

## Vài nét về doanh nghiệp

GEG là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực năng lượng tái tạo (NLTT) niêm yết trên sàn chứng khoán. Hiện tại tổng công suất các nhà máy điện GEG quản lý khoảng 662 MWp.

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá mục tiêu	<b>16.00</b>
Tiềm năng tăng giá	16%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Điện
Thị giá (17/03/2025)	13.8
Biến động 1 năm	10.65-16.14
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	0,074
Vốn hóa (Tỷ đồng)	4.640
P/E	32,2
P/B	0,8

### Diễn biến giá



	1T	3T	12T
GEG	13%	15%	0%
VNindex	3%	1%	7%

### Tỷ lệ sở hữu

AVH Pte. Ltd	29.8%
Khác	70.2%

### Chuyên viên phân tích

Nguyễn Quang Nhựt

[nqnhut@vcbs.com.vn](mailto:nqnhut@vcbs.com.vn)

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## NÚT THẮT DẦN ĐƯỢC THÁO GỖ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu GEG và giá mục tiêu **16.000 đồng/cp** - tương đương upside 16% dựa trên kỳ vọng sau (1) Dự án Tân Phú Đông 1 có giá bán điện mới; (2) Các dự án điện hiện hữu hoạt động ổn định.

### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

**Các nhà máy của GEG kỳ vọng hoạt động ổn định, LNST phục hồi với dư nợ giảm.** Doanh thu của GEG kỳ vọng tăng trưởng 8% YoY với giả định sản lượng thủy điện phục hồi nhẹ, bên cạnh các nhà máy NLTT duy trì ổn định. Về giá bán, chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân của GEG trong năm 2025 tăng 7% YoY nhờ dự án Tân Phú Đông 1 đàm phán xong giá bán điện mới. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay kỳ vọng giảm với dư nợ ngắn và dài hạn cuối Q4/2024 giảm 9% YoY cùng góp phần giúp lợi nhuận của GEG phục hồi.

### Các nút thắt của dự án điện dần được tháo gỡ.

- Đối với dự án điện gió Tân Phú Đông 1 (100MW)**, ngày 17/3/2025, doanh nghiệp cho biết đã đàm phán xong giá bán điện mới của dự án Tân Phú Đông 1 và ký kết các biên bản tổng và biên bản thành phần cho dự án điện gió Tân Phú Đông 1 với giá bán điện đạt 1.813 VND/kWh (tương đương 99,8% giá trần theo khung giá điện gió chuyển tiếp)
- Đối với dự án ĐMT Đức Huệ 2 (39,2MWp)**, tồn tại của dự án hiện nằm ở việc không nằm trong Quy hoạch điện 8 (QHĐ 8) và Kế hoạch QHĐ 8, trong trường hợp xấu nhất, GEG có thể phải trích lập các khoản đầu tư đã thực hiện (ước khoảng 240 tỷ đồng). Hiện tại, QHĐ 8 đang trong quá trình lấy ý kiến sửa đổi, với kịch bản điện mặt trời được gia tăng công suất. VCBS cho rằng dự án Đức Huệ 2 của GEG có thể có phương án triển khai khả thi, giúp doanh nghiệp không phải trích lập.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.163	2.325	2.507
+/-%	3%	7%	8%
LNST (tỷ đồng)	143	92	227*
+/-%	-61%	-36%	147%
Nợ/TTTS (%)	63%	61%	59%
TS LN gộp (%)	52%	46%	49%
EPS - TTM (đồng)	214	171	413

\*Chưa bao gồm khoảng hồi tố ước tính khoảng 400 tỷ đồng của dự án Tân Phú Đông 1 khi có giá điện mới.

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q4.2024**

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/2024	YoY	2024	YoY	KH GEG	%Đạt KH	%Dự phóng VCBS	Thuyết minh
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>555</b>	<b>-2%</b>	<b>2.325</b>	<b>7%</b>	<b>3.120</b>	<b>75%</b>	<b>101%</b>	Doanh thu của GEG tăng 7% YoY chủ yếu nhờ mảng điện gió với nhà máy Tân Phú Đông 1 (TPĐ1) vận hành trọn năm. Tuy nhiên doanh thu chỉ đạt 75% KHKD của doanh nghiệp do GEG vẫn chưa thống nhất giá điện chính thức đối với nhà máy TPĐ1. hiện tại giá bán của TPĐ1 vẫn là giá tạm.
<b>Điện</b>	<b>539</b>	<b>-4%</b>	<b>2.300</b>	<b>7%</b>			<b>100%</b>	Doanh thu được dẫn dắt bởi nhóm điện gió
<i>Thủy điện</i>	146	7%	345	-7%			79%	Doanh thu giảm do sản lượng và giá bán giảm
<i>Điện gió</i>	242	-2%	1.081	18%			100%	Doanh thu có diễn biến cùng pha với sản lượng
<i>Điện mặt trời</i>	186	18%	874	8%			112%	Doanh thu tăng trưởng nhờ sản lượng và giá bán cải thiện
<b>Khác</b>	<b>16</b>		<b>25</b>				<b>147%</b>	
<b>Sản lượng (triệu kWh)</b>	<b>335</b>	<b>-18%</b>	<b>1.347</b>	<b>9%</b>	<b>1.363</b>	<b>99%</b>	<b>101%</b>	Sản lượng trong Q4/2024 giảm chủ yếu do nhóm điện gió. cả năm 2024 tăng nhờ NMDG Tân Phú Đông 1 vận hành cả năm (năm 2023 vận hành từ Q2)
<i>Thủy điện</i>	129	-7%	316	-11%	340	93%	89%	Trong Q4/2024, thủy điện được ưu tiên huy động, sản lượng chiếm 42% cả năm, nhưng giảm nhẹ 7% YoY do thủy văn kém hơn cùng kỳ.
<i>Điện gió</i>	130	-15%	647	27%	637	102%	102%	Trong Q4/2024, sản lượng điện gió giảm 15% YoY do điều kiện gió kém hơn cùng kỳ.
<i>Điện mặt trời</i>	76	4%	384	4%	386	99%	111%	Q4/2024 & 2024 Sản lượng điện mặt trời tăng nhẹ 4% YoY nhờ bức xạ tốt
<b>Giá bán (VND/kWh)</b>	<b>1.609</b>	<b>4%</b>	<b>1.707</b>	<b>-2%</b>				Trong Q4/2024, giá bán bình quân ước tính tăng 4% YoY nhờ giá bán của điện gió và điện mặt trời cải thiện
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>207</b>	<b>-18%</b>	<b>1.073</b>	<b>-4%</b>				LNG giảm sút do ghi nhận chi phí khấu hao của NMD TPĐ1
<b>LNST</b>	<b>12</b>	<b>-62%</b>	<b>92</b>	<b>-36%</b>				LNST Q4/2024 giảm sâu do (1) Biên lợi nhuận gộp giảm. (2) Không ghi nhận doanh thu tài chính từ bán cổ phần như cùng kỳ; (3) Chi phí thuế TNDN tăng 41% YoY.

Nguồn: GEG, VCBS ước tính

**Kết quả kinh doanh của GEG 2024 có sự tăng trưởng nhẹ**

Lũy kế năm 2024, doanh thu của GEG đạt 2.325 tỷ đồng (+7% YoY), LNST đạt 92 tỷ đồng (-36% YoY), biên lợi nhuận gộp giảm 52% của năm 2023 về mức 46% năm 2024. Chúng tôi đánh giá rằng chi phí khấu hao và giá bán điện của NMD TPĐ1 là nguyên nhân chính khiến biên lợi nhuận gộp của GEG giảm sút. LNST của GEG năm 2024 giảm 36% YoY do các nguyên nhân chính sau:

- (1) Giá bán NMD Tân Phú Đông 1 vẫn chưa đàm phán xong,
- (2) Doanh thu tài chính không ghi nhận khoảng 55 tỷ lợi nhuận từ chuyển nhượng cổ phần như năm 2023.
- (3) Chi phí thuế TNDN ghi nhận 89 tỷ (+73% YoY) do một số nhà máy đã hết thời gian ưu đãi thuế (đơn cử như: Đa Khai, Ayun Thượng 1A, H'Mun).

**MÀNG ĐIỆN GIÓ**

**Trong năm 2024, doanh thu của mảng điện gió đạt 1.058 tỷ đồng (+16% YoY) nhờ vào (1) Sản lượng tăng 27% YoY với nhà máy TPĐ1 hoạt động cả năm; (2)**

Giá bán bình quân giảm 9% YoY do TPĐ1 bán với giá tạm. Trong năm 2024, GEG đã tích cực đàm phán với EVN để thống nhất giá bán điện mới cho dự án TPĐ1. Các NMDG của GEG hiện tại hoạt động ổn định, hệ số công suất ước tính dao động từ 30-32%.

Stt	NMDG	Tỉnh	Công suất (MW)	Loại hình	Năm	Capex	Giá (US cents/kWh)	Hệ số công suất (ước tính)
1	la Bang	Gia Lai	50	Onshore	Oct-21	1.955	8,5	30%
2	Tân Phú Đông 2	Tiền Giang	50	Nearshore	Oct-21	2.242	9,8	32%
3	VPL 1	Bến Tre	30	Nearshore	Oct-21	1.320	9,8	32%
4	Tân Phú Đông 1	Tiền Giang	100	Nearshore	May-23	4.496	908 VND/kWh	32%

Nguồn: GEG, VCBS ước tính

## MẢNG ĐIỆN MẶT TRỜI

**Trong năm 2024, doanh thu của mảng điện mặt trời đạt 858 tỷ đồng (+8% YoY)** nhờ vào (1) Sản lượng tăng 4% YoY; (2) Giá bán bình quân tăng 4% YoY do giá bán hưởng lợi từ việc tỷ giá tăng. Đối với dự án ĐMT Đức Huệ 2(49MWp), GEG cho biết đang tiếp tục hoàn thiện pháp lý dự án. Trong trường hợp không thuận lợi sẽ tiến hành trích lập dự phòng đối với các khoản chi phí đã đầu tư nhằm tránh rủi ro trong dài hạn. VCBS ước tính chi phí đã đầu tư cho dự án hiện tại khoảng 240 tỷ đồng. Trong trường hợp dự án có thể triển khai và hoàn thành bán điện, GEG sẽ tiến hành hòa nhập.

Stt	Điện mặt trời	Địa điểm	Công suất (MWp)	Năm	Capex (VNDbn)	Giờ nắng/năm	Giá (US cents/kWh)
1	Phong Điền	Huế	48	2018	902	2.000	9,35
2	Krong Pa	Gia Lai	69	2018	1.301	2.200	9,35
3	Đức Huệ 1	Long An	49	2019	936	2.445	9,35
4	Hàm Phú 2	Bình Thuận	49	2019	979	2.520	9,35
5	Trúc Sơn	Dak Nông	45	2019	825	2.500	9,35
6	Áp mái	Nhiều tỉnh	32	2019	612	2.200	8,38

Nguồn: GEG, VCBS ước tính

## MẢNG THỦY ĐIỆN

Trong năm 2024, doanh thu của mảng điện gió đạt 327 tỷ đồng (-12% YoY) nhờ vào (1) Sản lượng giảm 9% YoY do thủy văn kém hơn cùng kỳ; (2) Giá bán bình quân giảm 3% YoY. Trong năm 2024, GEG đang triển khai xây dựng NMTĐ Eatih (8MW) với tổng mức đầu tư khoảng 300 tỷ đồng.

Trong năm 2025, GEG có các nhà máy hết hạn hợp đồng mua bán điện. Cụ thể là các nhà máy: la Drang 1, la Drang 2, la Drang 3, la Muer 3. Chúng tôi kỳ vọng rằng GEG và EVN EPTC sẽ đàm phán theo thông tư 07/2024/TT-BCT.

Stt	Thủy điện	Tỉnh	Công suất (MW)	Hệ số công suất	Năm vận hành
1	la Drang 2	Gia Lai	1,2	62%	1989
2	la Drang 1	Gia Lai	0,6	63%	2002
3	la Drang 3	Gia Lai	1,6	66%	2005
4	la Muer 3	Gia Lai	1,8	49%	2005
5	H'Chan	Gia Lai	12	54%	2006
6	Dak Pi Hao 2	Gia Lai	10	48%	2008
7	la Punch 3	Gia Lai	6,6	53%	2009
8	H'Mun	Gia Lai	16,2	47%	2010
9	Da Khai	Lâm Đồng	8,1	52%	2010
10	Ayun Thuong	Gia Lai	12	48%	2011
11	Dak Pi Hao 1	Gia Lai	5	48%	2014
12	Thượng Lộ	Huế	6	34%	2015

Nguồn: GEG, VCBS ước tính

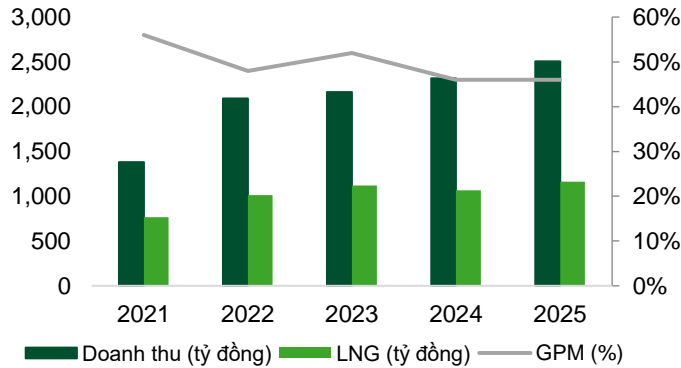
**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

**Doanh thu của GEG trong năm 2025 kỳ vọng tăng trưởng nhẹ 8% YoY nhờ các nhà máy hoạt động ổn định và giá bán cải thiện do tỷ giá tăng**

**Trong năm 2025, VCBS dự phóng doanh thu của GEG tăng 8% YoY nhờ vào sự hoạt động ổn định của các nhà máy và giá bán cải thiện. Cụ thể,**

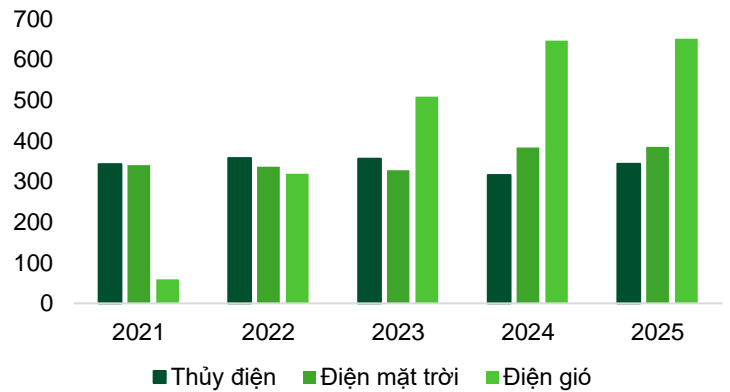
- **Về sản lượng**, chúng tôi dự phóng sản lượng điện của GEG sẽ đạt 1.364 triệu kWh (+1% YoY) trong năm 2025 nhờ vào (1) Các nhà máy điện NLTT duy trì sản lượng ổn định, hệ số công suất điện gió từ 30%-32%, điện mặt trời từ 16%-18%, (2) Sản lượng thủy điện phục hồi về bình quân 4 năm gần nhất tương đương tăng 9% YoY khi El Nino qua đi.
- **Về giá bán**, chúng tôi dự phóng giá bán bình quân của GEG tăng 7% YoY đạt 1.819 VND/kWh với giả định (1) Dự phóng giá bán điện của dự án Tân Phú Đông 1 đạt 1.813 VND/kWh áp dụng từ 1/7/2024, (2) Giá bán bình quân mảng thủy điện giảm nhẹ 2% YoY so với năm 2024, (3) Tỷ giá USD/VND tăng 2% YoY.

**Hình 1: Dự phóng doanh thu, LNG và GPM (%) của GEG (tỷ đồng)**



Nguồn: GEG, VCBS tổng hợp và dự phóng

**Hình 2: Dự phóng sản lượng các loại hình của GEG (triệu kWh)**



Nguồn: GEG, VCBS tổng hợp và dự phóng

**Đối với dự án thủy điện Ea Tih (8MW), dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ bắt đầu vận hành chính thức từ đầu năm 2027.** Khi NMTĐ Ea Tih đi vào vận hành, công suất mảng thủy điện của GEG sẽ tăng trưởng 10% so với hiện tại.

**Dự án điện gió Tân Phú Đông 1 kỳ vọng áp dụng giá mới từ 1/7/2025.**

**Về giá điện của dự án điện gió Tân Phú Đông 1 (100MW),** dự án vận hành từ tháng 5/2023 với giá tạm bằng 50% so với giá trần khung giá điện chuyển tiếp, VCBS ước tính ở mức 908 VND/kWh. Vào ngày 17/3/2025, GEG cho biết đã hoàn tất đàm phán và ký kết các bên bản Tổng và Biên bản thanh phần cho dự án điện gió Tân Phú Đông 1. Nội dung chính như sau:

- **Giá bán điện:** 1.813 VND/kWh (tương đương 99,8% giá trần theo khung giá điện gió chuyển tiếp của Quyết định số 21/QĐ-BCT ban hành ngày 7/1/2023).
- **Hồi tố:** GEG ước tính sẽ ghi nhận khoảng 400 tỷ đồng tiền phát sinh do chênh lệch giữa giá điện mới và giá tạm trong giai đoạn vận hành trước đó.

**Dựa trên quan điểm thận trọng,** chúng tôi dự phóng giá bán điện mới của Tân Phú Đông 1 được áp dụng vào ngày 1/7/2025. **Đối với khoản lợi nhuận bất thường, chúng tôi chưa phản ánh vào mô hình định giá.**

**Phương hướng giải quyết dự án ĐMT Đức Huệ 2 (39.2 MWp)**

**Vấn đề pháp lý của dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49MWp).** Dự án Đức Huệ 2 được cấp Chủ trương đầu tư vào tháng 1/2022. Tuy nhiên trong QHĐ 8 và Kế hoạch QHĐ 8, dự án Đức Huệ 2 không nằm trong danh sách phát triển nên dự án tồn tại rủi ro. Trong BCTC Q4/2024 của GEG ghi nhận khoản chi phí xây dựng dở dang của dự án khoảng 240 tỷ đồng. Doanh nghiệp cho biết trong trường hợp xuất nhất có thể tiến hành trích lập dự phòng giá trị đã đầu tư. Hiện tại, dự thảo đề án QHĐ 8 điều chỉnh đã bổ sung dự án ĐMT Đức Huệ 2 vào quy hoạch. **Chúng tôi cho rằng dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 có thể tìm được phương án triển khai khả thi thay vì phải tiến hành trích lập dự phòng.**

**GEG có kế hoạch mở rộng công suất với nhiều loại hình**

GEG có kế hoạch mở rộng và đa dạng hóa nguồn điện trong giai đoạn 2025-2030 như sau:

- **Dự án điện gió VPL 2 (30 MW)** tại Bến Tre có sản lượng kỳ vọng khoảng 92 triệu kWh/năm, với tổng vốn đầu tư 1.500 tỷ đồng.
- **Thủy điện tích năng:** GEG đang tìm kiếm các dự án tiềm năng tại miền Trung và Tây Nguyên nhằm phát triển loại hình năng lượng này.
- **Điện gió gần bờ và xa bờ:** Doanh nghiệp đang nghiên cứu các dự án tại Đồng bằng Sông Cửu Long và Lào.
- **Điện mặt trời áp mái:** Kế hoạch phát triển công suất 100 MWp với suất đầu tư khoảng 12 tỷ đồng/MWp, tập trung tại miền Nam và Bắc.
- **Điện rác:** GEG đang xem xét dự án có công suất khoảng 70 MW, với suất đầu tư 99 tỷ đồng/MWp tại Đồng bằng Sông Cửu Long.
- **Dự án Hydrogen tại Tiền Giang:** Với quy mô 100 MW, GEG đã được UBND tỉnh chấp thuận chủ trương đầu tư và công nhận là nhà đầu tư cho giai đoạn 1 vào quý IV/2023. Doanh nghiệp sẽ triển khai vào thời điểm phù hợp để tối ưu hiệu quả.

**Dựa trên quan điểm thận trọng, VCBS chưa phản ánh thông tin về các dự án trên vào mô hình định giá.**

**DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ**

Tiêu chí	2024	% YOY	2025F	%YOY	Thuyết minh
<b>DOANH THU (TỶ ĐỒNG)</b>	<b>2.325</b>	<b>7%</b>	<b>2.507</b>	<b>8%</b>	<b>Doanh thu dẫn dắt chính bởi nhóm điện</b>
<b>Điện</b>	<b>2.300</b>	<b>7%</b>	<b>2.481</b>	<b>8%</b>	<b>Doanh thu tăng trưởng đến từ 3 nhóm điện</b>
<i>Thủy điện</i>	<i>345</i>	<i>-7%</i>	<i>367</i>	<i>6%</i>	<i>Doanh thu dự kiến tăng nhờ sản lượng cải thiện</i>
<i>Điện gió</i>	<i>1.081</i>	<i>18%</i>	<i>1.209</i>	<i>12%</i>	<i>Doanh thu dự kiến tăng trưởng 12% YoY nhờ Tân Phú Đông 1 có giá điện mới</i>
<i>Điện mặt trời</i>	<i>874</i>	<i>8%</i>	<i>905</i>	<i>4%</i>	<i>Doanh thu dự kiến tăng nhờ giá bán cải thiện</i>
Khác	25	0%	26	4%	
<b>Sản lượng (triệu kWh)</b>	<b>1.347</b>	<b>9%</b>	<b>1.364</b>	<b>1%</b>	<b>Sản lượng kỳ vọng tăng nhẹ nhờ nhóm thủy điện</b>
<i>Thủy điện</i>	<i>316</i>	<i>-11%</i>	<i>343</i>	<i>9%</i>	<i>Sản lượng thủy điện phục hồi 9%YoY về mức bình quân 4 năm gần nhất trong bối cảnh El Nino qua đi</i>
<i>Điện gió</i>	<i>647</i>	<i>27%</i>	<i>636</i>	<i>-2%</i>	<i>Sản lượng điện gió duy trì ổn định. hệ số công suất các nhà máy từ 30%-32%</i>

Điện mặt trời	384	4%	385	0%	Sản lượng điện mặt trời duy trì ổn định. hệ số công suất các nhà máy từ 16%-18%
Giá bán bình quân (VND/kWh)	1.707	-2%	1.819	7%	Giá bán bình quân giảm do sản lượng thủy điện (giá bán thấp) tăng. giá bán thủy điện dự phóng giảm
Thủy điện	1.092	5%	1.070	-2%	Giá bán thủy điện dự phóng giảm 2% YoY do có 4 nhà máy sẽ bắt đầu đàm phán giá mới với EVN trong năm 2025.
Điện gió	1.671	-7%	1.901	14%	Giá bán điện NLTT dự phóng tăng trưởng do tỷ giá VND/USD tăng. giá định giá bán TPD 1 áp dụng giá điện mới 1.813 VND/kWh từ 1/7/2025.
Điện mặt trời	2.276	4%	2.351	3%	Giá bán điện mặt trời dự phóng tăng trưởng do tỷ giá VND/USD tăng
Lợi nhuận gộp	1.073	-4%	1.164	8%	
LN ròng	92	-36%	227	147%	LNST phục hồi nhờ LNG cải thiện. dự phóng chưa bao gồm khoảng 400 tỷ chênh lệch giữa giá tạm và giá điện mới của Tân Phú Đông 1

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, VCBS ước tính và dự phóng

**Định giá** Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **16.000 đồng/cp**, dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và SOTP với tỷ trọng 50/50.

### Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
NOPAT	769	822	807	786	767
Khấu hao	826	818	834	840	846
Thay đổi WC	-87	-43	-18	-6	-6
CAPEX	-415	-239	-129	-133	-134
FCFF	1.093	1.358	1.494	1.487	1.473
NPV giai đoạn 2025-2028F					5.211
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 0%)					9.717
Tổng giá trị doanh nghiệp					14.928
Trừ: Vay nợ ròng					9.029
<b>Giá trị VCSH</b>					<b>5.899</b>
<b>Số lượng CPLH (tr.cp)</b>					<b>358</b>
<b>Định giá</b>					<b>16.386</b>

### Định giá bằng phương pháp so sánh SOTP

Đơn vị: tỷ đồng	Giá trị
Thủy điện	2.232
Điện mặt trời	5.191
Điện gió	8.482

Nợ ròng	9.029
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.339
Giá trị VCSH	5.537
SLCPLH (triệu cổ)	358
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>15.454</b>

**BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: tỷ đồng**

Kết quả kinh doanh	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	1.381	2.093	2.163	2.325	2.507
- Giá vốn hàng bán	-614	-1.082	-1.043	-1.252	-1.343
Lợi nhuận gộp	767	1.011	1.121	1.073	1.164
- Chi phí bán hàng	0	0	-1	0	0
- Chi phí quản lí DN	-114	-160	-158	-135	-146
Lợi nhuận HDKD	653	851	962	938	1.018
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	0	-6	2	0	1
- Lợi nhuận khác	100	154	73	30	14
EBIT	753	999	1.037	968	1.033
- Chi phí lãi vay	-384	-592	-842	-786	-749
LNTT	369	407	195	182	284
- Thuế TNDN	-43	-36	-52	-89	-57
LNST	325	371	143	92	227
- Lợi ích CBTS	43	55	6	-23	57
LNST CB CT Mẹ	283	316	137	115	170
EPS (đ)	880	880	214	171	422
EBITDA	1.167	1.651	1.734	1.759	1.859
<b>Tăng trưởng</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Doanh thu	-8%	52%	3%	7%	8%
LN HDKD	1%	30%	13%	-2%	9%
LN Hợp nhất	10%	14%	-61%	-36%	147%
LNST	10%	12%	-57%	-16%	48%
EBIT	14%	33%	4%	-7%	7%
EPS	-14%	0%	-76%	-20%	147%
Tổng tài sản	60%	37%	-6%	-6%	0%
Nợ vay	87%	40%	2%	-9%	-3%
VCSH	8%	51%	2%	0%	5%
<b>Khả năng sinh lời</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Tỷ suất LNG	56%	48%	52%	46%	46%
Tỷ suất LNST	24%	18%	7%	4%	9%
ROE DuPont	8%	6%	2%	2%	3%
ROA DuPont	3%	2%	1%	1%	1%
Tỷ suất EBIT	55%	48%	48%	42%	41%
LNTT / LNST	114%	110%	136%	198%	125%
LNTT / EBIT	49%	41%	19%	19%	27%
Vòng quay TTS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Đòn bẩy tài chính	3.3	3.0	2.8	2.6	2.5
ROIC	6%	6%	5%	3%	6%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Số ngày tồn kho	91	52	52	37	37
Số ngày phải thu	292	133	133	130	124
Số ngày phải trả	91	134	110	8	4
Luân chuyển tiền	292	51	75	159	157
COGS/Hàng tồn kho	4	7	7	10	10
<b>An toàn tài chính</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
TT hiện hành	1.5	1.0	0.9	1.8	1.7
TT nhanh	1.3	0.9	0.8	1.6	1.5
TT tiền mặt	0.3	0.2	0.1	0.2	0.4
Nợ / Tài sản	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Nợ / Vốn sử dụng	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Nợ / Vốn CSH	1.9	1.8	1.8	1.6	1.5
Khả năng TT lãi vay	2.0	1.7	1.2	1.2	1.4

Cân đối kế toán	2021	2022	2023	2024	2025F
<b>Tài sản</b>					
+ Tiền	250	334	229	164	360
+ ĐTTTC ngắn hạn	6	491	233	239	376
+ Phải thu	772	750	829	823	877
+ Hàng tồn kho	146	155	127	119	150
+ Khác	142	389	40	36	50
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.316</b>	<b>2.118</b>	<b>1.458</b>	<b>1.382</b>	<b>1.813</b>
+ Tài sản dài hạn	10.495	9.965	14.068	13.295	12.752
+ Khấu hao lũy kế	-1.584	-2.231	-2.908	-3.699	-4.525
+ Tài sản dài hạn	0	0	0	0	0
+ ĐTTTC dài hạn	100	113	168	174	174
+ Khác	561	4.922	438	322	454
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>11.156</b>	<b>15.000</b>	<b>14.674</b>	<b>13.791</b>	<b>13.380</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>12.472</b>	<b>17.118</b>	<b>16.132</b>	<b>15.173</b>	<b>15.193</b>
<b>Nợ &amp; VCSH</b>					
+ Phải trả (ngắn)	315	1.225	75	32	25
+ Vay ngắn hạn	408	663	1.415	597	892
+ Khác	155	183	189	156	175
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>878</b>	<b>2.071</b>	<b>1.679</b>	<b>785</b>	<b>1.092</b>
+ Vay dài hạn	6.695	9.264	8.682	8.596	8.025
+ Phải trả dài hạn	1.162	154	4	28	28
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>7.857</b>	<b>9.418</b>	<b>8.686</b>	<b>8.624</b>	<b>8.053</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>8.735</b>	<b>11.489</b>	<b>10.365</b>	<b>9.409</b>	<b>9.145</b>
+ Vốn điều lệ	3.037	3.861	4.054	4.225	4.476
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	642	642	642	642
+ Thặng dư	38	26	21	21	21
+ LN giữ lại	303	-251	-367	-464	-542
+ Lợi ích CBTS	360	1.352	1.417	1.339	1.451
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.738</b>	<b>5.630</b>	<b>5.767</b>	<b>5.763</b>	<b>6.048</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>12.473</b>	<b>17.118</b>	<b>16.132</b>	<b>15.172</b>	<b>15.193</b>
<b>Lưu chuyển tiền</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>250</b>	<b>334</b>	<b>229</b>	<b>236</b>	<b>360</b>
<b>LNST</b>	<b>325</b>	<b>371</b>	<b>143</b>	<b>92</b>	<b>227</b>
+ Khấu hao lũy kế	414	652	697	791	826
+ Điều chỉnh	1.803	-527	223	-43	-41
+ Thay đổi VLD	0	0	0	-63	-87
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>2.542</b>	<b>496</b>	<b>1.063</b>	<b>777</b>	<b>925</b>
+ Thanh lý, mua TSCĐ	0	0	0	0	0
+ Đầu tư ròng	0	0	0	120	-415
+ Khác	-6	-485	258	-6	-137
<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>-5.877</b>	<b>-3.920</b>	<b>-1.621</b>	<b>37</b>	<b>41</b>
+ Cổ tức đã trả	<b>-5.883</b>	<b>-4.405</b>	<b>-1.363</b>	<b>151</b>	<b>-511</b>
+ Tăng (giảm) vốn	-179	-41	-58	-17	-21
+ Nợ ngắn hạn	-3	-2	-1	0	0
+ Nợ dài hạn	-193	255	752	-818	295
+ Khác	3.494	2.569	-582	-86	-571
<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>3.456</b>	<b>3.993</b>	<b>195</b>	<b>-921</b>	<b>-218</b>
Lưu chuyển tiền	<b>6.575</b>	<b>6.774</b>	<b>306</b>	<b>-1.842</b>	<b>-515</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>135</b>	<b>250</b>	<b>334</b>	<b>229</b>	<b>164</b>



## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh) và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc phân tích

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

### Nguyễn Quang Nhựt

Chuyên viên Phân tích

[nqnhut@vcbs.com.vn](mailto:nqnhut@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>