

CTCP ĐIỆN GIA LAI

Trì hoãn công bố giá thách thức khả năng tài chính

19/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Doanh thu trong 3Q/24 tăng 3.4% YoY, song lãi vay tăng cao dẫn đến LNST ghi nhận âm

Doanh thu 3Q2024 đạt 543 tỷ (-4% YoY/+11.4% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt -47.8 tỷ VND, đánh dấu quý kinh doanh đầu tiên ghi nhận lỗ. Đóng góp chính trong KQKD của GEG tiếp tục là mảng điện gió với doanh thu ghi nhận giảm nhẹ so với cùng kỳ, đạt 217 tỷ (-10% YoY/21% QoQ).

Mảng điện: Thủy điện hưởng lợi từ La Nina và diễn biến mưa nhiều nửa cuối năm, cải thiện KQKD

Trong 9 tháng đầu năm, sản lượng điện của GEG đạt 1.01 tỷ kWh (+16.5% YoY), chủ yếu đến từ đóng góp nhiều hơn của mảng điện gió. Sản lượng điện gió ghi nhận 516 triệu kWh, tăng 45% YoY nhờ dự án điện gió Tân Phú Đông đi vào hoạt động. Tốc độ gió tốt hơn trong Q1 đã hỗ trợ tuabin điện gió tăng hệ số tải, đạt mức 34% (+6 ppts YoY). Sản lượng vận hành nhà máy thủy điện ghi nhận kết quả tích cực, đạt 128 triệu kWh (-3% YoY/374% QoQ) nhờ lưu lượng về hồ được cải thiện nhờ thời tiết Lanina đi kèm cơn mưa lớn ở miền Trung.

Tiến độ mới của khung giá điện gió kì vọng thúc đẩy tiến độ đàm phán giá bán chuyển tiếp chính thức

Ngày 04/12/2024, EVN đã gửi Bộ Công thương (MOIT) văn bản đề xuất khung giá phát điện áp dụng cho các nhà máy điện gió trên đất liền và gần bờ trong năm 2025. Cụ thể, mức giá đề xuất cho dự án điện gió gần bờ là 1,890.68 VND/kWh, cao hơn 4.12% so với khung giá dành cho các dự án chuyển tiếp. Dự kiến khung giá chính thức sẽ sớm được ban hành, là cơ sở thúc đẩy tiến độ đàm phán giá cho các dự án NLTT.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 14,300 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GEG. Giá mục tiêu là 14,300 VND/cổ phiếu, cao hơn 26.5% so với giá tại ngày 18/12/2024.

Mua thay đổi

Giá mục tiêu	VND 14,300
Tăng/giảm (%)	26.5%
Giá hiện tại (18/12/2024)	VND 11,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 14,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	4.0/0.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	40.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	788/33
Sở hữu nước ngoài (%)	46.01%
Cổ đông lớn	AVH Pte.Ltd (29.76%)

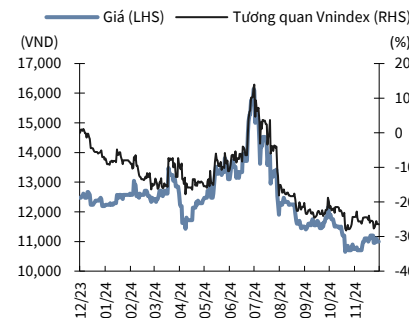
Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	2.3	-3.9	-16.0	-11.8
Tương đối	-1.3	-5.8	-14.6	-26.4

Dự phóng KQKD & định giá

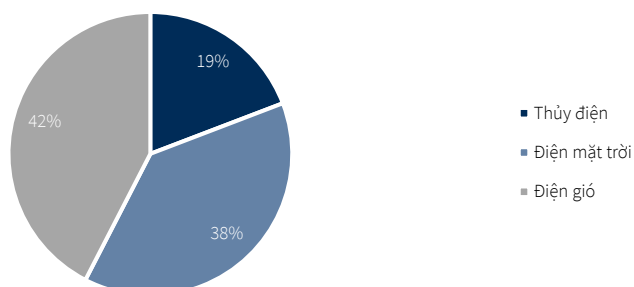
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,093	2,163	2,922	2,922
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	851	962	1,200	1,346
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	316	137	733	733
EPS (VND)	880	214	1,681	1,681
Tăng trưởng EPS (%)	0.0	-75.7	190.0	190.0
P/E (x)	18.6	76.6	25.0	12.8
P/B (x)	1.6	1.6	1.4	1.2
ROE (%)	6.6	2.5	4.5	8.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.7	0.6	3.7

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2023



Hoạt động kinh doanh

CTCP Điện Gia Lai là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phát triển năng lượng tái tạo, với tổng công suất lắp đặt lớn thứ 3 trong các doanh nghiệp niêm yết. Địa bàn hoạt động chính của công ty là các dự án thủy điện tại Gia Lai, Huế và Lâm Đồng, trước khi mở rộng danh mục đầu tư điện mặt trời và điện gió với tổng công suất lần lượt 291 và 230 MW.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

La Nina kéo dài tới Q1/25, dự kiến hỗ trợ cho lưu lượng cải thiện cho cả năm 2025. Chúng tôi cho rằng lưu lượng về hồ sẽ duy trì tích cực cho cả năm 2025, hỗ trợ cho sản lượng mảng thủy điện của GEG đạt 416 triệu kWh (+17% YoY).

Khung giá mới sẽ thúc đẩy tiến độ đàm phán giá cho Tân Phú Đông 1. Nhằm đạt được mục tiêu công suất điện gió đến 2030, khung giá mới sẽ được công bố. Đây sẽ là động lực để đàm phán giá cho TPĐ 1.

GEG tái cấu trúc nhằm cân đối khả năng tài chính. GEG đang tái cơ cấu tài chính thông qua phát hành trái phiếu với mức chi phí thấp. GEG cũng thu hồi vốn đầu tư vào công ty con để bù đắp dòng tiền.

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

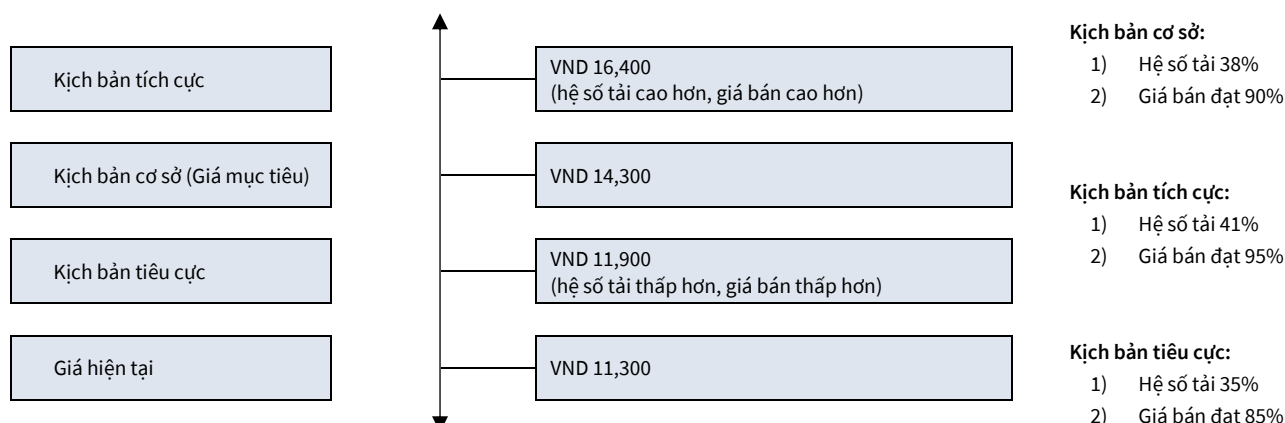
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	2,922	2,922	4%	8%	2,527	2,731	16%	7%
EBIT	1,200	1,657	-20%	20%	1,053	1,138	14%	46%
LNST công ty mẹ	223	733	-65%	23%	156	267	43%	175%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu và lợi nhuận sụt giảm trong 3Q/24, lần lượt -4% YoY và -293% YoY

Doanh thu 3Q2024 đạt 543 tỷ (-4% YoY/+11% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt -48 tỷ VND, với đóng góp chính của đến từ mảng điện gió và điện mặt trời. Trong đó, doanh thu mảng điện gió ghi nhận kết quả kém khả quan do sản lượng suy giảm trong suốt mùa gió thấp điểm, đạt 217 tỷ VND (+2% YoY/-13% QoQ), lũy kế 9M24 là 845 tỷ (+26% YoY). Mảng điện mặt trời ghi nhận mức doanh thu quý thấp nhất trong năm, đạt 217 tỷ VND (+2% YoY/-13% QoQ) bởi số giờ nắng suy giảm do các cơn mưa xuất hiện thường xuyên trên khu vực.

Tổng sản lượng điện tăng trưởng so với Q2 nhờ thủy điện hưởng lợi từ pha thời tiết La Nina và mùa mưa diễn ra từ Q3/24

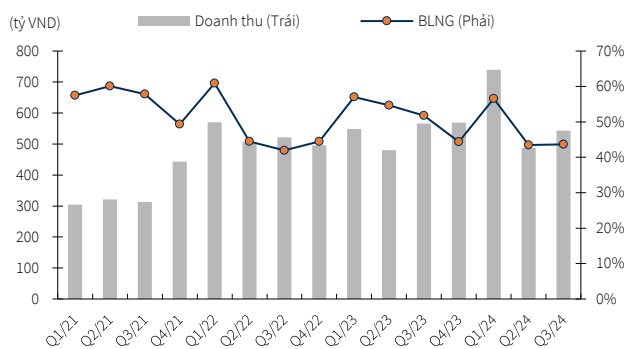
Trong 3Q2024, tổng sản lượng điện đạt 359 triệu kWh (-5% YoY/+42% QoQ), với mảng thủy điện đóng góp chính cho tăng trưởng sản lượng, đạt 128 triệu kWh (-2% YoY/+374% QoQ). Kể từ Q3, khu vực Trung bộ và Tây nguyên bắt đầu vào mùa mưa, giúp cải thiện tần suất lẫn lưu lượng mưa và hỗ trợ cho công suất vận hành của các hồ thủy điện. Lượng mưa quan trắc trong Q3 của khu vực ghi nhận tăng 8%-13% so với cùng kì đã giữ mực nước các hồ thủy điện luôn ở mức cao, tối ưu cột nước lớn để phát huy tối đa công suất tuabin.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Q3/2023	Q3/2024	+/-%YoY	9M2023	9M2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	566	543	-4%	1,594	1,770	11%	
Thủy điện	91	86	-5%	233	190	-18%	
Điện mặt trời	212	217	2%	652	690	6%	
Điện gió	241	217	-10%	668	845	26%	
Sản lượng	378	359	-5%	868	1,011	16%	
Thủy điện	131	128	-2%	217	182	-16%	Sản lượng 9M2024 thấp hơn so với cùng kì bởi ảnh hưởng của Lanina tới muộn hơn khiến sản lượng thủy điện Q3/24 chưa huy động được nhiều.
Điện mặt trời	95	101	6%	295	313	6%	
Điện gió	152	130	-14%	356	516	45%	Tăng trưởng âm trong Q3/24 do tốc độ gió suy giảm.
Lợi nhuận gộp	293	237	-19%	868	867	0%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>52%</i>	<i>44%</i>	<i>-8 ppts</i>	<i>54%</i>	<i>49%</i>	<i>-5 ppts</i>	
Thu nhập tài chính	13	10	-23%	38	28	-26%	
Chi phí tài chính	-252	-231	-8%	-645	-646	0%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-8	-5	-38%	-6	-8	33%	
SG&A	-29	-33	14%	-111	-106	-5%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	264	204	-23%	756	761	1%	
Thu nhập khác	-2	-1	-50%	-7	-3	-57%	
Lợi nhuận trước thuế	23	-18	-178%	143	141	-1%	
Lợi nhuận sau thuế	0	-48	n.a	111	79	-29%	
LNST công ty mẹ	14	-27	-293%	87	84	-3%	LNST công ty mẹ ghi nhận quý đầu tiên lỗ do lợi nhuận kinh doanh sụt giảm mạnh.
<i>Biên LNST</i>	<i>0%</i>	<i>-9%</i>	<i>-9 ppts</i>	<i>7%</i>	<i>4%</i>	<i>-3 ppts</i>	

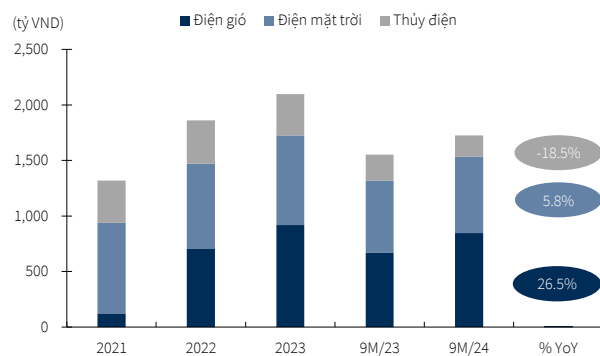
Nguồn: GEG, KBSV

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh GEG, 2021-2024



Nguồn: GEG, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của GEG, 2021-2024



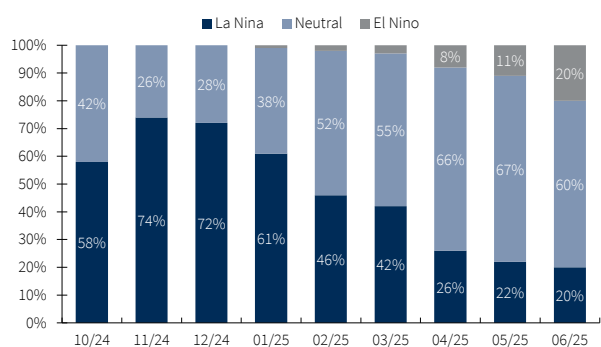
Nguồn: GEG, KBSV

Thủy điện tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng doanh thu 2025 nhờ điều kiện thuận lợi của thời tiết

GEG hiện đang sở hữu 65 MW thủy điện vừa và nhỏ tại khu vực Tây Nguyên và Nam Trung Bộ. Trong tháng 10 và tháng 11/2024, hai khu vực này xuất hiện nhiều cơn mưa lớn với tổng lượng mưa khu vực cao hơn 50-100% so với trung bình nhiều năm. Lượng mưa nhiều diễn ra trên khắp khu vực Gia Lai đã khiến mực nước hồ chứa tại các con sông lớn chạm ngưỡng dâng bình thường (mức nước lớn nhất thiết kế của hồ thủy điện), hỗ trợ việc xả nước của các hồ giúp cho tuabin phát điện. Trong quý 4, kết quả kinh doanh mảng thủy điện dự kiến sẽ diễn ra tích cực nhờ tác động kéo dài hơn của Lanina sẽ đem về lượng mưa dồi dào hơn cho khu vực tới nửa đầu tháng 12. Chúng tôi dự phóng sản lượng của mảng thủy điện trong Q4/24 đạt 173 triệu kWh (+24% YoY), tương đương với 100% công suất vận hành của tuabin nhà máy. Giá bán điện trung bình tương đương với mức 986 VND/kWh của Q4/23 giúp đem về doanh thu cho Q4 và cả năm 2024 đạt lần lượt 170 tỷ VND và 360 tỷ VND (+24% YoY và -3% YoY).

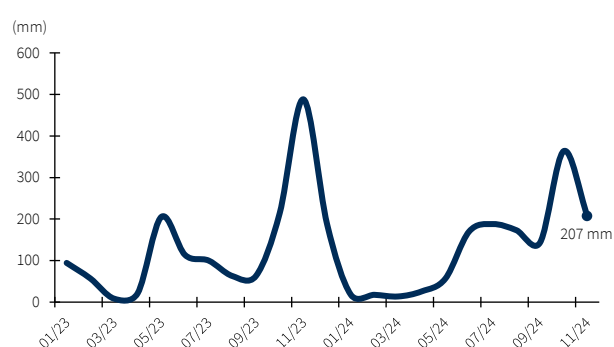
Sang năm 2025, thủy điện sẽ hỗ trợ cho động lực tăng trưởng của GEG. Chúng tôi ước tính sản lượng và doanh thu 2025 sẽ cao hơn so với 2024, lần lượt đạt 416 triệu kWh và 485 tỷ VND (+17% YoY/+17% YoY) nhờ: i) Lượng mưa các tháng đầu năm cải thiện nhờ hiệu ứng La Nina tiếp tục duy trì, ii) Dung tích nước cao hơn tại các hồ giúp thủy điện được tăng huy động sớm từ đầu năm 2025, iii) Tiêu thụ điện tiếp tục tăng trưởng ở mức 9%-10% YoY. Trong dài hạn, công suất phát điện của GEG trong mảng thủy điện sẽ tăng lên mức 89.6 MW thông qua hoàn thành dự án thủy điện nhỏ Ea Tih (8.6 MW). Dự án có sản lượng điện trung bình năm đạt 32 triệu kWh. Chúng tôi kì vọng dự án sẽ hoàn thành xây dựng và bắt đầu đóng góp doanh thu kể từ 2026.

Biểu đồ 4. Xác suất các pha thời tiết trong 2024 - 2025



Nguồn: IRI, KBSV

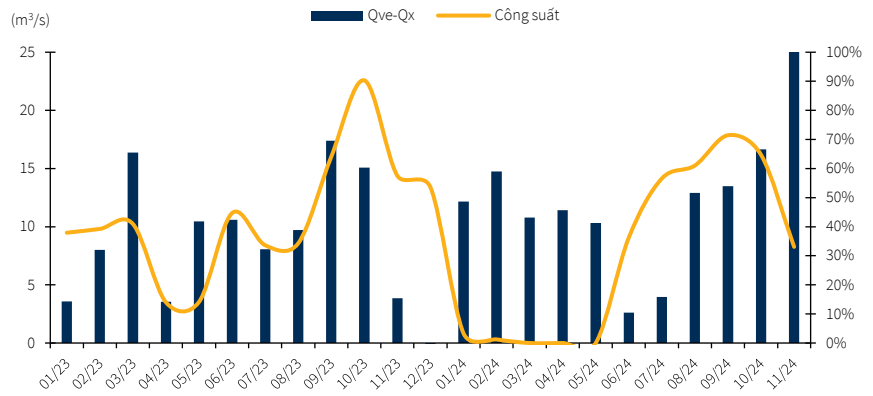
Biểu đồ 5. Lượng mưa quan trắc tại trạm An Khê (Gia Lai)



Nguồn: Vrain, KBSV

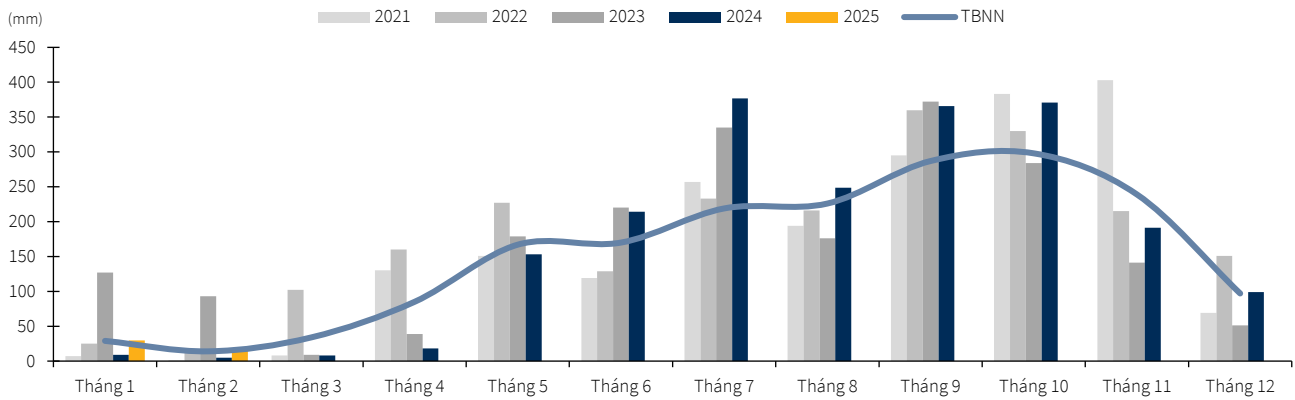
Biểu đồ 6. Lưu lượng ròng (Qve-Qx) trung bình tại hồ Sê San và công suất phát điện

Công suất thủy điện của GEG chiếm tỷ trọng lớn tại Gia Lai với lưu lượng nước cho phát điện phụ thuộc vào tình hình xả nước của các sông lớn. Tại Gia Lai, sông Sê San có vai trò cấp nước quan trọng cho các khu vực hạ lưu vì vậy quá trình xả nước bắt đầu dồn dập từ Q2/24 đã mang lại lưu lượng nước nhiều hơn cho các sông suối hạ lưu, góp phần cải thiện sản lượng điện của thủy điện, trong đó có GEG. Đến tháng 11, hồ Sê San bắt đầu đóng cửa xả nước nhằm tăng dung tích. Dù vậy, tổ máy sẽ sớm được huy động trở lại nhờ pha thời tiết La Nina kéo dài hết Q1/25, góp phần duy trì lưu lượng về hồ.



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 7. Dự báo lượng mưa Tây Nguyên và Nam Bộ 2024-2025



Nguồn: IMHEN, KBSV

Năng lượng tái tạo: Dự kiến dự án điện gió Tân Phú Đông 1 được đàm phán giá tương đương 90% giá trần khung giá chuyển tiếp

Kể từ sau khi đưa vào vận hành nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1, mảng năng lượng tái tạo của GEG chưa ghi nhận nhiều chuyển biến mới về kết quả kinh doanh. Doanh thu 9M/24 của mảng điện gió và điện mặt trời lần lượt đạt 845 tỷ (+26% YoY) và 690 tỷ VND (+6% YoY). Tăng trưởng doanh thu của điện gió đến từ số giờ vận hành lũy kế lớn hơn đóng góp bởi dự án Tân Phú Đông 1, trong khi doanh thu điện mặt trời tăng chủ yếu nhờ số giờ nắng được cải thiện trong nửa đầu năm.

Hiện toàn bộ 72 các dự án điện tái tạo chuyển tiếp vẫn chưa hoàn thành đàm phán giá chính thức, bao gồm 100MW công suất của Tân Phú Đông 1 vẫn đang ghi nhận giá bán 908 VND/kWh (50% khung giá trần chuyển tiếp). Chúng tôi cho rằng với động thái tăng giá bán lẻ điện lên 4% vào tháng 10/2024 và định hướng xóa bỏ cơ chế bù chéo giá điện được Luật Điện lực sửa đổi 2024 đề cập sẽ là giải pháp cải thiện tình hình tài chính của EVN, qua đó sẵn sàng đàm phán hợp đồng mua bán với dự án điện tái tạo có giá cao hơn. Về khía cạnh pháp lý, EVN cũng đã công khai kết quả đánh giá tiến độ hoàn thiện thủ tục pháp lý của các dự án chuyển tiếp mà trong đó dự án TPĐ 1 của GEG hiện đã hoàn tất cả các tiêu chí và đủ điều kiện đàm phán giá bán chính thức. Việt Nam đến năm 2030 muốn hoàn thành mục tiêu đề ra trong QHĐ VIII cần đặt ưu tiên là bảo đảm quyền lợi hợp pháp của chủ đầu tư thông qua cơ chế giá

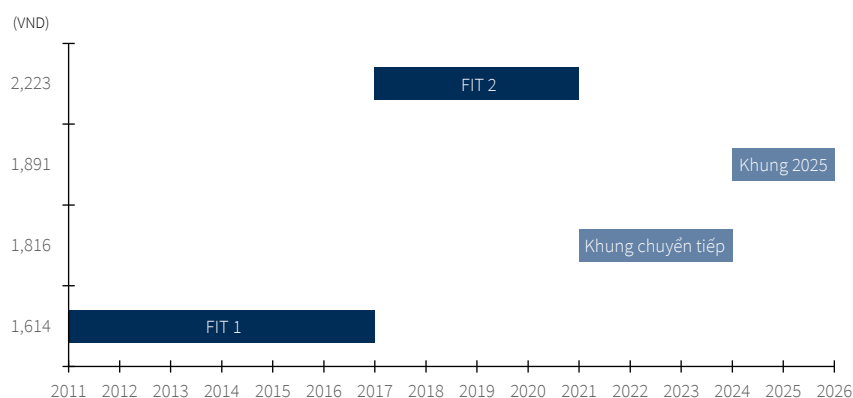
bán hấp dẫn, vì vậy việc đàm phán giá chính thức được hoàn thành sớm sẽ là tín hiệu tích cực giúp các nhà đầu tư sẵn sàng xây dựng và đưa các dự án mới đi vào hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng TPĐ 1 sẽ là một trong các dự án tiên phong nhận được giá bán chính thức từ EVN với thời gian dự kiến trong nửa đầu năm 2025 (lùi nửa năm so với dự kiến trước đó của chúng tôi vào tháng 11/2024) với giá bán tương đương 90% khung giá chuyển tiếp và mức hồi tố là 80% chênh lệch giá bán chính thức với giá tạm kể từ khi nhà máy vận hành (ước tính khoảng 273 tỷ VND).

Khung giá điện gió sớm được hoàn thiện là động lực thúc đẩy ký kết hợp đồng mua bán điện và tiến tới thực hiện các dự án NLTT mới

Về tiến độ của việc công bố khung giá bán dành cho các dự án điện gió triển khai kể từ năm 2025 căn cứ theo TT 19/2023/BCT, Công ty Mua bán điện (EPTC) đã xây dựng và trình lên EVN xét duyệt khung giá các dự án điện gió trên bờ và gần bờ lần lượt là 1,610.56 VND/kWh và 1,890.68~1,902.08 VND/kWh (cao hơn 1.5%/4.1% so với khung giá chuyển tiếp). Chúng tôi cho rằng khung giá chính thức sẽ cần thời gian để EVN xét duyệt và trình lên Bộ Công thương xem xét nhằm công bố chính thức, dự kiến sẽ có hiệu lực trong Q1/2025. Dự án VPL giai đoạn 2 (30MW) mà GEG đang triển khai sẽ được bán với mức giá quy định theo khung giá điện gió mới vì vậy việc công bố quy định trên là cơ sở pháp lý để chủ đầu tư đàm phán, ký kết hợp đồng mua bán điện với EVN và thuận lợi trong việc thực hiện huy động vốn từ tổ chức tín dụng. Hiện chúng tôi chưa đưa vào dự phóng dự án VPL Giai đoạn 2 và chờ đợi những cập nhật tiến độ tiếp theo của doanh nghiệp.

Khung giá được tính toán dựa trên thông số đầu vào của 2 nhà máy điện gió gần bờ là Nexif Energy Bến Tre (30 MW) lập báo cáo khả thi năm 2023 và Nexif Bến Tre GĐ 2,3 (48 MW) lập báo cáo khả thi năm 2023. Sau giai đoạn chuyển tiếp, do chưa có nhà máy điện gió nào nộp hồ sơ nghiên cứu khả thi nên khung giá được tính theo 2 dự án nộp hồ sơ khả thi tại thời điểm gần nhất nhằm phản ánh đầy đủ các chi phí mà chủ đầu tư bỏ ra để xây dựng khung giá điện.

Biểu đồ 8. Khung giá mới của dự án điện gió gần bờ



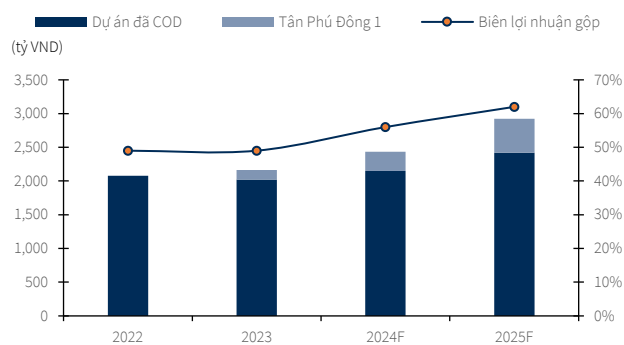
Nguồn: Quyết định của Bộ Công thương các thời kỳ, Văn bản 8475/EPTC-KĐMĐ, KBSV

GEG tích cực tái cấu trúc nhằm cân đối khả năng tài chính

Trong tháng 9/2024, GEG đã thành công phát hành 200 tỷ VND trái phiếu có kỳ hạn 5 năm, đáo hạn vào 26/8/2024. Lô trái phiếu được đảm bảo bằng 61 triệu cổ phần của CTCP Điện TTC Đức Huệ - Long An, thuộc sở hữu của GEG, kết hợp lãi suất cố định và thả nổi với mức 9.5% trong năm đầu và thả nổi biên độ 3.9%/năm trong năm 2-4 và biên độ từ 5.4%-11.5% trong năm thứ 5. GEG thông qua công ty con là CTCP Năng lượng VPL và CTCP Điện TTC Đức Huệ - Long An đã thành công chuyển nhượng toàn bộ số cổ phần phổ thông tại CTCP Điện gió LAVI cho CTCP Năng lượng Solwind để thu về gần 100 tỷ đồng thoái vốn tại công ty con. Chúng tôi cho rằng GEG sẽ huy động được nguồn vốn kịp thời nhằm tối ưu chi phí lãi vay và đáp ứng các nghĩa vụ nợ đáo hạn trong cuối năm 2024 và đầu năm 2025. Nhu cầu vốn để đầu tư trong giai đoạn sắp tới là

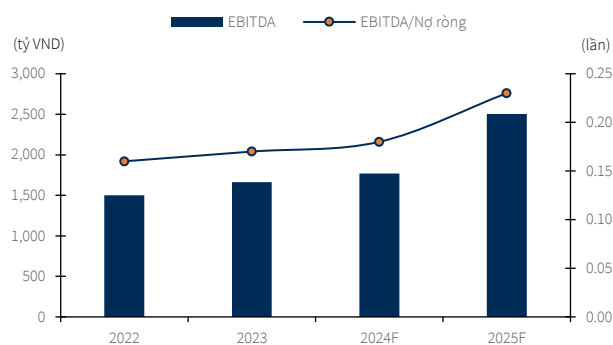
không lớn cho nên dòng tiền hoạt động kinh doanh sau khi đàm phán giá bán chính thức của Tân Phú Đông 1 sẽ giúp tỷ suất sinh lời và khả năng thanh toán được cải thiện rõ rệt.

Biểu đồ 9. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của GEG



Nguồn: GEG, KBSV ước tính

Biểu đồ 10. EBITDA và khả năng bao phủ nợ vay của GEG



Nguồn: GEG, KBSV ước tính

DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

Bảng 11. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,163	2,432	12%	2,922	20%	2024: Doanh thu tăng chủ yếu nhờ dự án Tân Phú Đông vận hành cả năm 2024. 2025: Doanh thu tăng nhờ hoàn thành đàm phán giá bán chính thức trong nửa đầu 2025.
Thủy điện	420	414	-1%	485	17%	
Điện mặt trời	826	848	3%	823	-3%	
Điện gió	918	1,170	27%	1,614	38%	2024: Kỳ vọng mùa cao điểm của sản lượng điện gió trong Q4/24 đem về doanh thu 325 tỷ VND. 2025: Doanh thu đóng góp bởi dự án Tân Phú Đông tăng mạnh do đàm phán lại giá bán cao hơn.
Sản lượng	1,029	1,130	10%	1,180	4%	
Thủy điện	306	309	1%	367	19%	2025: Sản lượng thủy điện sẽ cải thiện nhờ lưu lượng về hồ cải thiện trong nửa đầu năm.
Điện mặt trời	358	356	-1%	356	0%	
Điện gió	365	465	27%	457	-2%	Sản lượng điện gió suy giảm -1.5%/năm do tuabin gió thâm hụt hiệu suất.
Lợi nhuận gộp	1,121	1,363	22%	1,821	34%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>52%</i>	<i>56%</i>	<i>4 ppts</i>	<i>62%</i>	<i>6 ppts</i>	2025: Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ giá bán chính thức cao hơn của dự án Tân Phú Đông sẽ bù đắp chi phí khấu hao lớn.
Thu nhập tài chính	101	25	-75%	25	0%	
Chi phí tài chính	-871	-907	4%	-898	-1%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	13	13	n/a	13	0%	
SG&A	-159	-163	3%	-164	1%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	962	1,200	25%	1,657	38%	
Thu nhập khác	-7	0	n/a	273	n/a	2025: Khoản thu nhập hồi tố giai đoạn phát điện với giá tạm của dự án Tân Phú Đông 1.
Lợi nhuận trước thuế	195	331	70%	1,070	223%	
Lợi nhuận sau thuế	143	265	85%	910	243%	
LNST công ty mẹ	137	223	63%	733	229%	
<i>Biên LNST</i>	<i>7%</i>	<i>11%</i>	<i>4 ppts</i>	<i>31%</i>	<i>20 ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 14,300 VND/cổ phiếu

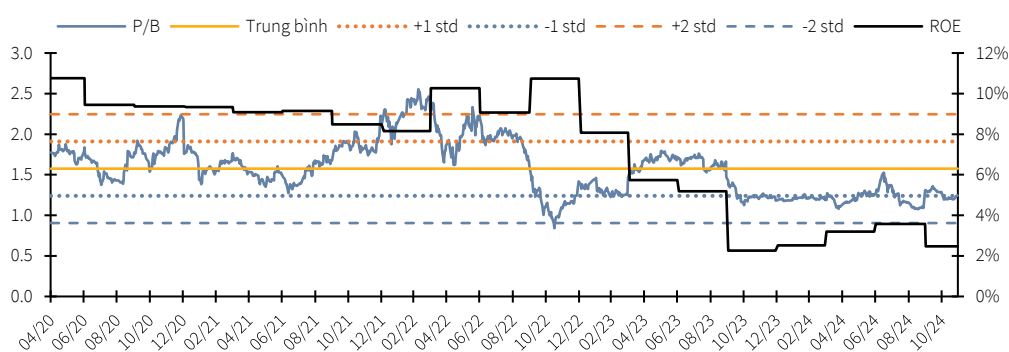
Kể từ thời điểm công bố báo cáo vào 18/09/2024, giá cổ phiếu GEG đã giảm xuống ngưỡng 10,600 VND/cổ phiếu và sau đó hồi phục nhẹ lên mức 11,500 VND/cổ phiếu, phản ánh kỳ vọng về sự thay đổi của Luật Điện lực sửa đổi. Tới thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh của GEG sẽ không hưởng lợi nhiều từ việc thông qua Luật Điện lực sửa đổi, thay vào đó yếu tố thúc đẩy chính cho kỳ vọng tăng trưởng doanh thu là tiến độ đàm phán giá chính thức hiện chưa có thay đổi mới. Dù vậy trước thay đổi lạc quan đến từ những văn bản quy định quan trọng được công bố, chúng tôi kỳ vọng TPĐ 1 sẽ hoàn thành đàm phán trong 1H25 và tạo ra tác động tích cực thay đổi kết quả kinh doanh của GEG.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu GEG và đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 14,300 VND/cổ phiếu, tương ứng upside 26.5% so với giá đóng cửa ngày 18/12/2024. Giá mục tiêu trên tương ứng với mức định giá P/B dự phóng cho 2024/2025 lần lượt là 1.4x/1.2x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1.6x.

Bảng 12. Tổng hợp định giá SOTP của GEG

(tỷ VND)	Nhà máy	Công suất	Phương pháp	NPV
CTCP Thủy điện Gia Lai (GHC)	Thủy điện H'Chan	10.0	DCF	1,763
	Thủy điện H'Mun	16.2	DCF	
	Điện mặt trời Hàm Phú	49.0	DCF	
	Điện áp mái (2.9 MWp)	2.9	DCF	
Nhà máy Ayun Thượng 1A	Thủy điện Ayun Thượng 1A	12.0	DCF	302
Tổ hợp nhà máy thủy điện		40.9	DCF	968
Chi nhánh Chu Prong	Ia Đrăng 1-3, Ia Muer 3, Ia Puch 3	11.8	DCF	
Chi nhánh Dak Pi Hao	Đăk Pi Hao 1-2	15.0	DCF	
Chi nhánh Huế	Thượng Lộ	6.0	DCF	
Chi nhánh Lâm Đồng	Đa Khai	8.1	DCF	
TTC Đức Huệ Long An (ĐH-LA)	Điện mặt trời Đức Huệ 1	49.0	DCF	1,425
	Điện áp mái (10 MWp)	10.0	DCF	
Tổ hợp nhà máy mặt trời		117.0	DCF	1,632
Nhà máy Phong Điền	Điện mặt trời Phong Điền	48.0	DCF	
Nhà máy Krong Pa	Điện mặt trời Krong Pa	69.0	DCF	
Nhà máy Trúc Sơn	Điện mặt trời Trúc Sơn	45.0	DCF	887
	Áp mái (13 MWp)	13.0	DCF	
Hợp tác VIJA	Điện áp mái (6 MWp)	6.0	DCF	298
CTCP Điện gió Ia Bang (IBE)	Điện gió Ia Bang 1	50.0	DCF	1,534
CTCP Năng lượng Điện gió Tiền Giang (TGE)	Điện gió Tân Phú Đông 1-2	150.0	DCF	4,916
CTCP Năng lượng VPL (VPL)	Điện gió VPL 1	30.0	DCF	1,166
CTCP Thủy điện Trường Phú & SOLWIND			Book value	166
Tổng giá trị				15,057
(-) Vay nợ ròng công ty				-8,786
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				-1,408
(-) Cổ phiếu ưu đãi				-642
Giá trị VCSH				4,863
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				341.25
Giá trị cổ phiếu (VND)				14,300
Giá hiện tại (18/12/2024)				11,300
Upside				26.5%

Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 13. Diễn biến P/B và ROE của GEG

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 14. Phân tích độ nhạy theo hệ số tải nhà máy điện gió và giá bán điện dự án TPD 1

		Giá bán điện (Kịch bản cơ sở: 1,634 VND/kWh ~ 90% giá trần)				
		80%	85%	90%	95%	100%
Hệ số tải nhà máy điện (Kịch bản cơ sở: 38%)	32%	-14.2%	-9.7%	-5.3%	0.0%	4.4%
	35%	0.9%	5.3%	10.6%	15.9%	21.2%
	38%	15.9%	21.2%	26.5%	31.9%	38.1%
	41%	31.0%	37.2%	42.5%	48.7%	54.9%
	44%	46.0%	52.2%	58.4%	64.6%	71.7%

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 15. Phân tích độ nhạy theo thời gian hoàn thành đàm phán và tỷ lệ hồi tố

		Tỷ lệ hồi tố (Kịch bản cơ sở: 80%)				
		70%	75%	80%	85%	90%
Năm hoàn thành đàm phán (Kịch bản cơ sở: 2025)	2024	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%
	2025	25.7%	26.5%	26.5%	27.4%	27.4%
	2026	23.9%	23.9%	24.8%	25.7%	25.7%
	2027	21.2%	22.1%	23.0%	23.9%	23.9%
	2028	17.7%	18.6%	19.5%	20.4%	21.2%

Nguồn: KBSV ước tính

GEG – Bảng tóm tắt KQKD & Dự phóng 2022A – 2025F

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VND)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)				
(Báo cáo chuẩn)	2022	2023	2024F	2025F	(Báo cáo chuẩn)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần	2,093	2,163	2,432	2,922	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	17,118	16,132	16,554	17,056
Giá vốn hàng bán	-1,082	-1,043	-1,069	-1,101	TÀI SẢN NGẮN HẠN	2,118	1,458	1,716	2,057
Lãi gộp	1,011	1,120	1,363	1,821	Tiền và tương đương tiền	334	229	194	351
Thu nhập tài chính	214	101	25	25	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	491	233	450	450
Chi phí tài chính	657	871	907	898	Các khoản phải thu	750	829	886	1,065
Trong đó: Chi phí lãi vay	592	842	907	898	Hàng tồn kho, ròng	155	127	146	151
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	6	13	13	13	TÀI SẢN DÀI HẠN	15,000	14,674	14,838	14,999
Chi phí bán hàng	0	-1	-1	-1	Phải thu dài hạn	2	41	41	41
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-160	-158	-162	-163	Tài sản cố định	9,912	14,019	14,155	14,303
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	851	962	1,200	1,657	Tài sản dở dang dài hạn	4,877	359	398	398
Thu nhập khác	-14	-2	0	273	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	-1	-5	0	0	Lợi thế thương mại	1	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	-14	-7	0	273	NỢ PHẢI TRẢ	11,488	10,365	10,617	10,495
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	2,071	1,679	1,755	1,705
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	407	195	331	1,070	Phải trả người bán	1,225	75	213	280
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-36	-52	-66	-160	Người mua trả tiền trước	2	2	2	2
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	371	143	265	910	Vay ngắn hạn	663	1,415	1,353	1,236
Lợi ích của cổ đông thiểu số	55	6	42	176	Nợ dài hạn	9,418	8,686	8,862	8,790
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	316	137	223	733	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	154	4	34	36
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	9,264	8,682	8,828	8,754
Chỉ số hoạt động	2022	2023	2024F	2025F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	5,630	5,767	5,937	6,560
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48.3%	51.8%	56.0%	62.3%	Vốn góp	3,861	4,054	4,257	4,470
Tỷ suất EBITDA	71.8%	76.7%	72.3%	75.8%	Thặng dư vốn cổ phần	26	21	21	21
Tỷ suất EBIT	40.7%	44.5%	49.3%	56.7%	Lãi chưa phân phối	292	179	142	414
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	19.4%	9.0%	13.6%	36.6%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	98	96	124	152
Tỷ suất lãi hoạt động KD	40.7%	44.5%	49.3%	56.7%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,352	1,417	1,392	1,502
Tỷ suất lợi nhuận thuần	17.7%	6.6%	10.9%	31.1%					
Báo cáo Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F	Chỉ số chính (x, %, VND)				
Lãi trước thuế	407	195	331	1,070	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	652	697	558	559	P/E	18.6	76.6	25.0	8.2
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	0	0	-38	-38	P/E pha loãng	18.6	76.6	25.0	8.2
Chi phí lãi vay	601	851	907	898	P/B	1.6	1.6	1.4	1.2
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,481	1,649	1,758	2,489	P/S	2.5	2.6	2.5	2.1
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-700	325	-57	-179	P/Tangible Book	1.6	1.6	1.4	1.2
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-9	25	-19	-5	P/Cash Flow	12.8	6.3	7.3	4.7
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	358	-41	138	67	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	11.5	10.8	10.0	7.8
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	15	-3	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	20.3	18.6	14.6	10.5
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-79	-40	-66	-160					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	496	1,063	847	1,314	Hiệu quả quản lý				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-4,599	-1,580	-678	-705	ROE%	7	2	4	14
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	67	2	0	0	ROA%	2	1	2	5
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-776	-250	-1,345	-500	ROIC%	6	6	8	10
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	323	524	1,128	500	Cấu trúc tài chính				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-142	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.3	0.4	0.5
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	566	57	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	0.8	0.9	1.1
Cổ tức và tiền lãi nhận được	13	26	25	25	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.0	0.9	1.0	1.2
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-4,405	-1,363	-870	-680	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	1.6	1.5	1.5	1.3
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	1,232	114	0	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.5	0.5	0.5	0.5
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.2	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	3,728	2,366	1,347	860	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.1	0.1	0.1
Tiền trả các khoản đi vay	-906	-2,196	-1,263	-1,051	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.4	0.3	0.3	0.3
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuế tài chính	-4	-4	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Cổ tức đã trả	-57	-84	-96	-286	Tổng công nợ/Vốn CSH	2.0	1.8	1.8	1.6
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.7	0.6	0.6	0.6
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	3,993	195	-12	-477	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	84	-105	-35	157	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	132.7	133.2	128.5	121.7
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	250	334	229	194	Hệ số quay vòng HTK	50.8	49.4	49.9	50.1
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	334	229	194	351	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	154.7	129.9	50.0	50.0

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên đọc lập cẩn nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.