# BÁO CÁO LẦN ĐẦU

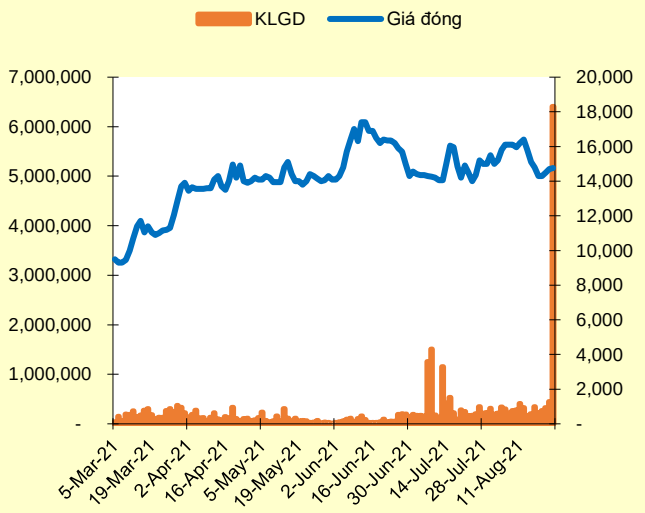
Ngày 27 tháng 08 năm 2021

## TEG (HOSE)

| | |
|---|---|
| **Giá hiện tại (27/08/2021)** | **12.350** |
| **Giá mục tiêu** | **15.200** |
| **Lợi nhuận kì vọng** | **23,1%** |
| Giá cao nhất 52 tuần qua | 17.500 |
| Lượng CP đang lưu hành (trCP) | 32,4 |
| Free-float (trCP) | 16,2 |
| Vốn hóa (tỷ VND) | 477,7 |
| KLGD Trung bình 10 ngày (CP) | 909.680 |
| Beta | 0,74 |

| **Chỉ số trượt 12T** | **TEG** | **VNIndex** |
|---|---|---|
| P/E (lần) | 35.50 | 15,92 |
| P/B (lần) | 1,28 | 2,56 |
| EV/EBITDA (lần) | 62,15 | 24,14 |
| Nợ vay/VCSH (lần) | 0,08 | 1,12 |
| Biên LN ròng (%) | 3,86% | 22,72% |
| ROE (%) | 1,73% | 16,76% |
| ROA (%) | 1,38% | 6,45% |

**DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU**




*Nguồn: SHS, FiinPro*

Giới thiệu:

- Công ty Cổ phần Năng lượng và Bất động sản Trường Thành, được thành lập năm 2011, hoạt động đồng trong các lĩnh vực đầu tư xây dựng, phát triển và kinh doanh bất động sản, kinh doanh bê tông, thiết bị điện, và đầu tư năng lượng tái tạo. Vốn điều lệ hiện tại của TEG là 323,8 tỷ đồng.

Phòng phân tích SHS đánh giá khả quan đối với cổ phiếu của TEG với giá mục tiêu **15.200 đồng/cổ phiếu**, tương đương tiềm năng tăng giá 23,1% trong 12 tháng tới với những luận điểm chính như sau:

- TEG đang bước vào **chu kì tăng trưởng mới** với các dự án Bất động sản đang và chuẩn bị triển khai, đồng thời với tham vọng tham gia sâu hơn vào mảng năng lượng tái tạo sau khi tái cơ cấu hàng loạt các công ty con và liên kết trong năm 2020.
- **TEG hiện sở hữu quỹ đất hơn 100ha** tại Quảng Ngãi, Hưng Yên, và Bình Định với danh mục đa dạng từ phân khúc nhà ở thu nhập thấp, bất động sản nghỉ dưỡng, cho đến bất động sản công nghiệp. Các dự án này lần lượt mang lại doanh thu cho TEG từ năm 2022 trở đi.
- **Mảng Năng lượng tái tạo** được sự hậu thuẫn từ tập đoàn Trường Thành Việt Nam, TEG đang tham gia vào các dự án năng lượng tái tạo của tập đoàn, từ việc triển khai xây lắp cho đến khai thác các dự án.
- TEG tăng vốn để **mua lại CTCP Năng lượng Trường Thành**, là doanh nghiệp góp vốn đầu tư vào 2 dự án đã COD là ĐMT Hòa Hội (257MWp) và Bình Nguyên (49,6MWp).
- **Năm 2021,** SHS dự báo doanh thu thuần đạt 289,33 tỷ đồng (tăng 34,7% theo năm) và LNST đạt 58,07 tỷ đồng (tăng 7,7 lần theo năm). EPS năm 2021 sau pha loãng dự báo đạt 1.284 VND/cổ phiếu.
- **Cổ phiếu TEG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng** 2021 là 9,61x, P/E trượt trung bình của thị trường Việt Nam là 15,92x.
- SHS xác định giá trị hợp lý đối với cổ phiếu TEG là **15.200 đồng/cp**, cao hơn giá đóng cửa ngày 27/08/2021 là 23,1%.
- **Rủi ro đầu tư:** bao gồm rủi ro cắt giảm công suất từ các dự án năng lượng tái tạo; Rủi ro chính sách; Rủi ro thị trường Bất động sản nghỉ dưỡng do tác động của dịch Covid-19; Rủi ro pha loãng từ việc tăng vốn.

*Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo*

# 1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

## 1.1. Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty cổ phần Năng lượng và Bất động sản Trường Thành (TEG) được thành lập vào năm 2011 với định hướng ban đầu là đầu tư tài chính và kinh doanh bất động sản, sau đó đã mở rộng hoạt động sang lĩnh vực năng lượng tái tạo trong thời gian gần đây.

Tại thời điểm 30/06/2021, Vốn điều lệ của TEG là 323,8 tỷ đồng, tương ứng với 32,38 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Quá trình tăng vốn của TEG:

02/2011: Công ty được thành lập với vốn điều lệ 6 tỷ đồng

05/2012: Phát hành riêng lẻ cho CĐHH để tăng vốn điều lệ lên 20 tỷ đồng

08/2015: Phát hành riêng lẻ cho CĐHH để tăng vốn điều lệ lên 150 tỷ đồng

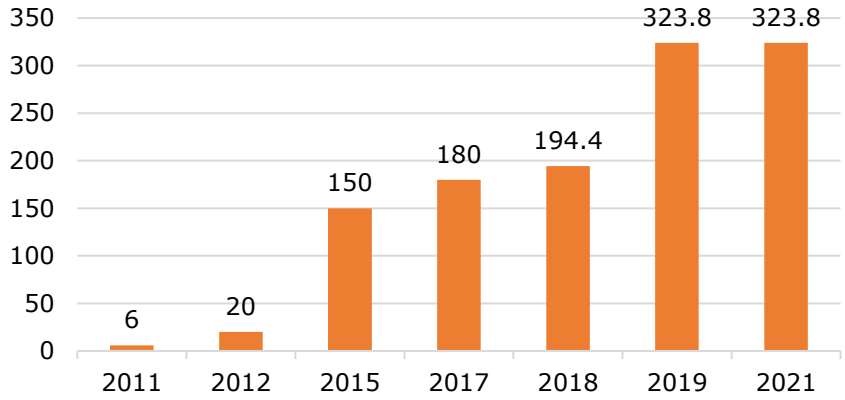
07/2017: Phát hành 3 triệu cổ phiếu để trả cổ tức, nâng vốn điều lệ lên 180 tỷ đồng

07/2018: Phát hành 1,44 triệu cổ phiếu để trả cổ tức, nâng vốn điều lệ lên 194,4 tỷ đồng

03/2019: Phát hành thêm 10 triệu cổ phiếu, nâng vốn điều lệ lên 294,4 tỷ đồng

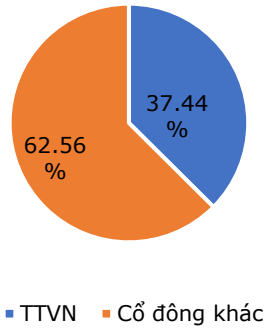
07/2019: Phát hành 2,94 triệu cổ phiếu để trả cổ tức, nâng vốn điều lệ lên 323,8 tỷ đồng

**Vốn điều lệ qua các năm (tỷ đồng)**




*Nguồn: TEG, SHS Research*

## 1.2. Cơ cấu sở hữu




TEG có 1 cổ đông lớn nắm giữ từ 5% vốn cổ phần trở lên. Cụ thể, 37,44% vốn cổ phần TEG sở hữu bởi CTCP Tập đoàn Trường Thành Việt Nam.

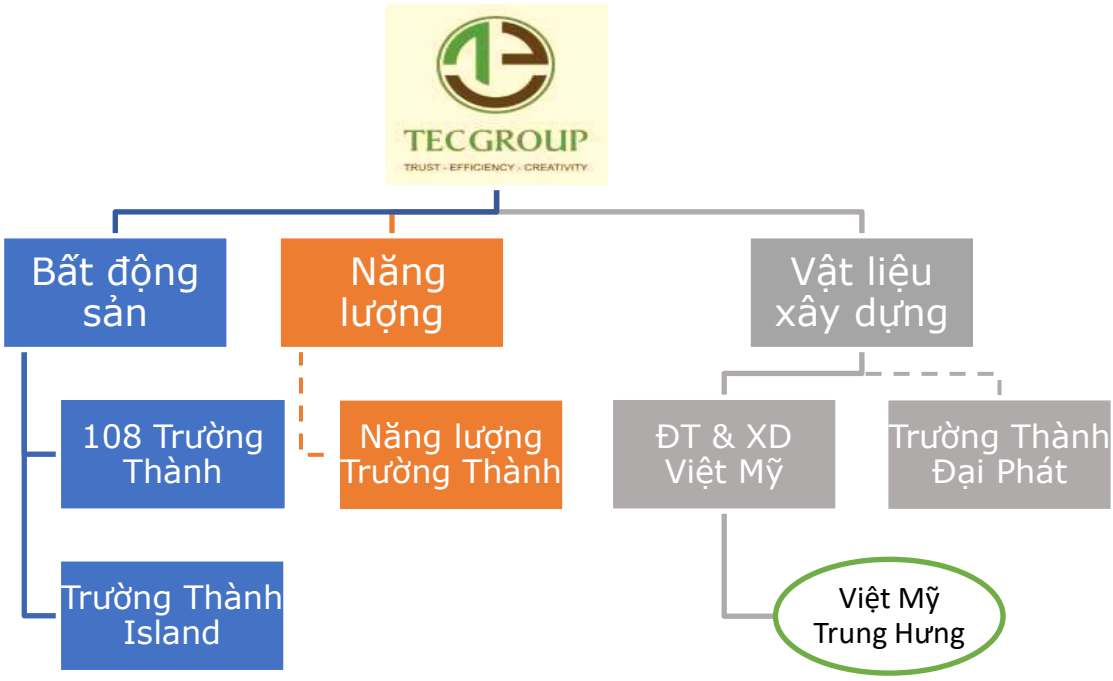
*Nguồn: TEG, SHS Research*

### 1.3. Cơ cấu tổ chức và cấu trúc đầu tư

Danh sách công ty con và công ty liên kết (tính đến 30/06/2021):

| STT | Tên công ty | Tỷ lệ biểu quyết (%) | Tỷ lệ lợi ích (%) |
|---|---|---|---|
| **I** | **Công ty con** | | |
| 1 | CTCP Đầu tư Xây dựng 108 Trường Thành | 89,00 | 89,00 |
| 2 | CTCP Đầu tư và Xây dựng Việt Mỹ | 51,00 | 51,00 |
| 3 | CTCP Du lịch Trường Thành Island | 83,00 | 83,00 |
| 4 | CTCP Việt Mỹ Trung Hưng (*) | 60,00 | 70,59 |
| **II** | **Công ty liên kết** | | |
| 1 | CTCP Trường Thành Đại Phát | 20,00 | 20,00 |
| 2 | CTCP Năng lượng Trường Thành | 24,17 | 26,32 |

*(*) TEG nắm giữ 60% quyền biểu quyết gián tiếp thông qua CTCP Đầu tư và xây dựng Việt Mỹ*




## 2. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### 2.1. Bất động sản và xây dựng là một trong hai hoạt động cốt lõi của TEG

Hiện tại TEG đang tập trung phát triển các khu đô thị có quy mô vừa và nhỏ tại các địa phương thực sự có nhu cầu nhà ở, hướng tới phân khúc nhà ở giá rẻ và dành cho các gia đình trẻ. Đồng thời, TEG cũng định hướng nghiên cứu phát triển các dự án ở những khu vực có tiềm năng phát triển du lịch nhưng chưa được khai thác.

Danh mục hiện tại của TEG có 5 dự án bao gồm 2 dự án Bất động sản nhà ở, 2 dự án Bất động sản nghỉ dưỡng và 1 dự án xây dựng hạ tầng Khu công nghiệp.

| Dự án | Diện tích | Vị trí | Loại hình | TMĐT (tỷ đồng) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Khu nhà ở Nghĩa An | 277.728 $m^2$ | Quảng Ngãi | Khu nhà ở nông thôn & thương mại dịch vụ | 250 | | | | | | |
| Khu nhà ở Trường Thành Hưng Yên | 85.523 $m^2$ | Hưng Yên | Khu dân cư | 564 | | | | | | |
| Casa Marina Island | 12,8ha | Quy Nhơn | Khu du lịch sinh thái nghỉ dưỡng | 200 | | | | | | |
| Suối nước nóng Hội Vân | 17,756ha | Bình Định | Khu dân cư kết hợp du lịch nghỉ dưỡng | 727 | | | | | | |
| Cụm Công nghiệp Cát Hiệp | 50ha | Bình Định | Khu công nghiệp | 413,7 | | | | | | |

*Nguồn: TEG, SHS tổng hợp*

Dự án Khu nhà ở Nghĩa An gồm 3 giai đoạn (do CTCP Đầu tư xây dựng 108 Trường Thành làm chủ đầu tư), trong đó GĐ1 có quy mô 7,56ha đã thực hiện và phân phối xong trong quý 2/2017. GĐ2 của dự án do ảnh hưởng của dịch Covid cùng với những thay đổi chính sách của Nhà nước và các thủ tục Pháp lý tại địa phương nên dự án có phần chậm hơn kế hoạch, lùi từ năm 2020 sang năm 2021. GĐ2 có quy mô 7,16ha dự kiến sẽ hoàn thành và bàn giao cho khách hàng vào quý 1/2022. GĐ3 có quy mô 13,2ha dự kiến triển khai thi công vào quý 2/2023 và sẽ được hoàn thành và bàn giao cho khách hàng vào quý 2/2024.

Dự án khu dân cư giá rẻ TEG đang đàm phán mua lại trong năm tới sẽ là Khu nhà ở Trường Thành tại tỉnh Hưng Yên. Dự án có tổng mức đầu tư hơn 564 tỷ đồng trên diện tích đất 8,55ha với quy mô 460 căn nhà ở bao gồm 39 căn biệt thự và 421 căn liền kề, cùng các công trình hạ tầng khác như chung cư, khu nhà trẻ, khu nhà văn hóa. Dự án đang trong quá trình thực hiện các thủ tục pháp lý.

Đối với phân khúc Bất động sản nghỉ dưỡng, dự án Khu du lịch biển Casa Marina Island (chủ đầu tư CTCP Trường Thành Island) sẽ tiếp tục là sản phẩm để xây dựng thương hiệu bất động sản nghỉ dưỡng cao cấp của TEG sau dự án Khu du lịch nghỉ dưỡng biển quốc tế Bãi Xép. Dự án có tổng mức đầu tư 200 tỷ đồng trên đảo Hòn Ngang (12,8ha). Các hạng mục trên đảo bao gồm quần thể nhà hàng, Bungalow, cầu tàu du lịch, các dịch vụ thể thao, leo núi và lặn biển kết hợp nuôi trồng và bảo tồn sinh vật biển. Dự án đã hoàn tất công tác giải phóng mặt bằng, hiện đang hoàn tất các thủ tục pháp lý, dự kiến khởi công và xây dựng công trình vào 2022.

Trong khi đó, Dự án Khu du lịch nghỉ dưỡng, chăm sóc sức khỏe và dân cư khu vực suối nước nóng Hội Vân sẽ do TEG trực tiếp làm chủ đầu tư, liên danh với CTCP Đầu tư Xây dựng Đông Dương Thăng Long. Dự án có tổng mức đầu tư 726,91 tỷ đồng trên diện tích đất 17,756ha, trong đó khu chăm sóc sức khỏe, phục hồi chức năng là 6,854ha; còn khu dân cư sẽ là 10,902ha. Dự án đang trong quá trình thực hiện các thủ tục pháp lý, dự kiến sẽ hoàn thành thủ tục lựa chọn nhà đầu tư, cấp Quyết định Phê duyệt chủ trương đầu tư và ký hợp đồng dự án vào cuối QIII/2021.

Bên cạnh các dự án dân dụng, dự án Cụm công nghiệp Cát Hiệp sẽ giúp TEG gia nhập bản đồ bất động sản Khu công nghiệp. Dự án được xây dựng trên diện tích 50ha, với vị trí gần cảng hàng không Phù Cát, gần cảng biển Quy Nhơn, trong khu vực có hệ thống giao thông thuận lợi với Quốc lộ 1A. Cụm công nghiệp được chia thành 5 phân khu sản xuất bao gồm: Khu A – chế biến lâm sản; Khu B – sản xuất vật liệu xây dựng; Khu C – các ngành nghề tiểu thủ công nghiệp; Khu D – các ngành nghề sản xuất tiêu dùng; Khu E - sản xuất chế biến nông sản. Dự án đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng và dự kiến khởi công vào quý 4/2021.

### Dự án Khu nhà ở Nghĩa An

- Loại hình: Khu nhà ở nông thôn kết hợp thương mại dịch vụ
- Vị trí: Xã Nghĩa An, thành phố Quãng Ngãi, tỉnh Quảng Ngãi
- Tổng diện tích: 277.728 $m^2$
- Tổng vốn đầu tư: 250,48 tỷ đồng
- Doanh thu dự án: 626,19 tỷ đồng
- Quy mô: 1.071 lô đất nền. Trong đó GĐ1 333 lô, GĐ2 345 lô, và GĐ3 393 lô
- Tiến độ dự án: Đang đầu tư xây dựng giai đoạn 2 (7,16ha)

### Dự án Khu du lịch biển Casa Marina Island (đảo Hòn Ngang)

- Loại hình: Khu du lịch sinh thái nghỉ dưỡng
- Vị trí: Hòn Ngang, phường Ghềnh Ráng, thành phố Quy Nhơn
- Tổng diện tích: 12,8ha
- Tổng vốn đầu tư: 200 tỷ đồng
- Tiến độ dự án: Đã hoàn thành Giải phóng mặt bằng, đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý, dự kiến khởi công và xây dựng công trình vào 2022.

### Dự án Suối nước nóng Hội Vân

- Loại hình: Khu du lịch nghỉ dưỡng, chăm sóc sức khỏe, và khu dân cư
- Vị trí: Thôn Hội Vân, xã Cát Hiệp, huyện Phù Cát- tỉnh Bình Định
- Tổng diện tích: 17,756ha
- Tổng vốn đầu tư: 726,91 tỷ đồng
- Tiến độ dự án: đang trong quá trình hoàn thành các thủ tục pháp lý.

**Cụm công nghiệp Cát Hiệp**

- Loại hình: Bất động sản KCN
- Vị trí: thôn Hội vân, xã Cát Hiệp, huyện Phù Cát, tỉnh Bình Định
- Tổng diện tích: 50ha
- Tổng vốn đầu tư: 413,66 tỷ đồng
- Tiến độ dự án: Đã được chấp thuận, dự kiến khởi công dự án vào quý 4/2021.

*Nguồn: TEG, SHS tổng hợp*

### 2.2. Mảng vật liệu xây dựng

Hoạt động sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng đến từ công ty con Việt Mỹ và công ty liên kết Trường Thành Đại Phát.

(1) CTCP Đầu tư và Xây dựng Việt Mỹ (VMC): VMC sản xuất và kinh doanh bê tông thương phẩm, sản phẩm của VMC được cung cấp cho các chủ đầu tư tại địa phương và các địa bàn lân cận, đồng thời cũng đã được cung cấp cho các nhà thầu lớn như Hòa Phát, Việt Hưng (Ecopark), Hòa Bình… Doanh thu năm 2020 đạt 79 tỷ đồng, giảm sút 20% so với năm 2019 do ảnh hưởng của đại dịch Covid. Năm 2021, VMC đặt kế hoạch 100,94 tỷ đồng doanh thu bằng việc đẩy mạnh doanh số bán hàng lên 110.000$m^3$/năm với bê tông thương phẩm và 1.540 ca/năm đối với thiết bị bơm bê tông các loại. Trong năm tới, VMC có kế hoạch đầu tư thêm một dây chuyền sản xuất mới bên cạnh 2 dây chuyền cũ bằng nguồn vốn sẵn có tại doanh nghiệp để mở rộng hoạt động sản xuất và đảm bảo việc phát triển ổn định khi 2 dây chuyền cũ giảm công suất do hao mòn thiết bị.

(2) CTCP Trường Thành Đại Phát: Công ty đang triển khai hoạt động khai thác và cung cấp vật liệu xây dựng trên địa bàn tỉnh Bình Định. Doanh thu từ năm 2021 dự kiến sẽ cao hơn sau khi công ty hoàn thành các thủ tục pháp lý về chuyển nhượng quyền khai thác đá xây dựng tại mỏ đá Hòn Ngựa, thị xã An Nhơn, Bình Định. Mỏ đá có tổng diện tích khai thác khoảng 7ha, trữ lượng khai thác khoảng trên 2 triệu $m^3$ với trữ lượng đăng kí khai thác hàng năm là 48.000$m^3$.

### 2.3. Mảng Thương mại

Trong năm 2020, hoạt động thương mại của TEG chuyển hướng từ cung cấp mặt hàng thép, inox, thiết bị phục vụ xây dựng công trình sang cung cấp vật liệu điện (cáp điện và dây đồng) cho các dự án năng lượng tái tạo, gắn liền với mảng có ưu thế của Tập đoàn.

### 2.4. Mảng Năng lượng – Lĩnh vực kinh doanh chiến lược trong những năm tới bằng việc mua lại CTCP Năng lượng Trường Thành

Trước khi có kế hoạch mua lại TTP để tham gia vào các dự án năng lượng tái tạo lớn, TEG chủ yếu phát triển các dự án Điện mặt trời trên mái nhà tại khu vực miền Nam. Năm 2020,

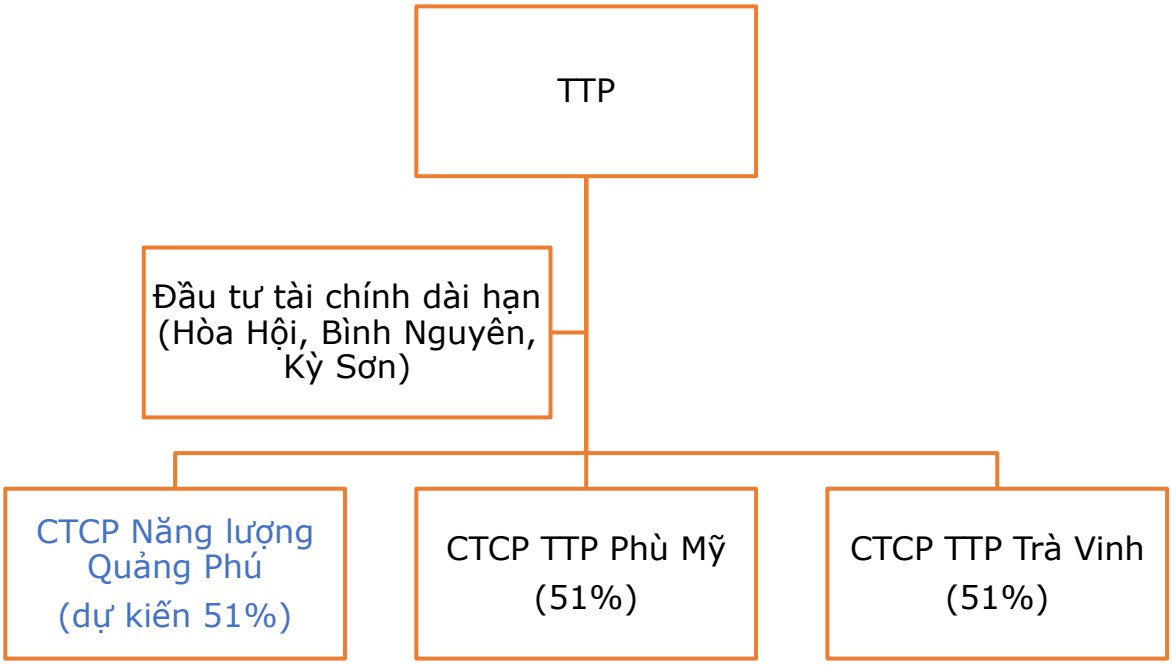
Công ty, thông qua công ty con, đã hoàn thành 8 dự án điện mặt trời áp mái với doanh thu hơn 93 tỷ đồng.

**CTCP Năng lượng Trường Thành (TTP)** được thành lập năm 2016 với định hướng tập trung vào lĩnh vực năng lượng tái tạo. Hiện tại, TEG mới chỉ ghi nhận doanh thu tài chính là phần lợi nhuận được chia từ các dự án nhà máy điện mặt trời thông qua TTP. Với kế hoạch tăng vốn điều lệ để mua lại cổ phần của TTP, nâng sở hữu lên 93% thì doanh thu từ TTP sẽ bắt đầu được hợp nhất và đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh của TEG từ năm 2022. Thông qua TTP, TEG sở hữu một phần vốn tại 3 dự án trang trại mặt trời đã COD (đã phát điện thương mại năm 2019) và các dự án năng lượng tái tạo mới sắp triển khai; trong đó, một dự án đã hoàn tất chuyển nhượng lại cho đối tác Nhật Bản năm 2020.

Là một trong những công ty tiên phong trong lĩnh vực năng lượng tái tạo ở Việt Nam, TTP đã tận dụng được chính sách giá bán điện mặt trời ưu đãi của Chính phủ. Cả ba dự án này đều được ký kết Hợp đồng mua bán điện với mức giá FIT cố định 9,35 UScents cho mỗi kWh trong suốt 20 năm kể từ ngày phát điện thương mại, đảm bảo hiệu quả đầu tư luôn ổn định và ở mức cao.

**Cơ cấu tổ chức của TTP**

TTP được cơ cấu theo mô hình công ty đầu tư nắm giữ cổ phần tại các công ty dự án.




Hiện tại, TTP đang là cổ đông lớn tại CTCP TTP Phú Yên (Công ty dự án của ĐMT Hòa Hội – *đã phát điện thương mại*); CTCP Năng lượng và Công nghệ cao Trường Thành Quảng Ngãi (Công ty dự án của ĐMT Bình Nguyên - *đã phát điện thương mại*) và CTCP Điện mặt trời Kỳ Sơn (Công ty dự án của ĐMT Kỳ Sơn). Ngoài ra TTP đang nắm giữ cổ phần chi phối tại CTCP TTP Phù Mỹ (dự án điện gió tại Bình Định) và CTCP TTP Trà Vinh (dự án điện gió tại Trà Vinh).

**Danh mục các dự án năng lượng tái tạo của TTP**

| Dự án | Vị trí | Sở hữu | Công suất | Sản lượng (MWh/năm) | Giá bán (UScents/kWh) | TMĐT (tỷ đồng) | Thời điểm hoạt động |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *Điện mặt trời* | | | *MWp* | | | | |
| ĐMT Bình Nguyên | Quảng Ngãi | 13,40% | 49,6 | 73.310 | 9,35 | 1.138 | 2019 |
| ĐMT Hòa Hội | Phú Yên | 19,99% | 257 | 334.148 | 9,35 | 5.754 | 2019 |
| ĐMT Kỳ Sơn(*) | Hà Tĩnh | 15,00% | 250 | 307.000 | n/a | 4.500 | Dự kiến 2023 |
| *Điện gió* | | | *MW* | | | | |
| Điện gió Phù Mỹ(*) | Bình Định | 51,00% | 125 | 397.000 | n/a | 5.000 | 50MW dự kiến trước 2025 |
| Điện gió Trường Thành(*) | Trà Vinh | 51,00% | 2.000 | 6.600.000 | n/a | 90.000 | Sau 2025 |
| Các dự án dự kiến TTP sẽ triển khai trong tương lai | | | | | | | |
| *Điện mặt trời* | | | *MWp* | | | | |
| ĐMT Chánh Thuận(*) | Bình Định | n/a | 50 | 78.000 | n/a | 950 | n/a |
| ĐMT Quảng Phú(*) | Đăk Nông | n/a | 50 | 80.000 | n/a | 900 | n/a |
| ĐMT Lệ Thủy(*) | Quảng Bình | n/a | 270 | 360.000 | n/a | 3.980 | n/a |
| ĐMT Trường Thành Ninh Tân(**) | Khánh Hòa | n/a | 24,96 | 37.000 | n/a | 540 | n/a |
| ĐMT Cát Hiệp 2(*) | Bình Định | n/a | 50 | 74.000 | n/a | 1.139 | n/a |
| *Điện gió* | | | *MW* | | | | |
| Điện gió Trà Vinh V1-2(***) | Trà Vinh | 20,00% | 48 | 163.000 | 9,80 | 2.232 | 2021 |
| Điện gió Đông Hải 3(*) | Trà Vinh | n/a | 120 | 320.000 | n/a | 5.000 | n/a |
| Điện gió Tân Ân(*) | Cà Mau | n/a | 100 | 500.000 | n/a | 4.000 | n/a |

*(*) Dự án đã hoàn tất các thủ tục thẩm định và đang được Bộ Công Thương trình Thủ tướng phê duyệt bổ sung vào "Quy hoạch phát triển điện lực Quốc gia giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn tới năm 2045" (Quy hoạch điện VIII)*
*(**) Dự án đang hoàn tất các thủ tục thẩm định cấp bộ để được Bộ Công Thương trình Thủ tướng phê duyệt bổ sung vào "Quy hoạch phát triển điện lực Quốc gia giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn tới năm 2045" (Quy hoạch điện VIII)*
*(***) Dự án đang tiến hành xây dựng và dự kiến COD trước ngày 31/10/2021, dự kiến sẽ mua lại 20% cổ phần Dự án từ năm 2022*

*Nguồn: TEG, SHS tổng hợp*

## Nhà máy ĐMT Bình Nguyên

- Vị trí: xã Bình Nguyên, huyện Bình Sơn, tỉnh Quảng Ngãi
- Phát điện thương mại: 2019
- Tổng diện tích: 56,02ha
- Công suất thiết kế: 49,608MWp
- Sản lượng: 73.310MWh/năm
- Tổng vốn đầu tư: 1.138 tỷ đồng
- Thời gian hoạt động: 49 năm
- Đối tác: Sermsang International Company Limited (Thái Lan)
- TTP sở hữu: 13,4%
- Doanh thu 2020: 153,24 tỷ đồng

**Nhà máy ĐMT Hòa Hội**

- Vị trí: xã Hòa Hội, huyện Phú Hòa, tỉnh Phú Yên
- Phát điện thương mại: 2019
- Tổng diện tích: 256ha
- Công suất thiết kế: 257MWp
- Sản lượng: 334.148MWh/năm
- Tổng vốn đầu tư: 5.753,6 tỷ đồng
- Thời gian hoạt động: 50 năm
- Đối tác: B. Grimm Power Public Company Limited (Thái Lan)
- TTP sở hữu: 19,99%
- Doanh thu 2020: 780,70 tỷ đồng

**Nhà máy ĐMT Cát Hiệp**

- Vị trí: xã Cát Hiệp, huyện Phù Cát, tỉnh Bình Định
- Phát điện thương mại: 2019
- Tổng diện tích: 62ha
- Công suất thiết kế: 49,41MWp
- Tổng vốn đầu tư: 1.139 tỷ đồng
- Đối tác: Quadran International (Pháp)
- TTP sở hữu: 29,99%
- Đã hoàn tất chuyển nhượng cho đối tác Nhật năm 2020

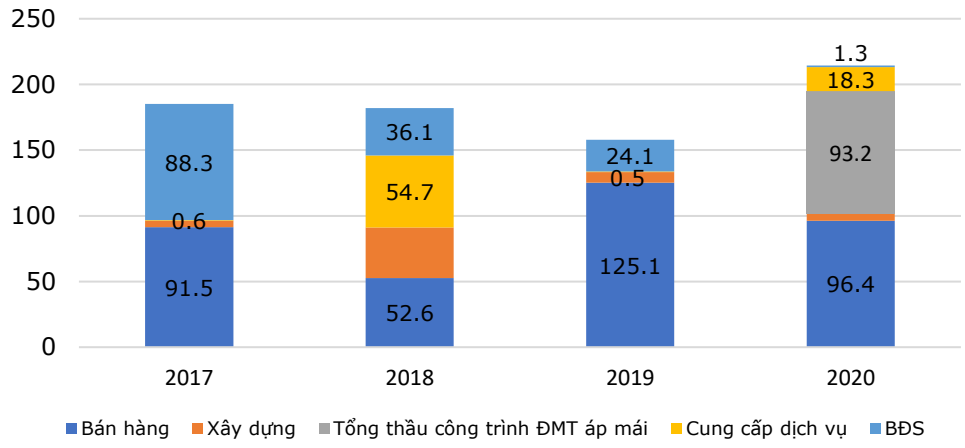
## 3. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu hợp nhất của TEG chủ yếu đến từ hoạt động bán hàng (bao gồm hoạt động thương mại của TEG và hợp nhất doanh thu bán hàng từ VMC), ngoài ra Công ty còn có doanh thu từ hoạt động xây dựng và bất động sản. Đáng chú ý là trong năm 2020, doanh thu của TEG có sự dịch chuyển sang mảng xây lắp các dự án điện mặt trời áp mái, đóng góp đáng vào tổng doanh thu của TEG.

Doanh thu từ hoạt động Bất động sản bắt đầu thu hẹp từ năm 2018, cho đến năm 2020 gần như không có doanh thu từ hoạt động này. Nguyên nhân là do những thay đổi về chính sách quản lý của Nhà nước dẫn đến một loạt các dự án của TEG bị tạm dừng, giãn, và hoãn tiến độ so với kế hoạch đề ra khiến việc triển khai và ghi nhân lợi nhuận từ các dự án chưa thể thực hiện được, đặc biệt là dự án Khu dân cư Nghĩa An. Chính điều này cũng khiến cho kế hoạch kinh doanh năm 2020 và 2021 chưa đạt được kế hoạch đề ra. Dự kiến dự án sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong năm 2022.

**Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng)**




*Nguồn: BCTC TEG, SHS tổng hợp*

Năm 2020, doanh thu hợp nhất của TEG đạt 214,7 tỷ đồng, ghi nhận mức cao nhất kể từ khi thành lập nhờ TEG đã tham gia làm tổng thầu EPC cho các dự án điện mặt trời áp mái. Tỷ trọng doanh thu từ hoạt động này chiếm phần lớn, đóng góp 43,42% tổng doanh thu của TEG. Tuy nhiên, doanh thu từ hoạt động này chỉ đủ bù đắp chi phí giá vốn nên gần như đóng góp không đáng kể vào cơ cấu lợi nhuận của TEG.

**Bảng 5: Kết quả hoạt động kinh doanh năm 6T2021**

| *tỷ đồng* | Q2/2021 | Q2/2020 | % thay đổi | 6T/2021 | 6T/2020 | % thay đổi | % KH 2021 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Doanh thu thuần** | 79,77 | 30,69 | 159,9% | 144,29 | 79,08 | 82,5% | 32,78% |
| **Giá vốn** | 70,37 | 28,94 | 143,2% | 128,86 | 73,19 | 76,1% | |
| **Lợi nhuận gộp** | 9,40 | 1,75 | 437,1% | 15,43 | 5,89 | 162,0% | |
| *Biên lợi nhuận gộp* | *11,8%* | *5,7%* | | *10,7%* | *7,4%* | | |
| Doanh thu tài chính | 6,48 | 4,01 | 61,6% | 8,33 | 4,05 | 105,7% | |
| Chi phí tài chính | 0,46 | 0,75 | (38,7%) | 1,20 | 1,27 | (5,5%) | |
| Chi phí bán hàng | 0,09 | (0,02) | | 0,20 | 0,36 | (44,4%) | |
| Chi phí QLDN | 3,23 | 4,49 | (28,1%) | 6,29 | 6,99 | (10,0%) | |
| **Lợi nhuận trước thuế** | 12,09 | 0,53 | 2.181,1% | 16,04 | 1,21 | 1.225,6% | |
| **Lợi nhuận ròng** | 9,41 | 0,12 | 7.741,7% | 12,33 | 0,62 | 1.888,7% | 13,03% |

*Nguồn: BCTC TEG, SHS tổng hợp*

Trong 6 tháng đầu năm 2021, TEG ghi nhận doanh thu 144,29 tỷ đồng, tăng 82,5% so với cùng kì. Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ việc bán hàng hóa, đạt 129,38 tỷ đồng so với 64,02 tỷ đồng cùng kì năm trước. Biên lãi gộp 6T/2021 đạt 10,7%, tăng so với mức 7,4% cùng kì năm trước nhờ đóng góp từ mảng Bất động sản với biên lãi gộp 24%. Trong khi đó, biên lãi gộp mảng bán hàng hóa vẫn ổn định ở mức 9,1%.

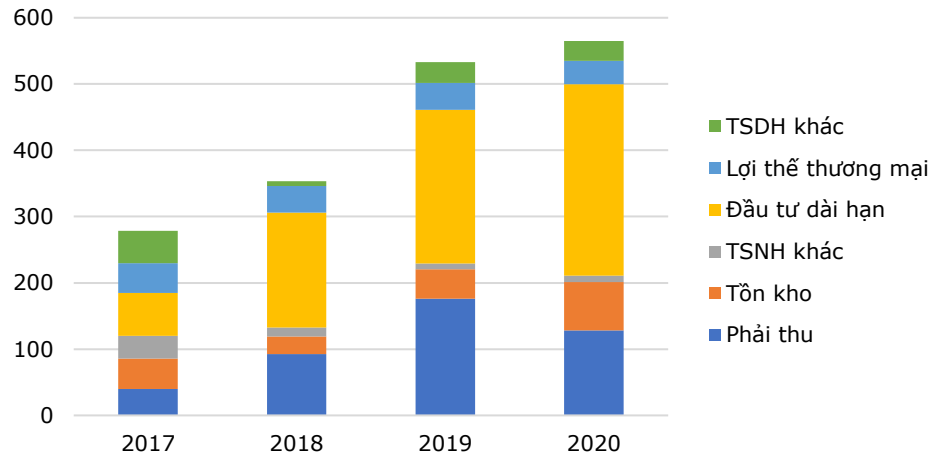
Với kết quả này, TEG mới hoàn thành 32,78% kế hoạch doanh thu và 13,03% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### Cơ cấu tài sản nguồn vốn

Trong giai đoạn 2017-2020, giá trị tổng tài sản của TEG tăng trưởng ở mức CAGR 26,6%, đạt 565 tỷ đồng tại thời điểm 31/12/2020. Trong đó, đầu tư dài hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất, ở mức 51,1% tổng tài sản, đây là các khoản đầu tư vào công ty con, công ty liên kết của TEG. Tiếp theo là các khoản phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho, chiếm tương ứng 22,7% và 12,8% tổng tài sản. Trong đó, các khoản phải thu ngắn hạn phần lớn là các khoản cho vay ngắn hạn các bên liên quan và tạm ứng; Hàng tồn kho chủ yếu là chi phí xây dừng dở dang tại khu dân cư Nghĩa An.

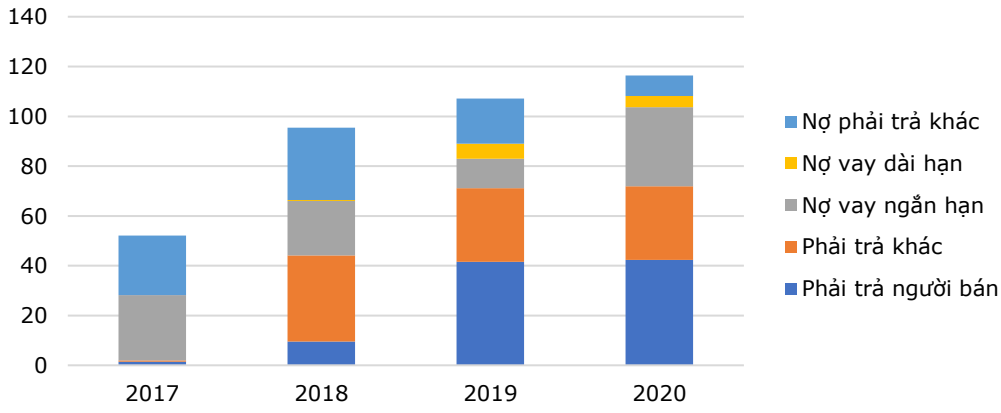
**Cơ cấu tài sản của TEG**




*Nguồn: TEG, SHS Research*

Tại thời điểm 31/12/2020, tổng nợ phải trả của TEG là 116,45 tỷ tổng, tăng 8,7% lần so với 2019. Trong đó, khoản mục Phải trả người bán chiếm tỷ trọng lớn nhất với 36,4%, chủ yếu là các khoản phải trả nhà cung cấp. Khoản mục phải trả khác cũng chiếm tỷ trọng lớn 3 năm gần đây với 25,4% tổng nợ phải trả năm 2020, tuy nhiên chủ yếu vẫn là tiền nhận đặt cọc từ CTCP Đô thị Thông Minh Việt Nam để thực hiện hợp đồng môi giới và tiếp thị độc quyền sản phẩm dự án Nghĩa An. Dư nợ vay của TEG tại 31/12/2020 ở mức 36,31 tỷ đồng, bao gồm 31,78 tỷ đồng vay ngắn hạn và 4,53 tỷ đồng vay dài hạn.

**Cơ cấu nợ phải trả của TEG**




*Nguồn: TEG, SHS Research*

## Phương án tăng vốn năm 2021

TEG có kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 323,8 lên 655,9 tỷ đồng trong năm 2021 bằng việc:

(1) Phát hành 1.619.182 cổ phiếu để trả cổ tức cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 5%;

(2) Chào bán 21.589.095 cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, tỷ lệ 3:2;

(3) Chào bán 10.000.000 cổ phiếu cho nhà đầu tư bên ngoài theo hình thức bán đấu giá cổ phần ra công chúng.

Tổng số tiền dự kiến thu được từ đợt chào bán là khoảng 316 tỷ đồng sẽ được TEG đầu tư mua cổ phiếu Công ty Cổ phần năng lượng Trường Thành (TTP), mục đích để nâng sở hữu từ 26,28% (sở hữu trực tiếp 12,2% và gián tiếp qua công ty con 14,08%) hiện tại lên 93%.

## Dự phóng KQKD

**Năm 2021, SHS ước tính doanh thu của TEG đạt 289,33 tỷ đồng, tăng 34,7% và lợi nhuận sau thuế thuộc CĐ công ty mẹ đạt 52,95 tỷ đồng, tăng 590,5% theo năm, EPS điều chỉnh do pha loãng năm 2021 dự báo đạt 1.284 đồng/cổ phiếu, dựa trên các giả định:**

- Doanh thu của TEG trong năm 2021 chủ yếu đến từ hoạt động thương mại (tăng trưởng đột biến so với năm trước) và hoạt động sản xuất bê tông. Mảng Bất động sản và mảng xây dựng chưa có đóng góp nhiều vào doanh thu của TEG trong năm này.
- Biên lợi nhuận cải thiện từ 5,2% lên 9,6% nhờ hoạt động thương mại tăng trưởng, đóng góp tỷ trọng lớn trong cơ cấu lợi nhuận gộp.
- Chi phí QLDN tăng nhẹ so với năm trước lên mức 16,78 tỷ đồng, tuy nhiên tỷ lệ chi phí QLDN/Doanh thu được cải thiện hơn
- Doanh thu tài chính dự báo đạt 63,07 tỷ đồng. Dự kiến đây là phần sở hữu của TEG tại TTP khi TTP thoái vốn khỏi dự án Điện mặt trời Bình Nguyên
- Theo đó, dự báo LNST hợp nhất đạt 58,07 tỷ đồng và LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ ở mức 52,95 tỷ đồng, theo đó EPS sau pha loãng dự báo đạt 1.284 đồng.

## Định giá cổ phiếu

Để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu TEG, SHS sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP). Chi tiết như sau:

- Mảng Bất động sản: Trên quan điểm thận trọng chúng tôi chỉ đánh giá các dự án hiện đã có pháp lý đầy đủ bao gồm các dự án Nghĩa An GĐ 2 và 3, dự án Casa Marina, và dự án cụm công nghiệp Cát Hiệp;

- Mảng năng lượng: SHS chiết khấu về hiện tại dòng tiền (phần sở hữu của TTP) từ 2 dự án điện mặt trời Hòa Hội và Bình Nguyên; Trên quan điểm thận trọng chúng tôi chưa đưa các dự án mà TTP hiện đang trình bổ sung vào quy hoạch điện VIII.

- Mảng sản xuất: hoạt động sản xuất bê tông tại VMC;

| Các mảng kinh doanh | Phương pháp | Giá trị hợp lý (triệu đồng) |
|---|---|---|
| Bất động sản | RNAV | 166.557 |
| Mảng năng lượng | DCF | 585.499 |
| Mảng sản xuất | EV/EBITDA | 22.214 |
| Mảng xây lắp và thương mại | P/E | 30.872 |
| **Tổng cộng** | | **805.144** |
| (+) Đầu tư vào công ty liên kết (*) | | 282.710 |
| (+) Tiền và tương đương tiền (*) | | 20.247 |
| (-) Nợ vay (*) | | 23.448 |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số (*) | | 87.276 |
| **Giá trị doanh nghiệp** | | **997.377** |
| Số lượng cổ phiếu | | 65.591.919(**) |
| **Giá trị hợp lý cổ phiếu TEG (làm tròn)** | | **15.206** |

*(*) Số liệu tại ngày 30/06/2021*
*(**) Giả định TEG tăng vốn thành công trong năm 2021 và tổng số tiền thu được sẽ đầu tư vào TTP như dự định của doanh nghiệp*

Như vậy, **SHS định giá cổ phiếu TEG** ở mức 15.200 đồng/cổ phiếu (làm tròn). Cổ phiếu TEG ngày 27/08/2021 đóng cửa ở mức 12.350 đồng/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 23,1%.

## Rủi ro đầu tư

- **Rủi ro cắt giảm công suất từ các dự án năng lượng tái tạo:** do tác động của cơ chế khuyến khích phát triển năng lượng tái tạo, các dự án điện mặt trời và điện gió phát rất triển mạnh trong thời gian qua. Sự phát triển ồ ạt các nhà máy điện mặt trời công suất lớn đã khiến nguồn cung dư thừa (quy hoạch điện VII đặt ra mục tiêu công suất nguồn điện mặt trời năm 2020 là 850 MW và 1.200 MW tới 2030 nhưng thực tế đến nay công suất lắp đặt về điện mặt trời trên cả nước đã gấp gần 20 quy hoạch). Đồng thời các nguồn năng lượng tái tạo trên lại phân bổ không đều, tập trung chủ yếu ở các tỉnh có nhiều tiềm năng tại miền Trung và miền Nam khiến phụ tải không theo kịp gây áp lực truyền tải lên hệ thống. Theo EVN, trong năm 2021 dự kiến sẽ cắt giảm khoảng 1,7 tỷ kWh điện từ năng lượng tái tạo (trong đó, sẽ cắt giảm 1,25 tỷ kWh điện mặt trời trang trại, chiếm khoảng 9% khả năng phát của các nhà máy ĐMT và cắt giảm khoảng 430 triệu kWh điện gió, chiếm khoảng 7% khả năng phát của các NMĐ gió).

- **Rủi ro chính sách:** hiện tại Đề án Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn tới năm 2045 (Quy hoạch điện VIII) vẫn đang ở giai đoạn dự thảo do vậy các chính sách đối với lĩnh vực năng lượng tái tạo (quy mô, các dự án được bổ sung, giá bán điện…) đều có thể có ảnh hưởng tới các dự án năng lượng tái tạo trong tương lai của TTP và TEG.

- **Lĩnh vực Bất động sản nghỉ dưỡng tăng trưởng chậm:** TEG đang tập trung vào các dự án Bất động sản du lịch nghỉ dưỡng. Tuy nhiên phân khúc Bất động sản nghỉ dưỡng đang chịu tác động tiêu cực từ đại dịch Covid-19 khiến các sản phẩm này giảm sức hút đối với các nhà đầu tư.

- **Rủi ro pha loãng**: Cổ phiếu TEG sẽ chịu rủi ro pha loãng EPS mạnh với kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 323 tỷ lên 656 tỷ đồng dự kiến trong năm nay và tăng lên khoảng 1.220 tỷ vào năm 2022, điều này sẽ làm ảnh hưởng trực tiếp đến quyền lợi của các cổ đông hiện hữu.

# PHỤ LỤC

| Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh | | | | |
|---|---|---|---|---|
| (tỷ đồng) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
| **Doanh thu** | **157,9** | **214,7** | **289,3** | **595,4** |
| Giá vốn hàng bán | 135,1 | 203,5 | 261,6 | 501,9 |
| **Lợi nhuận gộp** | **22,8** | **11,3** | **27,7** | **93,5** |
| Chi phí hoạt động | 13,7 | 13,9 | 18,2 | 20,9 |
| **Lợi nhuận hoạt động** | **9,2** | **-2,7** | **9,5** | **72,6** |
| Doanh thu tài chính | 5,0 | 16,5 | 63,1 | 43,9 |
| Chi phí tài chính | 2,2 | 2,9 | 4,0 | 27,0 |
| Lợi nhuận khác | -0,3 | -1,1 | -1,0 | -2,1 |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh | -3,2 | -0,1 | 0,0 | 40,6 |
| **Lợi nhuận trước thuế** | **8,4** | **9,8** | **67,5** | **128,0** |
| Thuế TNDN | 3,1 | 1,5 | 9,5 | 17,9 |
| **Lợi nhuận sau thuế** | **5,3** | **8,3** | **58,1** | **110,0** |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 1,9 | 0,7 | 5,8 | 11,0 |
| **LNST của cty mẹ** | **3,5** | **7,6** | **52,3** | **99,0** |
| *% Biên LNST* | *3,4%* | *3,9%* | *20,1%* | *18,5%* |
| EPS (Đồng) | 135 | 233 | 1.284 | 1.510 |

| Các chỉ số tài chính | | | | |
|---|---|---|---|---|
| (tỷ đồng) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
| **Chỉ số định giá** | | | | |
| Chỉ số P/E | N/A | 90.02 | 10.35 | 8.81 |
| EV/EBITDA | N/A | 33.96 | 7.78 | 7.47 |
| Chỉ số P/B | N/A | 1.65 | 0.70 | 1.01 |
| Chỉ số P/S | N/A | 3.17 | 1.87 | 1.47 |
| Tỷ suất cổ tức tiền mặt | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **Chỉ số sinh lời (%)** | | | | |
| Biên LN gộp | 14.46 | 5.24 | 9.57 | 15.71 |
| Biên EBITDA | 12.79 | 10.93 | 27.60 | 27.43 |
| Biên LN ròng | 3.38 | 3.86 | 20.07 | 18.48 |
| Tỷ số LN/VCSH | 1.26 | 1.85 | 7.05 | 12.11 |
| **Chỉ số đòn bẩy (lần)** | | | | |
| Chỉ số thanh toán lãi vay | 4.12 | (0.92) | 2.36 | 2.68 |
| Tỷ số nợ vay/tổng vốn | 0.03 | 0.06 | 0.05 | 0.22 |
| Tỷ số nợ vay/VCSH | 0.04 | 0.08 | 0.06 | 0.37 |
| H.số TT hiện hành | 2.27 | 1.88 | 1.64 | 1.43 |
| H.số thanh toán nhanh | 0.44 | 0.32 | 0.60 | 0.54 |

| Bảng cân đối kế toán | | | | |
|---|---|---|---|---|
| (tỷ đồng) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
| **Tài sản ngắn hạn** | **229,3** | **210,9** | **302,1** | **518,4** |
| Tiền/tương đương tiền | 6,6 | 7,6 | 58,3 | 88,5 |
| Các khoản phải thu | 38,3 | 27,6 | 52,3 | 107,6 |
| Hàng tồn kho | 44,7 | 72,6 | 104,7 | 143,6 |
| Đầu tư ngắn hạn | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Tài sản khác | 139,8 | 103,1 | 86,8 | 178,6 |
| **Tài sản dài hạn** | **303,6** | **353,5** | **710,5** | **1.003,2** |
| Tài sản cố định | 23,8 | 24,3 | 69,8 | 61,9 |
| Đầu tư dài hạn | 236,6 | 288,9 | 604,6 | 904,6 |
| Xây dựng cơ bản dở dang | 2,2 | 4,5 | 0,0 | 0,0 |
| Tài sản khác | 41,1 | 35,7 | 36,1 | 36,7 |
| **Tổng tài sản** | **532,9** | **564,4** | **1.012,6** | **1.521,6** |
| **Nợ ngắn hạn** | **101,0** | **111,9** | **184,6** | **363,2** |
| Khoản phải trả | 41,6 | 42,3 | 51,6 | 99,0 |
| Vay nợ ngắn hạn | 11,9 | 31,8 | 42,8 | 88,1 |
| Nợ khác | 47,6 | 37,8 | 90,2 | 176,1 |
| **Nợ dài hạn** | **6,1** | **4,5** | **4,5** | **250,0** |
| Vay nợ dài hạn | 6.1 | 4.5 | 4.5 | 250.0 |
| Nợ khác | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Tổng nợ** | **107.1** | **116.4** | **189.2** | **613.2** |
| **Vốn chủ sở hữu** | **352,4** | **360,0** | **732,9** | **810,3** |
| Vốn góp | 323,6 | 323,6 | 655,7 | 655,7 |
| Cổ phiếu quỹ | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lợi nhuận giữ lại | 28,8 | 36,4 | 77,2 | 154,6 |
| Vốn khác | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 73,4 | 88,6 | 91,2 | 98,7 |
| **Tổng nợ và vốn CSH** | **532,9** | **565,0** | **1.012,6** | **1.521,6** |

| Báo cáo lưu chuyển tiền tệ | | | | |
|---|---|---|---|---|
| (tỷ đồng) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
| LCTT từ HĐ kinh doanh | 72,3 | 42,2 | 86,3 | 63,8 |
| LCTT từ HĐ đầu tư | -163,3 | -58,5 | -365,2 | -300,4 |
| LCTT từ HĐ tài chính | 84,3 | 17,4 | 329,5 | 266,8 |
| LCTT trong kỳ | -6,7 | 1,1 | 50,7 | 30,2 |
| Tiền/tương đương tiền đầu kỳ | 13,3 | 6,6 | 7,6 | 58,3 |
| Tiền/tương đương tiền cuối kỳ | 6,6 | 7,6 | 58,3 | 88,5 |

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

**Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội**

**Trụ sở chính tại Hà Nội**

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex, Số 41 Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 1&3, Tòa nhà AS, 236-238 Nguyễn Công Trứ, P, Nguyễn Thái Bình, Quận I

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

**Chi nhánh Đà Nẵng**

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, số 1-3 Lê Đình Lý, Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

**Kiểm duyệt**

**Ngô Thế Hiển**

**Phó Trưởng phòng Phân tích**

**Hien.nth@shs.com.vn**

**Thực hiện**

**Nguyễn Khắc Thành**

**Chuyên viên phân tích**

**Thank.nk@shs.com.vn**

## TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Những quan điểm được trình bày trong báo cáo đã phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về công ty này. Chúng tôi xác nhận rằng không có phần thù lao hay lợi ích nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan tới các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu, Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo, Ngoài yếu tố nội tại, tâm lý thị trường có thể ảnh hưởng tới biến động giá cổ phiếu, Quá trình định giá doanh nghiệp cũng có thể có những thay đổi tuỳ thuộc vào diễn biến nền kinh tế vĩ mô, chính sách của nhà nước đối với ngành nghề kinh doanh, sự phát triển chung của ngành và biến động liên quan đến tình hình hoạt động, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Việc diễn giải các khuyến nghị này cần được thực hiện một cách linh hoạt và chúng tôi không có bất cứ trách nhiệm nào nếu việc sử dụng khuyến nghị này gây ra thiệt hại cho nhà đầu tư.