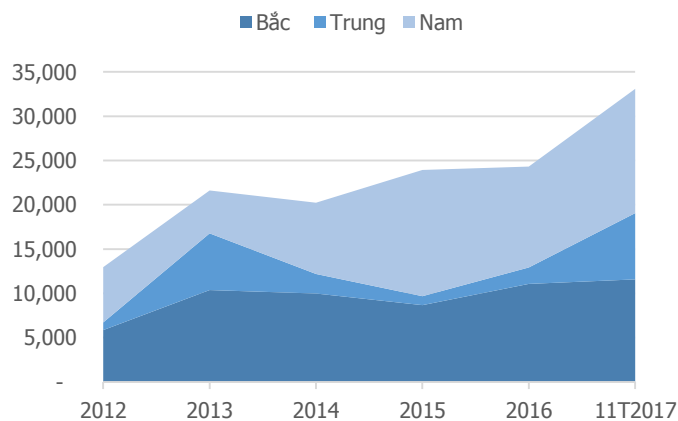
Biểu 4: Tỷ trọng công suất lắp đặt & tiêu thụ điện theo miền



Biểu 5: Cơ cấu FDI đăng ký theo ngành 11T2017



Biểu 6: FDI đăng ký theo miền (triệu USD)



Nguồn: EVN, FIA, MBS Research

Bảng 2: Các nhà máy điện của GENCO 3 (không bao gồm công ty liên kết)

Công ty	Nhà máy	Công suất (MW)	Sản lượng điện bình quân/năm (triệu kWh)	Nguồn nguyên liệu	Thời gian vận hành	PPA	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của GENCO 3	Đại tu gần nhất
Nhiệt điện than									
Đơn vị trực thuộc									
Công ty nhiệt điện Vĩnh Tân	Vĩnh Tân 2	1,244	6,000		2015	25 năm			Chưa đại tu
Công ty nhiệt điện Mông Dương	Mông Dương 1	1,080	4,800	Tập đoàn Công nghiệp Than - khoáng sản VN	2015	25 năm			Chưa đại tu
Công ty con									
CTCP nhiệt điện Ninh Bình	Ninh Bình	100	380		1974-1976		129	55%	
Nhiệt điện khí									
Đơn vị trực thuộc									
Công ty nhiệt điện Phú Mỹ	Phú Mỹ 1	1,118	17,000	Cửu Long - Nam Côn Sơn, Hải Thạch Mộc Tinh	2002	25 năm			2017 (4 tổ máy)
	Phú Mỹ 2.1	477			1997				
	Phú Mỹ 2.1 mở rộng	468			1998				
	Phú Mỹ 4	477			2004				
Công ty con									
CTCP nhiệt điện Bà Rịa	Bà Rịa	389	1,500		1992-2002		605	80%	
Dự án						Thời gian đầu tư	Vốn đầu tư theo GENCO 3 (tỷ đồng)		
	Nhà máy điện LNG 1	1200			2026	2020 - 2025	24,293		
Thủy điện - Đơn vị trực thuộc									
Công ty thủy điện Buôn Kuốp	Buôn Kuốp	280	2,400		2009	25 năm			2015
	Buôn Tuasrah	86							2015
	Srepok 3	220							2016
Nhiệt điện đầu - công ty con									
CT TNHH MTV nhiệt điện Thủ Đức	Thủ Đức	240	Không ổn định		1966-1992		100	100%	
Điện mặt trời - Dự án						Thời gian đầu tư	Vốn đầu tư theo GENCO 3 (tỷ đồng)	Vốn đầu tư dự phóng	
	Điện mặt trời Vĩnh Tân	35			2021	2018 - 2020	1,082	732	
	Điện mặt trời Srepok 3	50			2021	2018 - 2020	1,840	1,045	
	Điện mặt trời Ninh Phước 7	50			2022	2019 - 2021	1,379	1,045	

Note Thời hạn PPA tính từ năm vận hành thương mại

Số liệu tài chính 30/06/2017

Nguồn Công bố thông tin IPO, Phương án cổ phần hóa GENCO 3, MBS Research

Hiệu quả hoạt động

Hiệu quả hoạt động chưa tương ứng với quy mô so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Đòn bẩy tài chính cao không tương xứng với khả năng sinh lời, tỷ số nợ/tổng tài sản 90% (2016) so với mức bình quân 54% - 73%, đẩy chi phí tài chính gia tăng, kéo theo các chỉ số sinh lời ở mức thấp. Chúng tôi kỳ vọng các chỉ số này sẽ được cải thiện dần khi công ty tiến hành tái cơ cấu nợ vay từ nguồn tiền đợt phát hành & trả nợ các khoản vay dài hạn.

Bảng 3: Hiệu quả hoạt động GENCO 3 so với các doanh nghiệp cùng ngành							
Chi tiêu	ĐVT	GENCO 3	PV Power	YTL Power International Bhd (YTLP.KL)	Glow Energy PCL (GLOW.BK)	Genting Berhad	Tenaga Nasional Bhd
		Việt Nam	Việt Nam	Malaysia	Thailand	Malaysia	Malaysia
Công suất	GW	6	4	6	4	2	15
Vốn hóa thị trường	Triệu USD	2,255	1,541	2,678	3,887	7,525	22,721
Doanh thu	Triệu USD	1,583	1,243	2,469	1,622	4,638	11,974
EBITDA	Triệu USD	371	315	700	587	1,540	6,126
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	Triệu USD	10	47	175	280	542	1,743
Tổng tài sản	Triệu USD	3,771	3,072	12,247	3,441	23,370	35,861
Vốn chủ sở hữu	Triệu USD	385	1,180	3,348	1,775	16,604	14,541
Biên EBITDA		23%	25%	28%	36%	33%	51%
Biên lợi nhuận sau thuế		1%	4%	7%	17%	12%	15%
ROE		3%	4%	5%	16%	3%	12%
ROA		0.3%	1.5%	1.4%	8.1%	2.3%	4.9%
Nợ/tổng tài sản		90%	62%	73%	48%	29%	59%

Nguồn: Nguồn: Bloomberg, Reuters, MBS Research

Quan điểm & định giá

Bảng 4: Kết quả kinh doanh dự phóng (tỷ đồng)							
Chi tiêu	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	35,942	37,422	38,988	40,030	40,842	42,056	41,698
Giá vốn hàng bán	32,402	32,917	35,073	36,012	36,744	37,879	37,599
Lợi nhuận gộp	3,541	4,505	3,914	4,018	4,098	4,177	4,099
Doanh thu hoạt động tài chính	217	323	216	216	216	216	216
Chi phí tài chính	3,283	3,945	3,110	2,598	2,310	2,032	1,757
Chi phí quản lý doanh nghiệp	391	410	431	452	475	499	524
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	217	623	738	1,332	1,677	2,010	2,183
Lợi nhuận trước thuế	305	628	751	1,345	1,690	2,023	2,196
Lợi nhuận sau thuế	265	515	615	1,103	1,386	1,659	1,800
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	231	448	535	959	1,206	1,443	1,566
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	34	67	80	143	180	216	234

Nguồn: MBS dự phóng

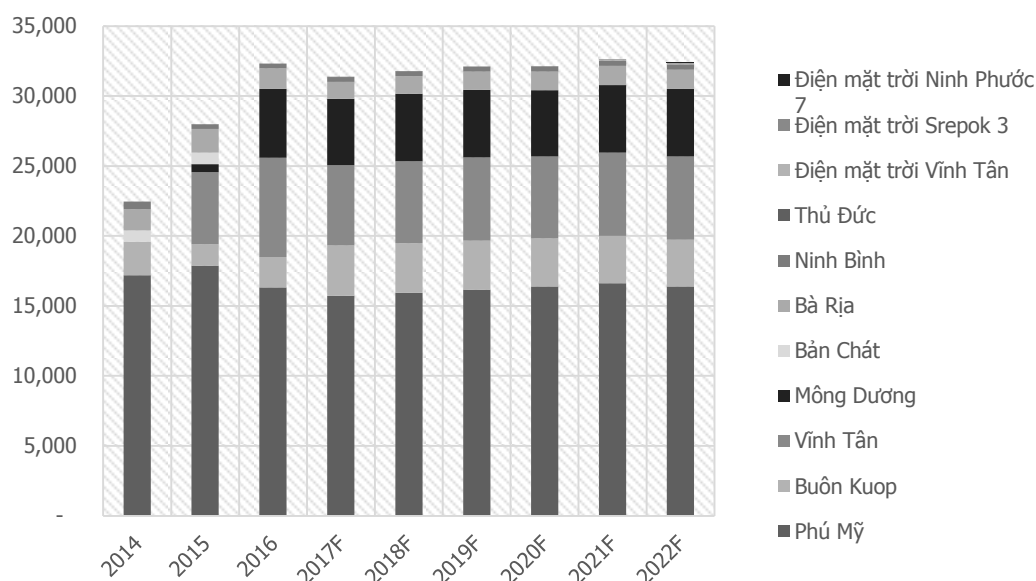
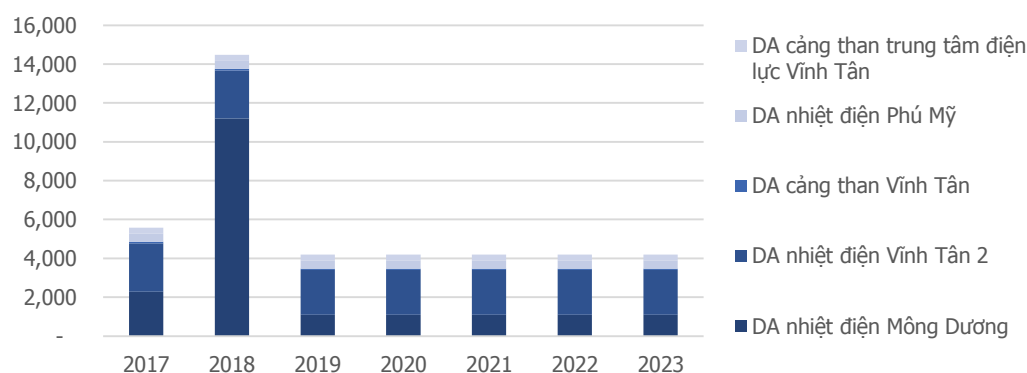
Chúng tôi đưa ra quan điểm PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với cổ phiếu GENCO 3 với giá mục tiêu 23,500 đồng/cổ phiếu dựa trên các yếu tố chính sau đây:

- **Tổng công ty niêm yết đầu ngành với tổng công suất 6,179 MW, tập trung 71% tại khu vực kinh tế miền Nam** – nơi mức thiếu hụt điện dự báo ngày càng cao khi công suất sản xuất không gia tăng kịp với sản lượng tiêu thụ.
- **Sản lượng điện sản xuất ổn định, xoay quanh mức 32,000 triệu kWh**, trong đó có tính đến việc đại tu Vĩnh Tân 2 và Mông Dương 1 trong năm 2020 và đại tu các tổ máy Phú Mỹ trong năm 2022. Chu kỳ đại tu của các nhà máy nhiệt điện bình quân khoảng 50,000 giờ vận hành EOH, tương đương khoảng 6 - 8 năm hoạt động. Ngoài ra, trong năm 2021 – 2022, dự kiến một sản lượng nhỏ điện đóng góp từ 3 dự án điện mặt trời Vĩnh Tân, Srepok 3 (2021 – 107 triệu kWh) và Ninh Phước 7 (2022 – 170 triệu kWh). Mặc dù tỷ trọng sản xuất chưa đáng kể so với quy mô của GENCO 3, tuy nhiên định hướng phát triển năng lượng tái tạo là một bước đi phù hợp với xu hướng thị trường hiện nay.

Bảng 5: Thông số dự phóng sản lượng điện mặt trời	
Bức xạ mặt trời khu vực Tây Nguyên & Nam Trung Bộ (kWh/m ² /ngày)	4.9 - 5.7
Số ngày nắng bình quân	300
Hệ số phát huy công suất	16.5%
Hao hụt	20.5%
Hao hụt thêm mỗi năm	0.7%

Nguồn: www.solarpower.vn, MBS Research

- **Giá bán tăng nhẹ 1%/năm.** Bên cạnh việc tăng giá bán điện theo chi phí biến đổi, giá cố định trong PPA các nhà máy cũng có sự thay đổi qua các năm, cụ thể:
 - **Giá cố định theo PPA của Vĩnh Tân 2 kỳ vọng tăng 60 – 100 đồng/kWh trong năm 2018** dựa trên (i) Tổng mức đầu tư đưa vào tính toán giá điện Vĩnh Tân 2 có khả năng tăng từ 25,844 tỷ (thời điểm phê duyệt 2010) lên 34,491 tỷ sau khi chia sẻ với các dự án Vĩnh Tân 1, Vĩnh Tân 3 và Vĩnh Tân 4. Việc cập nhật giá điện được dự kiến hoàn tất trong Q1/2018. (ii) Số giờ vận hành 6,000 – 6,500/năm và hệ số giảm công suất 1.3% - 3% đối với các nhà máy nhiệt điện.
 - **Giá cố định theo PPA của Buôn Kuốp, Mông Dương 1 và Vĩnh Tân 2 điều chỉnh giảm ở các năm 2018, 2019 (Buôn Kuốp giảm lần lượt 106 đồng/kWh và 41 đồng kWh qua các năm), 2021 (Mông Dương giảm 60 đồng/kWh) và 2022 (Vĩnh Tân 2 giảm 159 đồng/kWh).** Nguyên nhân do các năm đầu vận hành, doanh thu các nhà máy này không đủ bù đắp chi phí và trả nợ gốc vay nên giá cố định được điều chỉnh tăng trong một số năm đầu để đảm bảo nguồn hoạt động và điều chỉnh giảm lại trong các năm tiếp theo.
- **Chi phí lãi vay ghi nhận vào kết quả kinh doanh ước giảm dần 46% trong giai đoạn 2017 - 2022 còn 1,200 tỷ đồng.** Đặc biệt, **tỷ số nợ/tổng tài sản kỳ vọng duy trì ổn định ở mức 66% từ năm 2019, cải thiện mạnh so với mức 90% vào năm 2016** sau khi thanh toán trước hạn khoản vay tài trợ cho dự án Mông Dương 1 của Ngân hàng xuất nhập khẩu Hàn Quốc (KEXIM) gần 8,900 tỷ đồng (vay USD) từ nguồn tiền phát hành thêm IPO và chào bán cho cổ đông chiến lược.
- **Lỗi tỷ giá do đánh giá lại các khoản vay có gốc ngoại tệ, cũng giảm dần theo dư nợ với giả định tỷ giá không quá biến động.** So với Thông tư 200, chúng tôi lưu ý phương pháp xử lý chênh lệch tỷ giá của GENCO 3 có một số điểm khác biệt:
 - 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 được ghi nhận vào tài khoản "Chênh lệch tỷ giá hối đoái" trên "Vốn chủ sở hữu" (cân đối kế toán) và phân bổ dần vào báo cáo kết quả kinh doanh không quá 5 năm kể từ khi dự án đi vào hoạt động thương mại.
 - Chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại các khoản nợ dài hạn có gốc ngoại tệ được ghi nhận vào tài khoản "Chênh lệch tỷ giá hối đoái" trên "Vốn chủ sở hữu" và được ghi nhận vào "Chi phí tài chính" trong năm ít nhất bằng số chênh lệch tỷ giá của các khoản nợ đến hạn trong năm tiếp theo, đảm bảo kết quả sản xuất kinh doanh không lỗ, phần còn lại tiếp tục phân bổ trong thời gian không quá 5 năm.

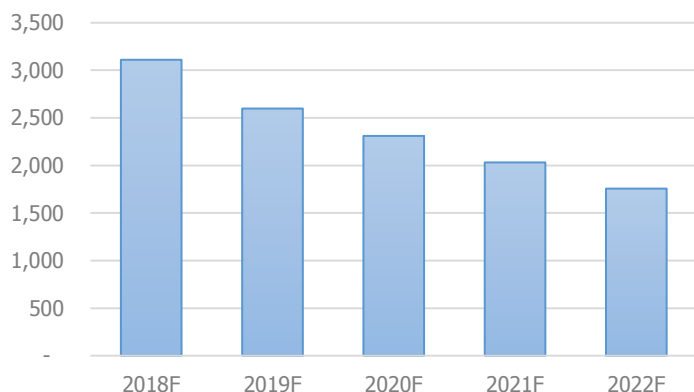
Biểu 7: Sản lượng điện sản xuất GENCO 3 (triệu kWh)**Biểu 8: Lịch trả nợ gốc các khoản vay dài hạn (tỷ đồng)**

Nguồn: GENCO 3, MBS dự phóng

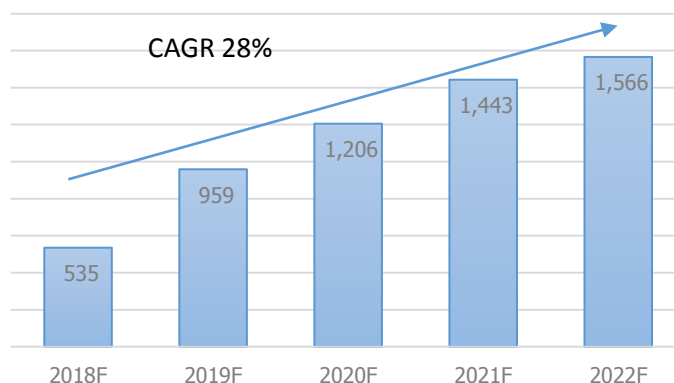
Giai đoạn 2018 – 2022, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ bình quân đạt lần lượt 2% và 28%/năm, tương ứng xấp xỉ 42,000 tỷ đồng và 1,566 tỷ đồng vào năm 2022 chủ yếu dựa trên nguồn doanh thu ổn định và khả năng tái cơ cấu nợ vay từ đợt phát hành thêm. Trong đó, kết quả 2018 chưa bao gồm khoản doanh thu và lợi nhuận hồi tố ước hơn 1,000 tỷ đồng từ việc tăng giá cổ định trong PPA của Vĩnh Tân 2 theo tổng mức đầu tư điều chỉnh.

Kết quả dự phóng hiện tại dựa trên cơ cấu danh mục hiện hữu, chưa tính đến khả năng thanh toán một số công ty có tỷ lệ sở hữu thấp trong danh mục đầu tư tài chính dài hạn như NT2 (sở hữu 2.5%) và CTCP điện Việt – Lào (sở hữu 0.6%).

Biểu 9: Chi phí tài chính 2018 - 2022 (tỷ đồng)



Biểu 10: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ 2018 – 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: MBS dự phóng

Giá trị hợp lý của cổ phiếu GENCO 3 được xác định ở mức 23,500 đồng/cổ phiếu với sự kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền và Multiple.

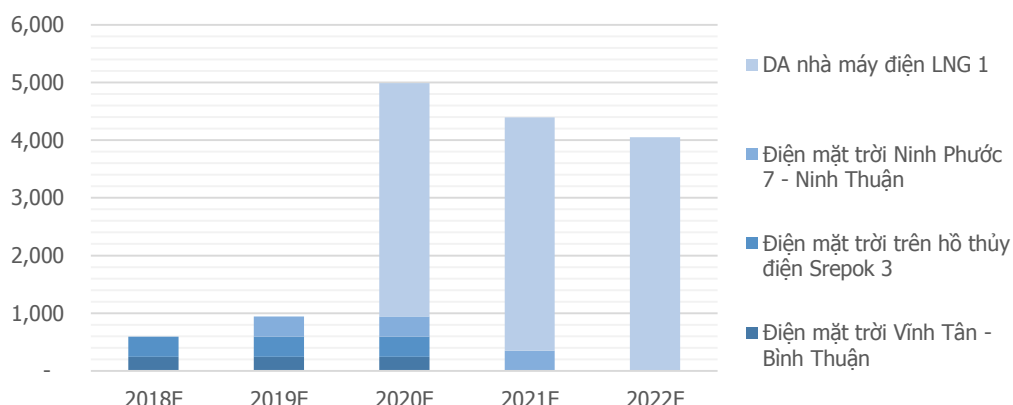
- **FCFE:** (i) Dòng tiền thuần dự kiến tăng mạnh trong 2018 từ đợt phát hành thêm và giảm trở lại qua các năm tiếp theo tương ứng với kế hoạch trả nợ gốc và lãi vay dài hạn. (ii) Cơ cấu tài trợ cho 3 dự án điện mặt trời và dự án nhà máy điện LNG 1 ở mức 70% vốn vay/30% vốn chủ sở hữu. Trong đó, điều chỉnh suất đầu tư các dự án điện mặt trời từ mức 28 – 37 tỷ đồng/MW theo kế hoạch của GENCO 3 còn 19 tỷ đồng/MW (trước thuế) theo giá thị trường hiện tại. (iii) Suất chiết khấu được áp dụng ở mức **Re 15%** và **tốc độ tăng trưởng dài hạn của công ty ở mức 6%**.
- **EV/EBITDA:** với quy mô vốn hóa dự kiến xấp xỉ **2.25 tỷ USD (tính theo giá khởi điểm đầu giá 24,600 đồng/cổ phiếu)**, chúng tôi so sánh GENCO 3 với các doanh nghiệp cùng ngành có quy mô vốn thị trường tương đương hoặc lớn hơn trong khu vực Châu Á. Theo đó, **EV/EBITDA kỳ vọng ở mức 9x**.

Bảng 6: Giá trị định giá theo các phương pháp		
Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Tỷ trọng
FCFE	26,326	60%
EV/EBITDA	19,144	40%
Giá trị hợp lý	23,500	100%

Nguồn: MBS dự phóng

Bảng 7: EV/EBITDA các doanh nghiệp cùng ngành (triệu USD)				
Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	NPAT	EV/EBITDA
Jsw energy ltd	India	2,355	94	7
YTL Power International Bhd (YTLP.KL)	Malaysia	2,678	175	13
Glow Energy PCL (GLOW.BK)	Thailand	3,887	280	9
Genting Berhad	Malaysia	7,525	542	9
Tenaga Nasional Bhd	Malaysia	22,721	1,743	7
Bình quân				9

Nguồn: Bloomberg, Reuters, MBS Research

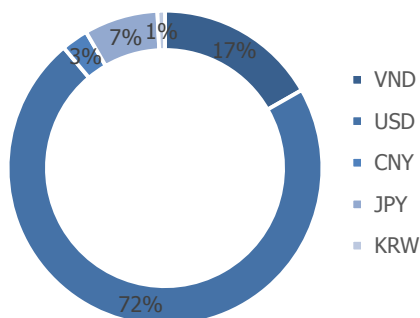
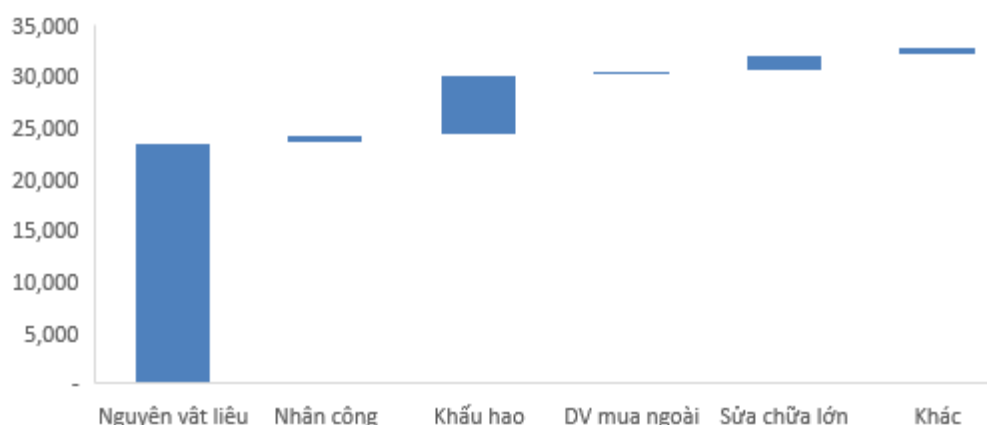
Biểu 11: Giải ngân các dự án mới (tỷ đồng)

Nguồn: GENCO 3, MBS dự phóng

Rủi ro

Rủi ro đòn bẩy tài chính cao & rủi ro tỷ giá. Một trong những mục tiêu trọng yếu của việc tăng vốn là sử dụng nguồn tiền để tái cơ cấu nợ vay, đặc biệt là các khoản vay ngoại tệ (chiếm 83% tổng nợ vay), đưa hệ số đòn bẩy tài chính về mức an toàn. Vì vậy, trường hợp nguồn tiền phát hành thêm được sử dụng theo định hướng khác hoặc thời điểm trả nợ trước hạn chậm hơn dự kiến, kết quả kinh doanh qua các năm này vẫn chịu ảnh hưởng lớn từ chi phí lãi vay và chênh lệch tỷ giá. Theo báo cáo kiểm toán hợp nhất 2016, tại thời điểm 31/12/2016, nếu đồng USD mạnh thêm 1% thì lợi nhuận trước thuế của công ty giảm gần 540 tỷ đồng.

Rủi ro sụt giảm nguồn khí nguyên liệu và chi phí nguyên nhiên liệu đầu vào tăng. Nguyên nhiên liệu là chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất, **72% - 77%** trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh. **Chi phí sản xuất điện của cụm Phú Mỹ dự kiến tăng khi nguồn khí sử dụng dịch chuyển dần sang các mỏ khí mới và lượng nhập khẩu LNG với mức giá cao hơn.** Chúng tôi cho rằng khi hợp đồng bao tiêu khí kết thúc (dự kiến 2023) và trữ lượng khí hiện hữu cạn dần, rủi ro về giá & nguồn cung cấp khí mới là điểm đáng quan ngại. **Tương tự đối với các nhà máy nhiệt điện than với thách thức về giá đầu vào tăng khi ngày càng phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu.**

Biểu 12: Cơ cấu nợ vay theo đồng tiền**Biểu 13: Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố 2016 (tỷ đồng)**

Nguồn: GENCO 3, MBS Research

Rủi ro từ đợt phát hành. Quy mô và thời điểm dòng tiền thu về thay đổi so với dự kiến có thể ảnh hưởng đến kế hoạch kinh doanh sau cổ phần hóa & vốn điều lệ tương ứng. **Số lượng cổ phần phát hành lớn (xấp xỉ 1 tỷ cổ phần) với mức giá khởi điểm tương đối cao (24,600 đồng/CP) trong khi tình hình tài chính chưa thực sự hấp dẫn sẽ gây khó khăn cho việc đảm bảo quy mô và tiến độ phát hành,** đặc biệt tại thời điểm Q1/2018 khi thị trường đang hấp thụ một lượng lớn cổ phần chào bán từ nhiều doanh nghiệp cổ phần hóa.

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc thu hút một lượng tiền lớn trong khi nhu cầu sử dụng chưa thật sự cần thiết trong 2 năm tiếp theo là một yếu tố cần xem xét, đặc biệt đối với các nhà đầu tư chiến lược. Tăng vốn gấp đôi từ IPO và chào bán cổ đông chiến lược, tổng nguồn tiền thu từ đợt phát hành theo giá khởi điểm dự kiến khoảng 25,000 tỷ đồng. Trong đó, GENCO3 giữ lại 17,500 tỷ đồng, còn lại nộp về Quỹ hỗ trợ sắp xếp doanh nghiệp. Theo Phương án cổ phần hóa, nguồn tiền này được sử dụng trả nợ trước hạn 8,900 tỷ đồng và bổ sung nguồn vốn hoạt động kinh doanh 8,600 tỷ đồng. Với việc duy trì & ổn định các nhà máy hiện tại, chúng tôi ước tính nguồn tiền này tương đối dồi dào cho đến 2020 khi bắt đầu tiến hành dự án nhà máy điện LNG 1.

Kết quả kinh doanh 2014 - 2017

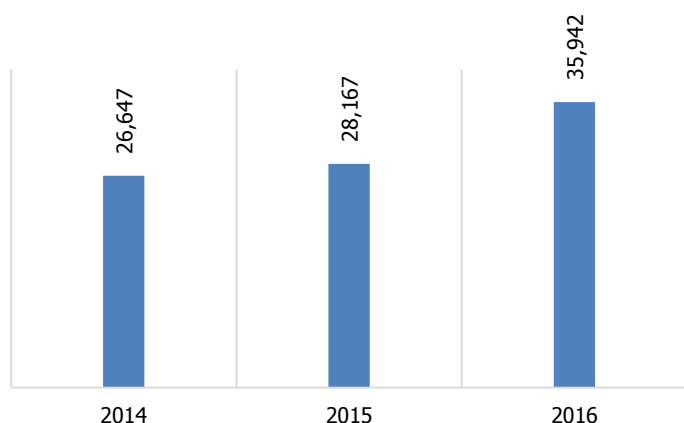
Doanh thu tăng trưởng bình quân 16%/năm và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện từ 8% lên 10% giai đoạn 2014 – 2016 với việc vận hành nhà máy Vĩnh Tân 2 và Mông Dương 1 trong năm 2015.

- Sản lượng điện sản xuất ghi nhận tốc độ tăng trưởng 20%/năm, đóng góp từ Vĩnh Tân 2 ~ 5.1 tỷ kWh trong 2015 và 7,1 tỷ kWh trong 2016, Mông Dương 1 đạt tương ứng 0.6 tỷ kWh và 4.9 tỷ kWh.
- Hiệu suất hoạt động nhóm nhiệt điện khí Phú Mỹ (77% lên 80%) và Bà Rịa (44% lên 50%) cải thiện trong 2015 và (ii) 2 nhà máy nhiệt điện than mới vận hành cả năm trong 2016 là các yếu tố chính thúc đẩy sự gia tăng của biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn này.

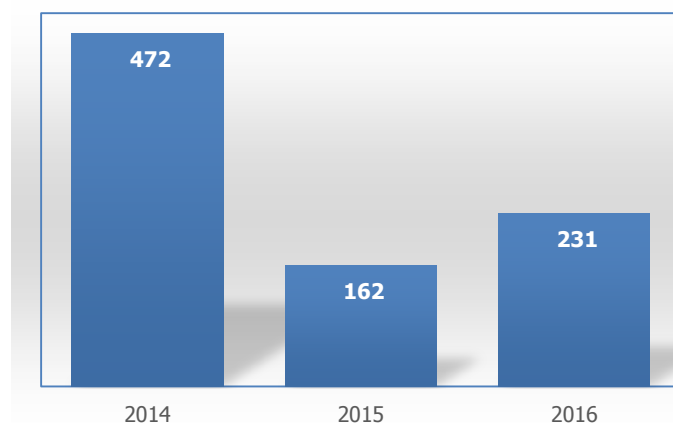
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính bù đắp lớn cho chi phí lãi vay & lỗ chênh lệch tỷ giá ròng (sau khi trừ đi lãi tỷ giá), kéo theo biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ) ở mức thấp 1% - 2%. Năm 2015, mặc dù doanh thu & lợi nhuận gộp ghi nhận mức tăng tốt nhưng không đủ đắp đủ chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá phát sinh từ Vĩnh Tân 2 và Mông Dương 1 nên lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 66% từ 472 tỷ đồng còn 162 tỷ đồng. Năm 2016, lợi nhuận sau thuế được phục hồi 43% lên mức 231 tỷ đồng khi 2 nhà máy mới hoạt động từ đầu năm và nguồn thu dần trang trải được cho các chi phí phát sinh.

Lợi nhuận sau thuế hợp nhất 2017 dự kiến tăng trưởng mạnh 94% đạt 448 tỷ đồng với đóng góp chính từ nhóm thủy điện. Tình hình thời tiết thuận lợi 6 tháng cuối 2017 đã thúc đẩy sản lượng điện của Buôn Kuốp vượt 65% so với thực hiện 2016, tương ứng tăng 1.4 tỷ kWh. Với giá bán khoảng 720 đồng/kWh, doanh thu và lợi nhuận trước thuế từ sản lượng tăng thêm ước đạt 1,000 tỷ đồng do đặc thù chi phí sản xuất của thủy điện không biến động nhiều, phần lớn là chi phí khấu hao.

Biểu 14: Doanh thu thuần 2014 – 2016 (tỷ đồng)

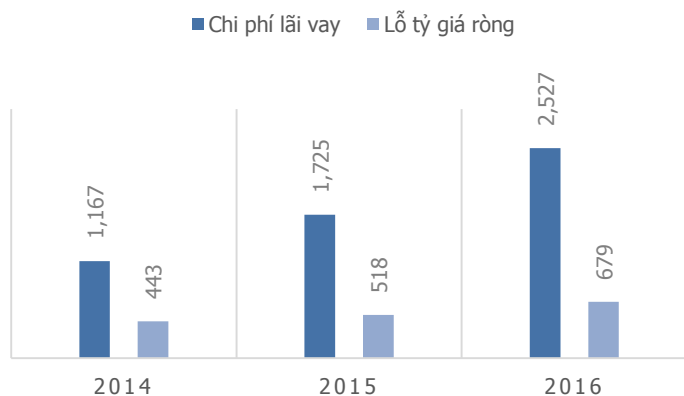


Biểu 15: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ

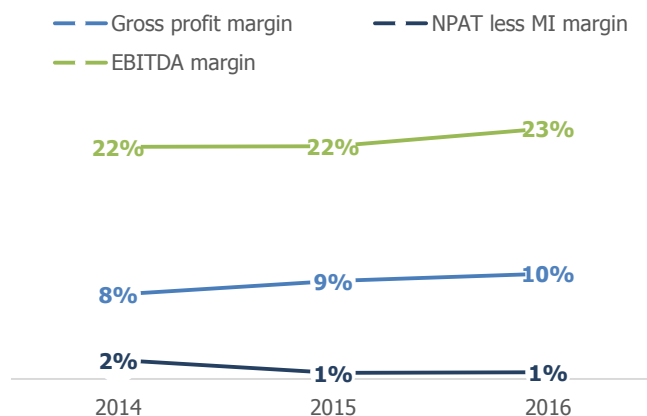


Nguồn: GENCO 3, MBS Research

Biểu 16: Chi phí lãi vay & lỗ tỷ giá 2014 – 2016 (tỷ đồng)

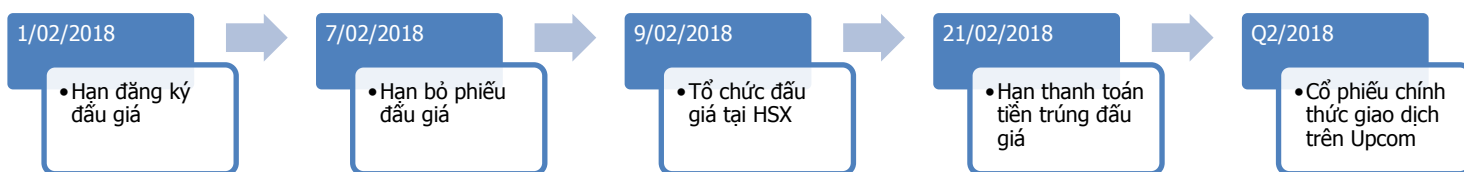


Biểu 17: Tỷ suất lợi nhuận

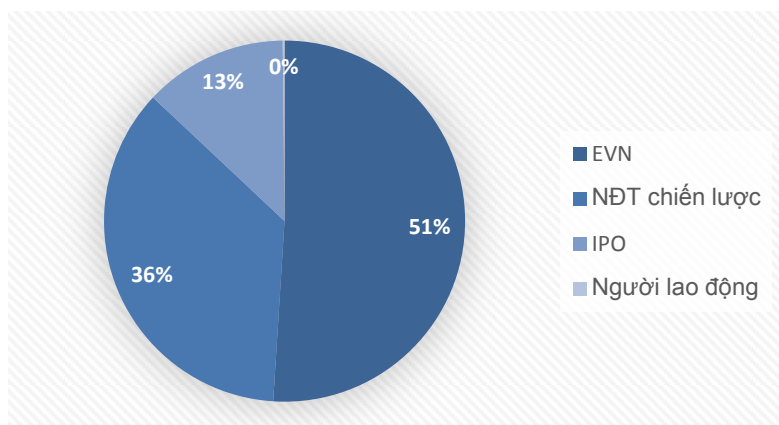


Nguồn: GENCO 3, MBS Research

Thông tin IPO



Biểu 18: Cơ cấu VĐL dự kiến



Bảng 8: Thông tin IPO

Số lượng CP đầu giá công khai	267,051,900
Mệnh giá (VND/CP)	10,000
Giá khởi điểm (VND/CP)	24,600
Vốn điều lệ dự kiến (tỷ đồng)	20,809

Bảng 9: Danh sách nhà đầu tư chiến lược đang quan tâm		
Nhà đầu tư	Tỷ lệ cổ phần dự kiến mua	Ghi chú
Liên danh Ratchaburi và EGCO (Thái Lan)	25% - 49%	Yêu cầu tham gia bộ máy quản lý tương ứng tỷ lệ vốn góp
Liên danh Công ty TNHH Xây dựng Hưng Hải và CTCP Tập đoàn T&T	Trên 51%	Đề nghị EVN có lộ trình giảm vốn góp xuống dưới 51%
Công ty TNHH Tập đoàn Bitexco	25% - 51%	Yêu cầu tham gia bộ máy quản lý tương ứng tỷ lệ vốn góp
Công ty Nebras Power (Qatar)	Đến 48%	
BWT Group	Từ 51%	Chưa ký thỏa thuận bảo mật thông tin
PAVO Capital Group	Từ 51%	Chưa ký thỏa thuận bảo mật thông tin

Nguồn: Phương án cổ phần hóa GENCO 3, MBS Research

Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2016	2017F	2018F	Chỉ số chính	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	35,942	37,422	38,988	Khả năng sinh lời			
Giá vốn hàng bán	32,402	32,917	35,073	Biên lợi nhuận gộp	10%	12%	10%
Lợi nhuận gộp	3,541	4,505	3,914	Biên EBITDA	23%	22%	22%
Doanh thu hoạt động tài chính	217	323	216	Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	1%	1%	1%
Chi phí tài chính	3,283	3,945	3,110	ROE	3%	5%	3%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	391	410	431	Tăng trưởng			
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	217	623	738	Doanh thu	28%	4%	4%
Lợi nhuận trước thuế	305	628	751	Lợi nhuận trước thuế	24%	106%	20%
Lợi nhuận sau thuế	265	515	615	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	43%	94%	20%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	231	448	535	EPS			-20%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	34	67	80				
				Thanh khoản			
Bảng cân đối kế toán	2016	2017F	2018F	Thanh toán hiện hành	1.77	1.24	1.91
Tài sản ngắn hạn	18,786	17,823	25,185	Thanh toán nhanh	1.48	1.04	1.68
I. Tiền & tương đương tiền	2,059	1,453	8,749	Nợ/tài sản	90%	88%	67%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,051	990	990	Nợ/vốn chủ sở hữu	8.81	7.01	2.05
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	12,463	11,507	11,901	Khả năng thanh toán lãi vay	1.13	1.24	1.34
IV. Hàng tồn kho	3,040	2,862	3,077				
V. Tài sản ngắn hạn khác	173	1,011	468	Định giá			
Tài sản dài hạn	66,805	62,467	57,620	Cổ tức	0%	0%	4%
I. Các khoản Phải thu dài hạn	0	1	1	EPS (VND)	-	564	454
II. Tài sản cố định	61,569	56,576	51,922	BVPS (VND)	-	9,490	13,053
1. Tài sản cố định hữu hình	61,502	56,511	51,859				
2. Tài sản cố định vô hình	67	65	63				
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0				
IV. Tài sản dở dang dài hạn	3,415	3,931	3,737				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	1,764	1,873	1,873				
VI. Tài sản dài hạn khác	57	87	87				
Tổng tài sản	85,591	80,291	82,805				
Nợ phải trả	76,862	70,268	55,643				
I. Nợ ngắn hạn	10,611	14,361	13,169				
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	7,273	7,540	8,222				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	3,338	6,821	4,947				
II. Nợ dài hạn	66,251	55,907	42,473				
1. Các khoản phải trả dài hạn	409	409	409				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	65,842	55,498	42,064				
Vốn chủ sở hữu	8,729	10,023	27,162				
1. Vốn điều lệ	10,562	10,562	20,809				
2. Thặng dư vốn cổ phần	6	6	7,288				
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,191	1,376	986				
4. Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-3,374	-2,231	-2,231				
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	345	310	310				
Tổng nguồn vốn	85,591	80,291	82,805				

Nguồn: GENCO 3, MBS Research

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Ngân hàng, chứng khoán

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Cao su, Săm lốp

Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)

Cảng biển, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Dầu khí, Năng lượng

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS,