

# CTCP ĐIỆN GIA LẠI (GEG)

## Kết quả đàm phán giá phù hợp với kỳ vọng

21/03/2025

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

**Doanh thu và lợi nhuận 4Q/24 giảm 2.4% YoY và tăng 2.3% YoY do mảng điện gió kinh doanh kém tích cực**

Doanh thu 4Q2024 đạt 555 tỷ (-2.4% YoY/+2.3% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 12.4 tỷ VND (-61.3% YoY), với đóng góp chính của đến từ mảng điện gió và điện mặt trời. Mảng điện gió và mặt trời lần lượt ghi nhận doanh thu 213 tỷ VND và 168 tỷ VND, -14% YoY và +7% YoY.

**Thủy điện ghi nhận kết quả kinh doanh không như kỳ vọng do Lanina đến muộn**

Cả năm 2024, sản lượng điện của GEG đạt 1.35 tỷ kWh (+9.2% YoY), chủ yếu đến từ đóng góp nhiều hơn của mảng điện gió. Sản lượng điện gió ghi nhận 647 triệu kWh, tăng 27% YoY nhờ dự án điện gió Tân Phú Đông đi vào hoạt động. Trong Q4/24, dưới tác động yếu của Lanina, lượng mưa trung bình thấp hơn so với cùng kỳ trước các nhà máy thủy điện lớn tích nước sớm khiến cho sản lượng huy động thủy điện nhỏ của GEG dưới hạ lưu giảm, đạt 134 triệu kWh (-4% YoY).

**Dự án điện gió Tân Phú Đông hoàn thành đàm phán giá tương đương 99% khung giá trần**

Ngày 17/03/2025, GEG thông báo đã hoàn tất ký kết Biên bản tổng và các Biên bản thành phần cho dự án Điện gió Tân Phú Đông 1 (TPĐ1). Giá điện được chốt ở mức 1,813 đồng/kWh, đạt trên 99% khung giá chuyển tiếp dành cho các dự án điện gió gần bờ. Khoản lợi nhuận khoảng hơn 400 tỷ VND dự kiến được hời tổ trong năm 2025. Việc ghi nhận đủ doanh thu từ dự án sẽ hỗ trợ GEG có dòng tiền phục vụ đầu tư các dự án NLTT trong tương lai.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 14,600 VNĐ/cổ phiếu**

Dựa trên định giá SOTP, xem xét tới triển vọng kinh doanh cũng như các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu GEG. Giá mục tiêu là 14,600 VND/cổ phiếu, cao hơn 4.3% so với giá tại ngày 20/03/2025.

## Trung lập thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 14,600</b>
Tăng/giảm (%)	4.3%
Giá hiện tại (20/03/2025)	VND 14,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 15,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	5.0/0.2

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	40.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	10.3/0.4
Sở hữu nước ngoài (%)	46.01%
Cổ đông lớn	AVH Pte.Ltd (29.76%)

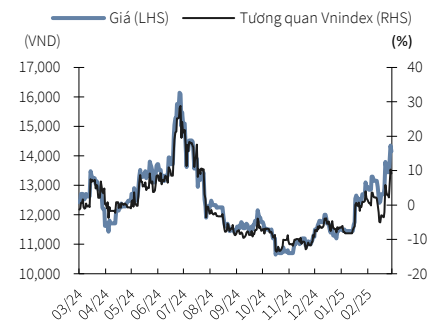
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	9.7	23.0	22.0	13.9
Tương đối	7.2	17.7	17.8	8.7

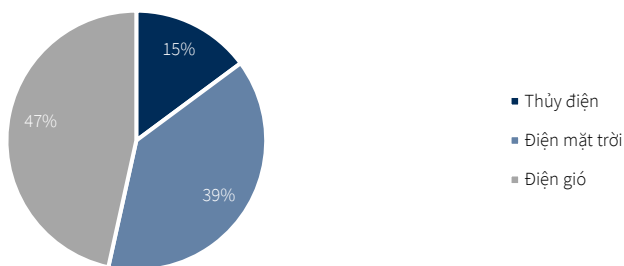
### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,163	2,325	2,719	2,697
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	962	938	1,351	1,345
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	137	115	724	576
EPS (VND)	214	171	1,672	1,264
Tăng trưởng EPS (%)	-75.7	-20.1	425.0	-24.0
P/E (x)	71.1	85.4	8.3	10.5
P/B (x)	1.5	1.4	1.3	1.2
ROE (%)	2.5	1.6	14.1	10.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.8	0.7	3.7	3.9

Nguồn: Fiinpro, KBSV



## Cơ cấu doanh thu 2024



## 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.** Lưu lượng về hồ được cải thiện từ đầu năm 2025, hỗ trợ cho sản lượng mảng thủy điện của GEG đạt 298 triệu kWh (+8% YoY).

**Hoàn thành đàm phán giá cho Tân Phú Đông 1 cải thiện doanh thu và lợi nhuận.** Giá bán điện gió cho dự án tăng cao hơn giúp doanh thu cải thiện. Ngoài ra doanh nghiệp kỳ vọng nhận về khoản hồi tố 400 tỷ VND.

**Quy hoạch điện lực củng cố động lực tăng trưởng dài hạn.** Quy hoạch điện lực kỳ vọng sẽ tạo cơ hội thuận lợi cho các dự án điện tái tạo đi vào vận hành, giúp doanh nghiệp như GEG gia tăng công suất.

## 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

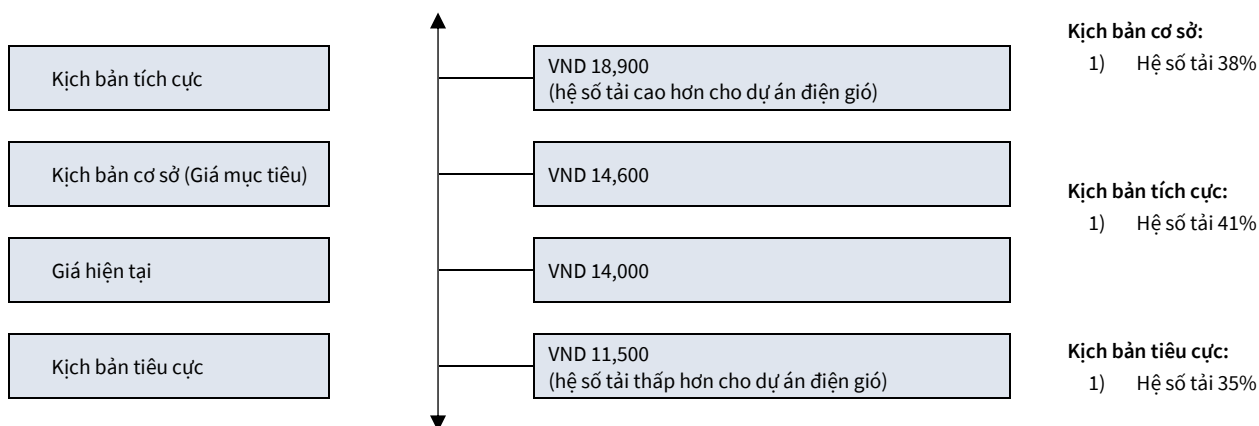
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	2,719	2,697	-8%	4%	2,422	2,572	12%	5%
EBIT	1,351	1,345	-18%	0%	1,040	1,071	30%	26%
LNST công ty mẹ	724	576	-1%	23%	247	386	193%	49%

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 4Q/24, lần lượt -2.4% YoY và -61.3% YoY**

Doanh thu 4Q2024 đạt 555 tỷ (-2.4% YoY/+2.3% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 12.4 tỷ VND (-61.3% YoY), 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 213 tỷ VND (+2% YoY/-14% QoQ), lũy kế cả năm 2024 là 1,058 tỷ (+15.4% YoY). Mảng điện mặt trời ghi nhận doanh thu kém tích cực trong mùa thấp điểm, đạt 168 tỷ VND (+7% YoY/-23% QoQ) do số giờ nắng suy giảm do các cơn mưa xuất hiện thường xuyên hơn.

**Tổng sản lượng điện Q4/24 đạt 336 triệu kWh, giảm 8% YoY**

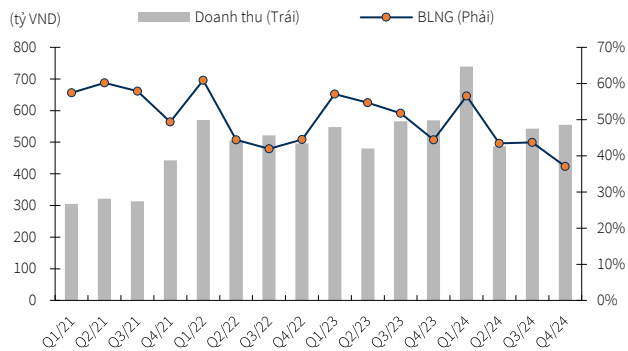
Trong 4Q2024, tổng sản lượng điện đạt 336 triệu kWh (-8% YoY/6% QoQ), với mảng thủy điện đóng góp chính cho tăng trưởng sản lượng, đạt 134 triệu kWh (-4% YoY/+5% QoQ). Mùa mưa đến chậm hơn khiến lượng mưa cải thiện là không nhiều. Dù bước vào thời điểm nhiều gió của khu vực, sản lượng điện gió chỉ tăng nhẹ so với quý trước và giảm mạnh so với cùng kỳ, đạt 131 triệu kWh (-13% YoY/+1% QoQ). Tương tự, sản lượng điện mặt trời cũng sụt giảm, đạt 134 triệu kWh (-4% YoY).

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	Q4/2023	Q4/2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>569</b>	<b>555</b>	<b>-2%</b>	<b>2,163</b>	<b>2,325</b>	<b>7%</b>	
Thủy điện	137	137	0%	370	327	-12%	
Điện mặt trời	157	168	7%	809	858	6%	
Điện gió	249	213	-14%	917	1,058	15%	
Sản lượng	365	336	-8%	1,233	1,347	9%	
Thủy điện	139	134	-4%	356	316	-11%	Sản lượng 2024 thấp hơn so với cùng kỳ bởi ảnh hưởng của Lanina tới muộn hơn khiến sản lượng thủy điện không được huy động nhiều.
Điện mặt trời	73	71	-3%	368	384	4%	
Điện gió	153	131	-14%	509	647	27%	Tăng trưởng âm trong Q4/24 do tốc độ gió suy giảm. Tuy nhiên tăng trưởng dương cả năm nhờ dự án Tân Phú Đông 1 hoạt động trong cả năm 2024.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>253</b>	<b>206</b>	<b>-19%</b>	<b>1,121</b>	<b>1,073</b>	<b>-4%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>44%</i>	<i>37%</i>	<i>-7 ppts</i>	<i>52%</i>	<i>46%</i>	<i>-6 ppts</i>	
Thu nhập tài chính	63	9	-86%	101	37	-63%	
Chi phí tài chính	-226	-156	-31%	-871	-802	-8%	Chi phí tài chính giảm nhẹ nhờ tái cơ cấu các khoản vay có lãi suất cao
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	11	13	18%	5	5	0%	
SG&A	-48	-30	-38%	-159	-136	-14%	
<b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>205</b>	<b>176</b>	<b>-14%</b>	<b>961</b>	<b>937</b>	<b>-2%</b>	
Thu nhập khác	2	1	-50%	-1	1	n/a	
Lợi nhuận trước thuế	44	31	-30%	190	176	-7%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>32</b>	<b>12</b>	<b>-63%</b>	<b>143</b>	<b>91</b>	<b>-36%</b>	LNST sụt giảm mạnh do ghi nhận lỗ trong Q3/24.
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>51</b>	<b>31</b>	<b>-39%</b>	<b>138</b>	<b>115</b>	<b>-17%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>6%</i>	<i>2%</i>	<i>-4 ppts</i>	<i>7%</i>	<i>4%</i>	<i>-3 ppts</i>	

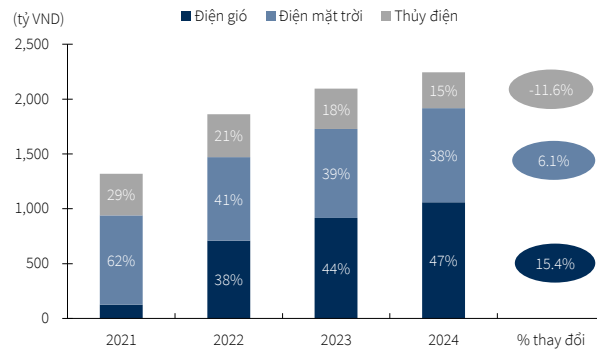
Nguồn: GEG, KBSV

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



Nguồn: GEG, KBSV

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



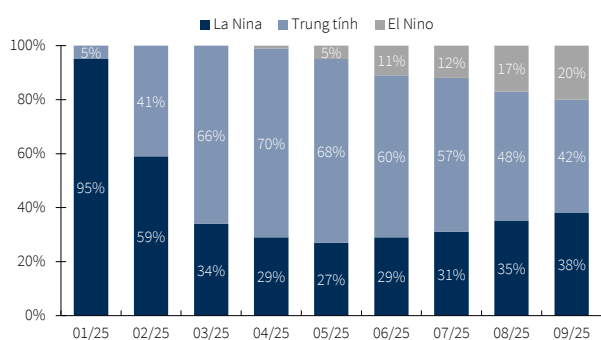
Nguồn: GEG, KBSV

**Thủy điện tiếp tục bước qua điều kiện thời tiết thuận lợi, duy trì công suất phát điện mức thấp**

GEG hiện đang sở hữu 65 MW thủy điện vừa và nhỏ tại khu vực Tây Nguyên và Nam Trung Bộ. Trong 2 tháng đầu của 2025, các đợt mưa trái mùa tại khu vực Tây Nguyên và Nam Trung Bộ xuất hiện nhờ hình thái thời tiết Lanina còn tiếp diễn. Tổng lượng mưa phổ biến cao hơn 15-30 mm, đặc biệt có nơi cao hơn 30-70 mm so với trung bình nhiều năm (TBNN). Dự báo các đợt mưa trái mùa sẽ tiếp diễn đến đầu tháng 4, giúp cải thiện lưu lượng trên sông suối hạ lưu trong bối cảnh các hồ thủy điện lớn tích nước. Chúng tôi dự phóng sản lượng của mảng thủy điện đạt 61 triệu kWh trong 1H/25 (+13% YoY) và tăng lên mức 283 triệu kWh trong 2H/25 (+8% YoY), lần lượt đạt 17% và 81% công suất thiết kế. Giá bán được cải thiện nhẹ 1% nhờ tăng công suất phát vào mùa khô đầu năm sẽ giúp doanh thu thủy điện năm 2025 đạt 365 tỷ VND (+10% YoY).

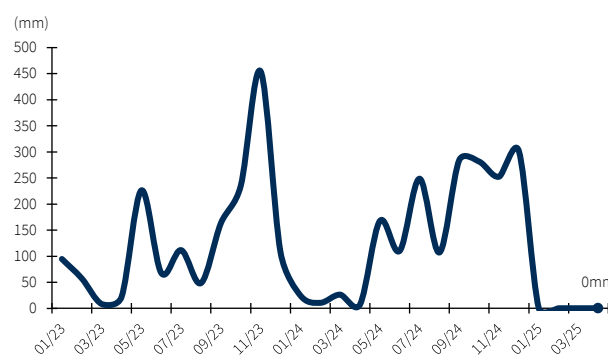
Sang năm 2026, xác suất gia tăng của pha thời tiết El Nino khiến cho công suất huy động của thủy điện gặp nhiều bất lợi. Sản lượng vận hành năm 2026 của mảng thủy điện giảm còn 330 triệu kWh (-4% YoY) do các hồ thủy điện lớn có khả năng kéo dài thời gian tích nước làm giảm lưu lượng phục vụ nhà máy thủy điện nhỏ vận hành. Doanh thu dự kiến đạt 350 tỷ VND (-4% YoY).

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



Nguồn: IRI, KBSV

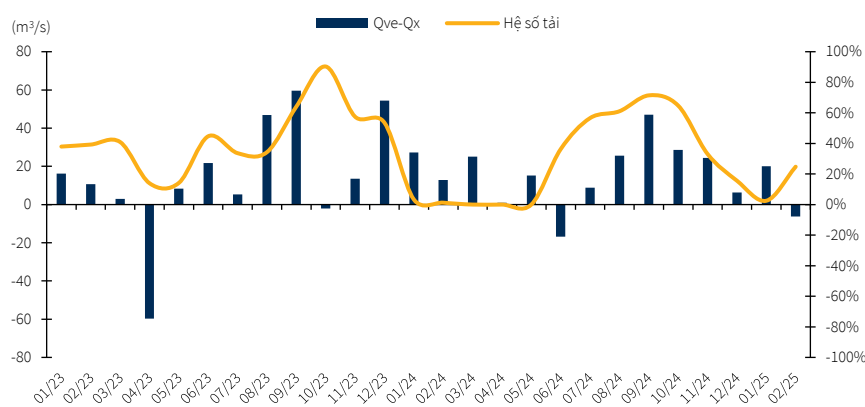
**Biểu đồ 5. Lượng mưa quan trắc tại trạm An Khê (Gia Lai)**



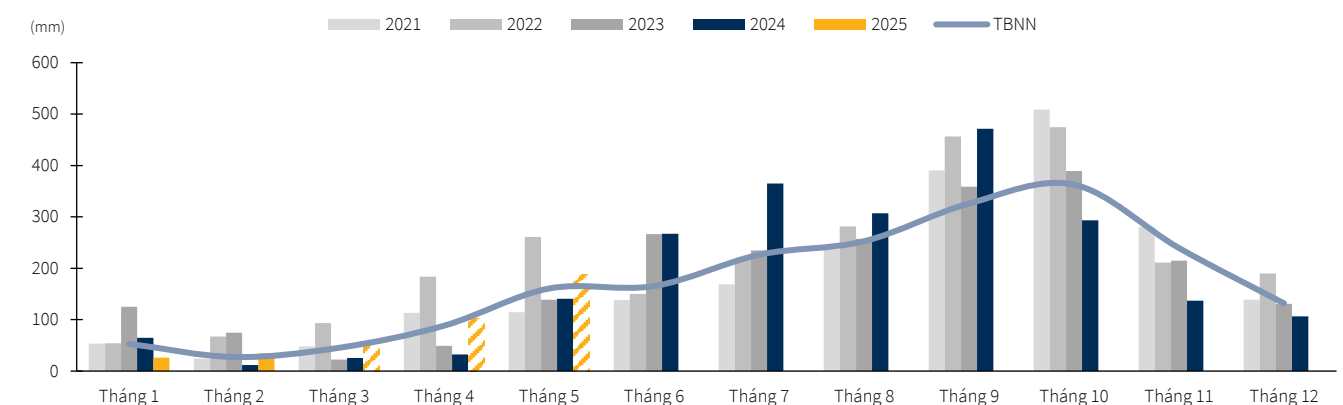
Nguồn: Vrain, KBSV

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 Q3/24, kéo dài đến giai đoạn tích nước vào tháng 11 đã mang lại lưu lượng nước nhiều hơn cho các sông suối hạ lưu. Sang Q1/25, tần suất nhiều các đợt mưa trái mùa do tác động của Lanina sẽ giúp việc tích nước kết thúc sớm hơn và cải thiện công suất GEG.

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



Nguồn: EVN, KBSV

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

Nguồn: IMHEN, KBSV

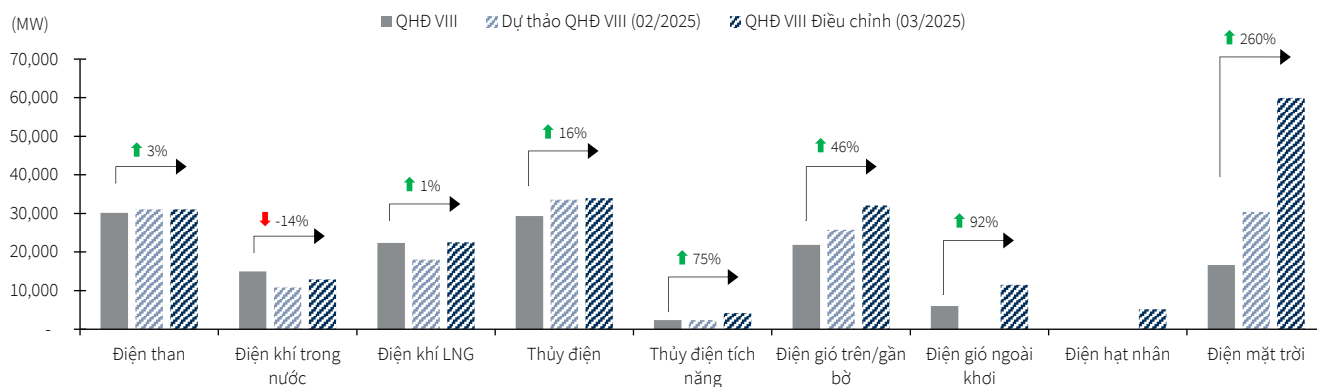
**Năng lượng tái tạo: Dự án Tân Phú Đông 1 thành công đàm phán giá bán điện**

Ngày 17/03/2025, GEG thông báo đã hoàn tất ký kết Biên bản tổng và các Biên bản thành phần cho dự án Điện gió Tân Phú Đông 1 (TPĐ1), với các nội dung bao gồm: sản lượng theo thiết kế công suất, thông số tổn thất hợp lý, tổng mức đầu tư minh bạch và các thông số tài chính tối ưu. Giá điện được chốt ở mức 1,813 đồng/kWh, đạt trên 99% khung giá chuyển tiếp dành cho các dự án điện gió gần bờ. Khoản lợi nhuận khoảng hơn 400 tỷ VND dự kiến được hồi tố trong năm 2025. Việc thành công đàm phán giá bán điện cao hơn sẽ cải thiện lợi nhuận và dòng tiền hoạt động kinh doanh cho dự án, tạo thuận lợi cho GEG đầu tư các dự án tiếp theo trong tương lai.

**Bản thảo quy hoạch điện lực VIII mở ra dư địa cho các dự án năng lượng tái tạo phát triển**

Trong bối cảnh tăng trưởng nhu cầu điện tăng trung bình 10%/năm đến 2030, Việt Nam đã điều chỉnh quy hoạch điện lực theo hướng tập trung đầu tư các nguồn năng lượng sạch, đặc biệt là mở rộng công suất năng lượng tái tạo. Dự thảo đặt mục tiêu công suất đạt 46,000-73,000 MW điện mặt trời và 26,000-38,000 MW điện gió trên/gần bờ, với CAGR lần lượt 13%-24% và 6%-9%. Chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh quy hoạch sẽ cho phép các dự án năng lượng tái tạo mới được bổ sung, tạo thuận lợi cho các doanh nghiệp có kinh nghiệm như GEG gia tăng công suất phát điện. Về giá bán, Viện Năng lượng hiện đang đề xuất khung giá bán đối với các dự án điện tái tạo trong 2025. Theo đó, giá bán sẽ được điều chỉnh theo vị trí địa lý, vùng miền nhằm phản ánh đầy đủ các chi phí vào giá bán và thu hút nhà đầu tư.

**Biểu đồ 8. Cơ cấu nguồn điện đến năm 2030 trong Quy hoạch điện lực Điều chỉnh**



Nguồn: MOIT, KBSV

## DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

**Bảng 9. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>2,325</b>	<b>2,719</b>	<b>17%</b>	<b>2,697</b>	<b>-1%</b>	2025: Doanh thu tăng nhờ hoàn thành đàm phán giá bán chính thức vào Q1/25.
Thủy điện	333	366	10%	351	-4%	
Điện mặt trời	884	893	1%	894	0%	
Điện gió	1,059	1,460	38%	1,447	-1%	2025: Doanh thu đóng góp bởi dự án Tân Phú Đông tăng mạnh do đàm phán lại giá bán cao hơn.
<b>Sản lượng</b>	<b>1,064</b>	<b>1,111</b>	<b>4%</b>	<b>1,092</b>	<b>-2%</b>	
Thủy điện	276	298	8%	286	-4%	2025: Sản lượng tăng nhờ Lanina kéo dài đến Q2/25 tạo điều kiện thuận lợi để phát điện.
Điện mặt trời	367	359	-2%	359	0%	
Điện gió	421	454	8%	447	-2%	Sản lượng điện gió suy giảm -1.5%/năm do tuabin gió thâm hụt hiệu suất.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,073</b>	<b>1,503</b>	<b>40%</b>	<b>1,526</b>	<b>2%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>46%</i>	<i>55%</i>	<i>9 ppts</i>	<i>57%</i>	<i>2 ppts</i>	2025: Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ giá bán chính thức cao hơn của dự án Tân Phú Đông giúp bù đắp chi phí khấu hao.
Thu nhập tài chính	38	44	16%	59	34%	
Chi phí tài chính	-801	-734	-8%	-613	-16%	Chi phí tài chính giảm nhờ tái cơ cấu các khoản vay dài hạn
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	5	13	160%	13	0%	
SG&A	-135	-152	13%	-181	19%	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>938</b>	<b>1,351</b>	<b>44%</b>	<b>1,345</b>	<b>0%</b>	
Thu nhập khác	2	397	19,750%	0	-100%	2025: Khoản thu nhập hồi tố giai đoạn phát điện với giá tạm của dự án Tân Phú Đông 1.
Lợi nhuận trước thuế	182	1,071	488%	804	-25%	
Lợi nhuận sau thuế	92	910	889%	683	-25%	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>115</b>	<b>724</b>	<b>530%</b>	<b>576</b>	<b>-20%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>4%</i>	<i>33%</i>	<i>7 ppts</i>	<i>25%</i>	<i>-8 ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 14,600 VND/cổ phiếu

Kể từ tháng 1/2025 tới nay, cổ phiếu GEG đã có nhịp tăng mạnh 25% từ mức 11,500 lên 14,000 VND/cổ phiếu, phản ánh kỳ vọng vào đàm phán thành công giá dự án điện gió sẽ thay đổi tích cực kết quả kinh doanh.

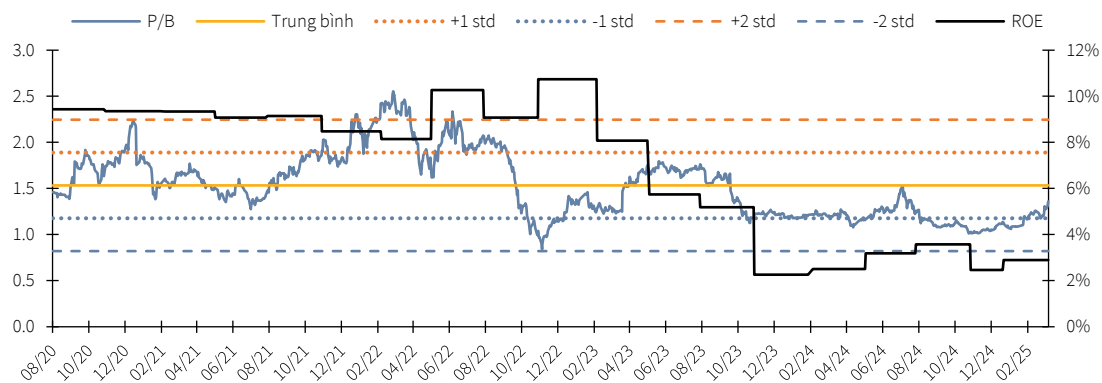
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu GEG và đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu 14,600 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng mức tăng giá 4.3% so với giá đóng cửa ngày 20/03/2025. Giá mục tiêu trên tương ứng với mức định giá P/B dự phóng cho 2025/2026 lần lượt là 1.3x/1.2x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1.6x.



**Bảng 10. 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	1,587
	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	250
Tổ hợp nhà máy thủy điện		40.9	DCF	757.5
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	1,318
	Điện áp mái (10 MWp)	10.0	DCF	
Tổ hợp nhà máy mặt trời		117.0	DCF	1,606
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	885.3
	Áp mái (13 MWp)	13.0	DCF	
Hợp tác VIJA	Điện áp mái (6 MWp)	6.0	DCF	236.3
CTCP Điện gió Ia Bang (IBE)	Điện gió Ia Bang 1	50.0	DCF	1,533
CTCP Năng lượng Điện gió Tiền Giang (TGE)	Điện gió Tân Phú Đông 1-2	150.0	DCF	4,845
CTCP Năng lượng VPL (VPL)	Điện gió VPL 1	30.0	DCF	1,065
CTCP Thủy điện Trường Phú & SOLWIND			Book value	166
<b>Tổng giá trị</b>				<b>14,249</b>
(-) Vay nợ ròng công ty				-7,784
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				-1,489
(-) Cổ phiếu ưu đãi				-642
<b>Giá trị VCSH</b>				<b>4,976</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				341.3
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>				<b>14,600</b>
Giá hiện tại (20/03/2025)				14,000
<b>Upside</b>				<b>4.3%</b>

Nguồn: KBSV ước tính

**Biểu đồ 11. Diễn biến P/B và ROE của GEG**

Nguồn: Bloomberg, KBSV

## GEG – Bảng tóm tắt KQKD & Dự phóng 2023A – 2026F

### Báo cáo Kết quả HDKD

(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	2,163	2,325	2,719	2,697
Giá vốn hàng bán	-1,043	-1,252	-1,216	-1,172
Lãi gộp	1,120	1,073	1,503	1,525
Thu nhập tài chính	101	38	44	59
Chi phí tài chính	871	801	734	613
Trong đó: Chi phí lãi vay	842	786	734	613
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	13	5	13	13
Chi phí bán hàng	-1	0	-1	-1
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-158	-135	-151	-180
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	962	938	1,351	1,345
Thu nhập khác	5	5	397	0
Chi phí khác	7	4	0	0
Thu nhập khác, ròng	-2	2	397	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	1	0	1
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	195	182	1,071	804
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-52	-89	-161	-121
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	143	92	910	683
Lợi ích của cổ đông thiểu số	6	-23	186	107
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	137	115	724	576

### Chỉ số hoạt động

	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	51.8%	46.2%	55.3%	56.6%
Tỷ suất EBITDA	76.7%	74.9%	77.8%	78.0%
Tỷ suất EBIT	44.5%	40.3%	49.7%	49.9%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	9.0%	7.8%	39.4%	29.8%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	44.5%	40.3%	49.7%	49.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.6%	4.0%	33.5%	25.3%

### Báo cáo Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
Lãi trước thuế	195	182	1,071	804
Khấu hao TSCĐ	697	804	763	759
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	0	0	-57	-72
Chi phí lãi vay	851	786	734	613
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,649	1,771	2,511	2,104
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	325	4	-168	8
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	25	-29	-46	6
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-41	37	254	-21
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-3	-5	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-40	-92	-161	-121
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,063	879	1,656	1,363
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,580	-122	-676	-703
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	2	40	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-250	-15	-300	-300
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	524	15	81	200
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-142	0	0	0
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	57	100	0	0
Cố tức và tiền lãi nhận được	26	19	44	59
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,363	38	-851	-744
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	114	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,366	1,079	533	880
Tiền trả các khoản đi vay	-2,196	-1,970	-1,051	-1,092
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuế tài chính	-4	-16	-16	-16
Cố tức đã trả	-84	-76	-269	-284
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	195	-983	-903	-512
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-105	-65	2	107
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	334	229	173	175
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	229	164	175	282

### Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>16,132</b>	<b>15,173</b>	<b>15,580</b>	<b>15,744</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>1,458</b>	<b>1,382</b>	<b>1,823</b>	<b>2,016</b>
Tiền và tương đương tiền	229	164	175	282
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	233	239	450	550
Các khoản phải thu	829	823	991	983
Hàng tồn kho, ròng	127	119	167	161
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>14,674</b>	<b>13,791</b>	<b>13,757</b>	<b>13,728</b>
Phải thu dài hạn	41	29	29	29
Tài sản cố định	14,019	13,207	13,157	13,121
Tài sản dở dang dài hạn	359	268	268	268
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>10,365</b>	<b>9,409</b>	<b>9,144</b>	<b>8,910</b>
Nợ ngắn hạn	1,679	785	856	800
Phải trả người bán	75	32	288	267
Người mua trả tiền trước	2	1	1	1
Vay ngắn hạn	1,415	597	412	377
Nợ dài hạn	8,686	8,624	8,288	8,110
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	4	28	22	21
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	8,682	8,596	8,266	8,089
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>5,767</b>	<b>5,763</b>	<b>6,436</b>	<b>6,834</b>
Vốn góp	4,054	4,225	4,436	4,658
Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21	21
Lãi chưa phân phối	179	82	368	480
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	96	96	122	135
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,417	1,339	1,489	1,541

### Chỉ số chính

(x, %, VND)				
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	71.1	85.4	8.3	10.5
P/E pha loãng	71.1	85.4	8.3	10.5
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2
P/S	2.4	2.3	2.3	2.3
P/Tangible Book	1.5	1.4	1.3	1.2
P/Cash Flow	5.8	7.0	3.7	4.5
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	10.5	9.5	7.6	7.6
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	18.1	17.6	12.0	11.8
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE%	2	2	14	10
ROA%	1	1	6	4
ROIC%	6	6	9	9
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.5	0.7	1.0
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	1.6	1.9	2.3
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.9	1.8	2.1	2.5
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	1.5	1.5	1.3	1.2
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.5	0.6	0.5	0.5
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.1	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.0	0.0	0.0
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.1	0.1	0.1
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	1.8	1.6	1.4	1.3
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	133.2	129.4	121.7	133.7
Hệ số quay vòng HTK	49.4	35.9	50.1	50.1
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	129.9	24.4	50.0	47.5

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](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://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 cân 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.