

CTCP Điện Gia Lai

Gặt hái thành quả từ chiến lược mạo hiểm

23/09/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn

1H2024, GEG hoàn thành 47% kế hoạch năm

GEG ghi nhận LNST 1H2024 đạt 127.5 tỷ VND (14.8% YoY) do sản lượng điện sản xuất ước tính tăng 19% so với cùng kỳ. Sản lượng điện gió tăng trưởng cao hơn so với mức nền thấp cùng kỳ nhờ: i) GEG đưa vào vận hành dự án Tân Phú Đông 1 từ T05/23, ii) Tốc độ gió Q1/24 cao hơn svck giúp cho sản lượng điện được cải thiện.

Danh mục nhà máy điện đa dạng, đem về dòng tiền ổn định

Với định hướng phát triển năng lượng xanh, GEG tập trung tìm kiếm, đầu tư và phát triển các dự án trong 3 mảng: Thủy điện, Điện mặt trời và Điện gió, trực tiếp đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện trong khu vực. Chiến lược này giúp GEG sở hữu những dự án có vị trí thuận lợi, vượt trội về hiệu suất khai thác. Lợi thế tiếp tục được duy trì xuyên suốt trong vòng đời các dự án, qua đó đem lại cho GEG dòng tiền ổn định.

Kỳ vọng tháo gỡ pháp lý những dự án chủ lực sẽ là động lực tăng trưởng cho GEG

Tân Phú Đông 1 có công suất hoạt động lớn nhất trong các dự án của GEG. Dự án sẽ là động lực tăng trưởng chính của GEG, giúp doanh nghiệp cải thiện mạnh mẽ kết quả kinh doanh trong trường hợp đàm phán giá bán chính thức thành công. Với việc nhà máy đã hoàn thành những yêu cầu về đàm phán giá, nghiệm thu và vận hành ổn định, chúng tôi tin rằng dự án sẽ đàm phán giá bán chính thức bằng 90% giá trần chuyển tiếp ngay trong tháng 11/2024.

Chất lượng tài chính và khả năng sinh lời được cải thiện

Do chi phí của GEG chủ yếu đến từ khấu hao nhà máy và chi phí lãi vay, việc đưa vào vận hành ổn định nhà máy Tân Phú Đông với giá bán cao hơn sẽ giúp công ty cải thiện biên lợi nhuận, đồng thời đưa đòn bẩy tài chính về mức lành mạnh.

Khuyến nghị MUA với GEG, giá mục tiêu 16,200 VND/cổ phiếu

Sử dụng phương pháp SOTP, GEG được kỳ vọng giá mục tiêu 16,200 VND/cổ phiếu, upside 40.3%, tương đương với mức P/B 1.02x, thấp hơn 37% so với trung bình 5Y.

Mua thay đổi

Giá mục tiêu

Tăng/giảm (%)	40.3%
Giá hiện tại (23/09/2024)	VND 11,550
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 15,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	4.3/0.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	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%)

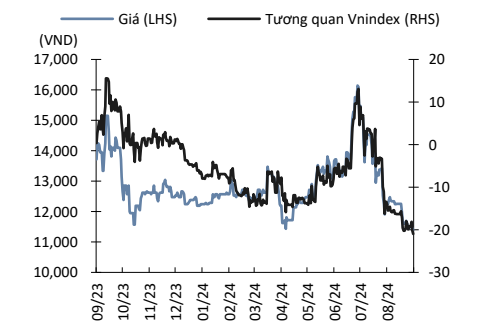
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-8.1	-3.7	-7.4	-11.9
Tương đối	-15.7	-8.2	-5.4	-15.7

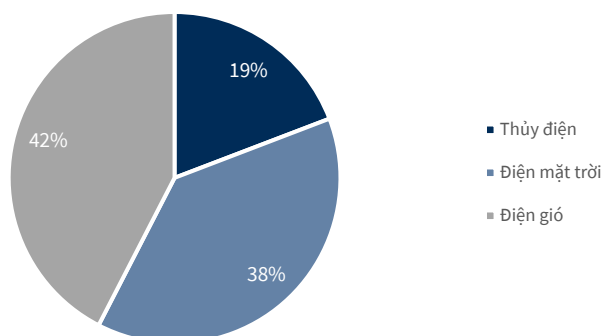
Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,093	2,163	2,809	2,702
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	851	962	1,504	1,384
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	316	137	644	596
EPS (VND)	880	214	1,678	1,332
Tăng trưởng EPS (%)	0.0	-75.7	684.0	-21.0
P/E (x)	18.6	76.6	9.8	12.3
P/B (x)	1.3	1.2	1.1	1.1
ROE (%)	6.6	2.5	10.7	8.8
Tỷ suất cổ tức (%)	-1.1	-1.5	-1.5	-1.4

Nguồn: Fiinpro, 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: GEG, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Danh mục thủy điện hoạt động hiệu quả, đem về dòng tiền ổn định. Với danh mục thủy điện hơn 80 MW đều sở hữu vị trí thuận lợi cho việc phát điện và tối đa công suất, GEG sẽ tiếp tục nhận về dòng tiền ổn định. Đặc biệt doanh thu dự kiến bứt phá trong chu kỳ thuận lợi vào năm 2025.

Tầm nhìn đi đôi với hành động từ sớm giúp GEG sở hữu các dự án NLTT tiềm năng. GEG đã nhanh chóng theo đuổi xu thế chuyển dịch năng lượng xanh chỉ vỏn vẹn trong 3 năm thông qua tích cực đầu tư vào các dự án điện gió và mặt trời tiềm năng và gia tăng doanh thu nhanh chóng ở mảng này. Tân Phú Đông 1 là dự án mới nhất dự kiến trở thành động lực cho tăng trưởng doanh thu của GEG.

Những giải tỏa liên quan tới pháp lý sẽ thúc đẩy tiến độ giá bán chính thức của dự án Tân Phú Đông 1, qua đó cải thiện tình hình tài chính. KBSV cho rằng dự án điện gió chủ lực của GEG là Tân Phú Đông 1 sẽ đàm phán giá bán chính thức bằng 90% khung giá chuyển tiếp nhờ tính pháp lý được bảo đảm. Dự án sẽ cải thiện đáng kể tình hình tài chính của GEG

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

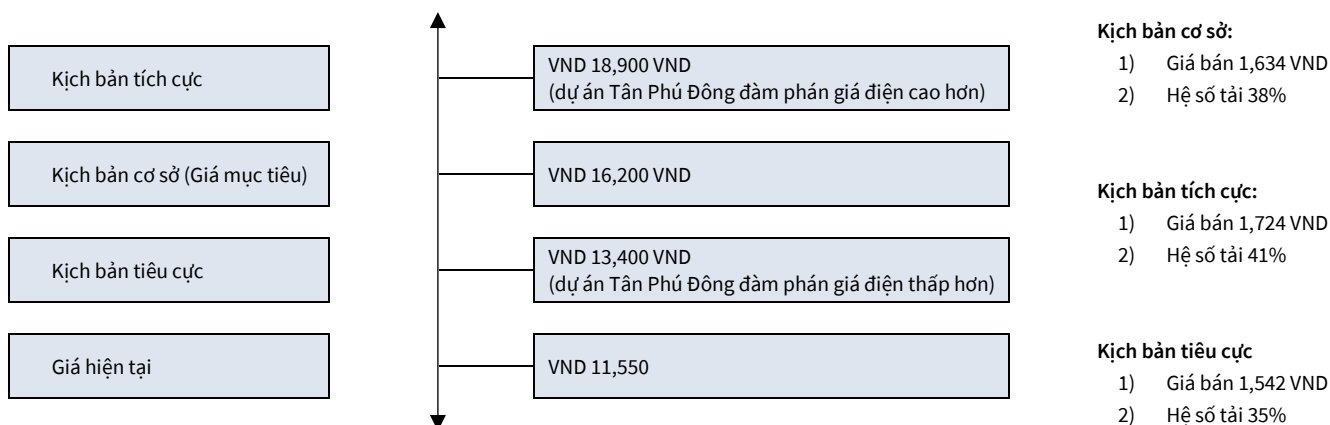
Dự phóng kết quả kinh doanh

(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	2,809	2,702	n.a	n.a	2,527	2,731	11%	-1%
EBIT	1,504	1,384	n.a	n.a	1,053	1,138	43%	22%
LNST công ty mẹ	644	596	n.a	n.a	156	267	313%	123%

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



Tổng quan doanh nghiệp

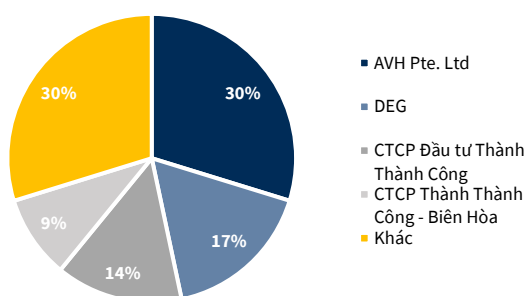
Khởi đầu với mảng thủy điện, GEG đầu tư trong lĩnh vực năng lượng tái tạo và nâng tổng công suất tăng gấp 5 lần trong giai đoạn 2018-2023

GEG được thành lập vào năm 1989, với tiền thân là một công ty 100% vốn Nhà nước có nhiệm vụ quản lý các nhà máy thủy điện nhỏ ở miền Trung. Thời gian đầu hoạt động, định hướng của công ty tập trung xoay quanh quản lý tổ hợp các dự án thủy điện nhỏ dưới 30 MW. Đến năm 2010, GEG nâng số dự án sở hữu lên 14 nhà máy thủy điện với tổng công suất 84 MW và thực hiện IPO, trước khi trở thành công ty con của Tập đoàn Thành Thành Công (TTC) vào năm 2013. Sang giai đoạn 2013-2018, GEG ghi nhận nhiều thay đổi tích cực trong việc thâm nhập sâu hơn trong lĩnh vực điện tái tạo, song song với việc duy trì các nhà máy thủy điện cũ, mở rộng sang đầu tư điện gió và mặt trời. Sau khi hai tổ chức mới: IFC (Thành viên của World Bank Group) và Amstronng Asset Management (quỹ năng lượng sạch từ Singapore) trở thành nhà đầu tư chiến lược vào năm 2016, công ty đã có 2 dự án điện mặt trời đầu tiên thành công COD gồm nhà máy Phong Điền và nhà máy Krong Pa với tổng công suất 117 MWp. Giai đoạn 2018 – 2023, GEG nhanh chóng mở rộng danh mục điện tái tạo của mình và đặt tại các tỉnh có tiềm năng phát triển điện tái tạo như: Long An, Gia Lai, Tiền Giang, Bến Tre, qua đó nâng gấp gần 5 lần công suất lên mức 603 MW chỉ trong 5 năm phát triển. Tỷ trọng điện gió và mặt trời vì thế cũng tăng lên nhanh chóng, chiếm lần lượt 39% và 48% trong tổng công suất phát điện vào cuối năm 2023.

Cơ cấu doanh thu của GEG có sự đóng góp lớn từ mảng kinh doanh mới

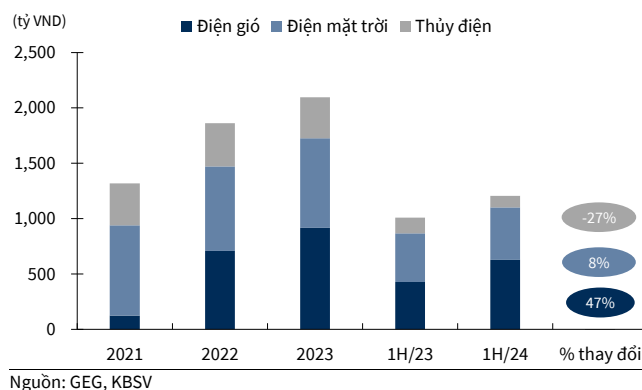
Doanh thu 2023 của GEG đạt 2,163 tỷ VND, tăng 3% YoY. Đóng góp chính trong tăng trưởng doanh thu là mảng điện gió với 917 tỷ VND (+ 30% YoY). Trong năm, GEG đưa vào vận hành dự án mới Tân Phú Đông 1 với tổng công suất 100 MW từ tháng 05/2023 và đang được hưởng mức giá bán tạm thời bằng 50% khung giá chuyển tiếp. Mảng điện mặt trời của GEG hiện đang sở hữu 292 MWp điện mặt trời, tạo ra 368 triệu kWh trong năm 2023 và đem về 809 tỷ VND. Tất cả các dự án mặt trời đều đang hưởng mức giá FIT ưu đãi trong 20 năm là 9.35 cent/kWh đối với điện mặt trời trang trại và 8.38 cents đối với điện áp mái. Mảng thủy điện sở hữu hơn 80 MW và đem về doanh thu ổn định ở mức 370 tỷ VND (- 5% YoY) trong năm 2023.

Biểu đồ 1. Cơ cấu cổ đông của GEG



Nguồn: GEG, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của GEG, 2021 – 1H 2024



Nguồn: GEG, KBSV

Cập nhật Kết quả Kinh doanh

Kết quả kinh doanh tăng trưởng khả quan nhờ mức nền thấp của năm ngoái

Trong 6 tháng đầu năm 2024, Doanh thu thuần hợp nhất lũy kế đạt 1,227 tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ, tuy nhiên Nhà máy Tân Phú Đông 1 (100 MW) hiện vẫn đang ghi nhận doanh thu theo mức giá tạm. Lũy kế 6 tháng đầu năm, Lợi nhuận gộp đạt 630 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước thuế đạt mức 158 tỷ đồng, tăng 29% so với cùng kỳ và đạt 47% kế hoạch năm 2024.

Bảng 3. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q2/2023	Q2/2024	+/-%YoY	1H2023	1H2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	480	488	2%	1,029	1,227	19%	
Thủy điện	62	47	-24%	142	104	-27%	Giá bán trung bình tăng 13% YoY nhờ tỷ trọng phát điện giờ cao điểm tăng lên
Điện mặt trời	238	249	5%	440	473	8%	Giá bán điện tăng nhẹ nhờ vào mặt bằng tỷ giá cao hơn so với cùng kỳ
Điện gió	207	180	-13%	427	628	47%	
Sản lượng	244	252	3%	490	652	33%	
Thủy điện	39	27	-31%	86	54	-37%	Thời tiết khô hạn kéo dài, các hồ chứa lớn chủ động tích trữ nước gây lưu lượng hạ nguồn sụt giảm
Điện mặt trời	107	111	4%	200	212	6%	
Điện gió	98	114	16%	204	386	89%	Chủ yếu do tốc độ gió Q1 gia tăng so với cùng kỳ, tần suất gió do vậy được đảm bảo. Nhà máy Tân Phú Đông chỉ đi vào hoạt động từ tháng 5/2023, là động lực tăng chính cùng với tốc độ gió cao hơn so với cùng kỳ
Lợi nhuận gộp	262	212	-19%	575	630	10%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	55%	43%	-12 ppts	56%	51%	-5 ppts	Biên lợi nhuận suy giảm do nhà máy mới Tân Phú Đông đi vào vận hành với mức giá tạm bằng 50% khung giá chuyển tiếp
Thu nhập tài chính	14	9	-36%	25	19	-24%	
Chi phí tài chính	-203	-169	-17%	-393	-414	5%	Chi phí tài chính tăng so với nửa đầu năm 2023 chủ yếu do dự án Tân Phú Đông bắt đầu ghi nhận chi phí lãi vay kể từ tháng 5/2023
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	-3	-2	n/a	3	-3	-200%	
SG&A	-33	-29	-12%	-83	-73	-12%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	213	183	-14%	493	557	13%	
Thu nhập khác	-4	-1	n/a	-5	-3	n/a	
Lợi nhuận trước thuế	20	22	10%	120	159	33%	
Lợi nhuận sau thuế	7	1	-86%	111	128	15%	
LNST công ty mẹ	9	21	133%	73	111	52%	
<i>Biên LNST</i>	1%	0%	-1 ppts	11%	10%	-1 ppts	

Nguồn: GEG, KBSV

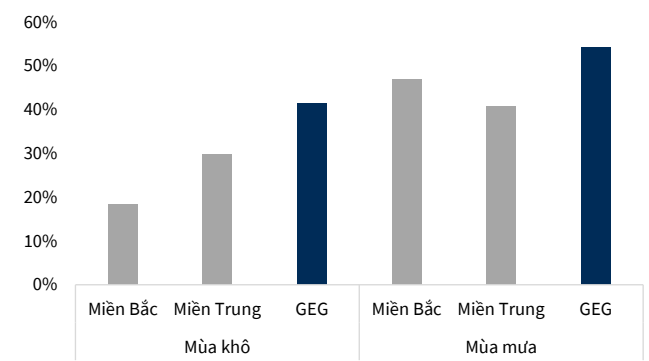
Luận điểm đầu tư

1. GEG sở hữu danh mục nhà máy thủy điện hoạt động hiệu quả, giúp đem về dòng tiền ổn định

Vị trí phát điện thuận lợi nhờ nằm trên các nhánh sông lớn đem lại hiệu suất cao cho các nhà máy

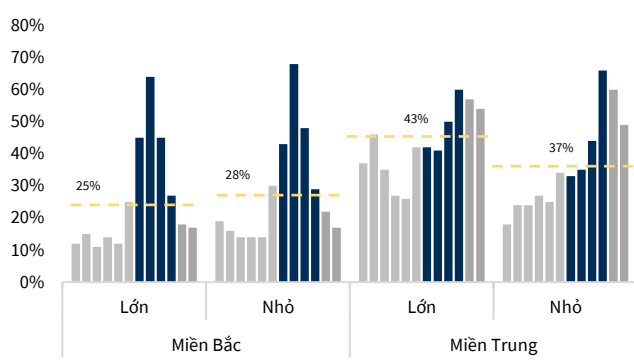
Vị trí thuận lợi trên các nhánh sông suối lớn và địa hình dốc đảm bảo tốc độ dòng chảy đóng vai trò quan trọng giúp các nhà máy thủy điện của GEG duy trì hiệu suất hoạt động cao. Với việc sở hữu 67MW/81MW công suất thủy điện được đặt tại khu vực Gia Lai, GEG hưởng lợi từ nguồn nước dồi dào của hệ thống mạng lưới phụ lưu 3 con sông lớn: sông Sê San, Srêpok, Đồng Nai và hệ thống sông Ba có lượng mưa trung bình cao nhất cả nước đạt 1,750mm-1,960mm. Lượng mưa nhiều kết hợp với địa hình thoải dốc tạo điều kiện thuận lợi cho các tổ máy thủy điện hoạt động quanh năm, qua đó duy trì hiệu suất vận hành khoảng 41-54% (cao hơn so với hiệu suất trung bình của các nhà máy tại miền Bắc và miền Trung lần lượt là 18-47% và 30-41%). 14.1MW/81MW thủy điện còn lại nhờ thuộc nhánh phụ của sông Đa Nhim và Ba Ran của tỉnh Thừa Thiên Huế và Lâm Đồng mà công suất trung bình năm duy trì trong khoảng 34%-52%. Mảng thủy điện sẽ được hưởng lợi từ xác suất diễn ra của chu kỳ La Nina sẽ đem lại nguồn nước dồi dào hơn để phát điện, ủng hộ tăng trưởng sản lượng điện trong năm 24/25 đạt lần lượt 385/461 triệu kWh (7.9%/19.9% YoY).

Biểu đồ 4. Các nhà máy thủy điện của GEG có công suất vượt trội so với trung bình các thủy điện nhỏ khác



Nguồn: MOIT, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 5. Công suất trung bình của thủy điện nhỏ và lớn tại miền Trung cao hơn so với thủy điện tại miền Bắc



Nguồn: MOIT, KBSV tổng hợp và tính toán

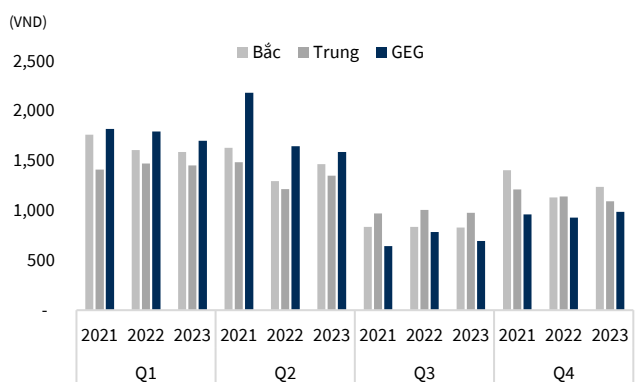
Danh mục thủy điện nhỏ có khả năng phát điện linh hoạt, tập trung vào khung giờ có giá ưu đãi

Khác với các nhà máy thủy điện lớn có cơ chế giá được quy định 1 phần cố định trong hợp đồng mua bán và 1 phần biến động theo từng thời điểm chào giá trên thị trường bán buôn, giá bán điện của các nhà máy thủy điện nhỏ được quy định tại biểu giá Tránh được, công bố hằng năm. Khung giá phát điện hằng năm cho các nhà máy thủy điện nhỏ cho phép các nhà máy điện tại từng vùng nhận về mức giá được cố định tương ứng với thời điểm phát điện. Nhờ khung giá khuyến khích này, các nhà máy thủy điện nhỏ sẽ có thể chủ động lập kế hoạch điều tiết nước trong các mùa, thực hiện tích trữ nước vào khung giờ thấp điểm và tăng cường phát nước khung giờ cao điểm nhằm tối đa giá bán điện ưu đãi. Theo ước tính, giá bán điện trung bình của nhà máy thủy điện nhỏ có thể cao hơn 2-12% so với giá bán điện từ nhà máy công suất lớn, chủ yếu nhờ vào sản lượng bán điện nhiều hơn trong giờ cao điểm và có mức giá ưu đãi hơn cho

khu vực miền Trung và Nam khi đặt nhà máy.

Đối với các nhà máy điện của GEG, nhờ nằm trên nhánh hạ lưu của sông lớn có lưu lượng nước về nhiều mà doanh nghiệp có thể kết hợp điều tiết các hồ chứa nhằm tối đa giá bán đầu ra. Trong mùa khô với lượng nước về thấp, GEG sẽ chủ động tích nước từ thượng nguồn đổ về trong giờ thấp điểm và tập trung phát điện trong giờ cao điểm để tối ưu giá bán điện, nhờ vậy giá điện bán được thường cao hơn so với giá bán trung bình các nhà máy. Tuy vậy trong mùa mưa, lượng nước về nhiều làm cho mực nước các hồ chứa thường xuyên cao hơn dung tích tối đa và buộc thời gian chạy tuabin xuyên suốt cả lúc cao điểm lẫn thấp điểm. Việc hoạt động tối đa công suất nhà máy khiến cho phần sản lượng phát điện vượt qua 80% công suất định mức sẽ có giá bán thấp hơn 40% so với khung giá thông thường.

Biểu đồ 6. Giá bán điện của GEG so với các nhà máy thủy điện nhỏ tại miền Bắc và Trung



Nguồn: KBSV tổng hợp và tính toán

Bảng 7. Giá bán trung bình của thủy điện nhỏ cao hơn so với thủy điện lớn

	Khung giá	Tỷ trọng	Thành giá
Thủy điện lớn			
Giá hợp đồng	0 - 1100	90% - 95%	900 - 950
Giá thị trường giao ngay	1400 - 1600	5% - 10%	75 - 150
Tổng		100%	975 - 1100
Thủy điện nhỏ			
Mùa khô - Cao điểm	(726 - 749) + 1932	20%	531.6 - 536.2
Mùa khô - Còn lại	725 - 749	30%	217.5 - 224.7
Mùa mưa - Cao điểm	703 - 727	10%	70.3 - 72.7
Mùa mưa - Còn lại	702 - 727	40%	280.8 - 290.8
Tổng		100%	1100 - 1124

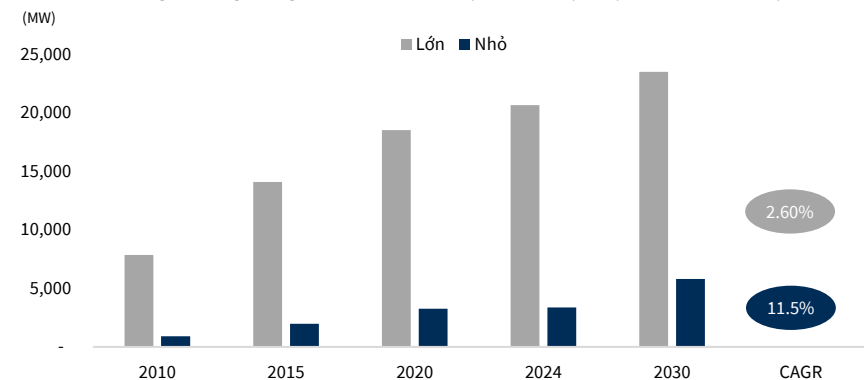
Nguồn: MOIT, KBSV tổng hợp và tính toán

Bổ sung dự án thủy điện Ea Tih (8.6 MW) sẽ giúp GEG tăng cường công suất phát điện

Trong tháng 08/23, GEG đã thực hiện M&A dự án thủy điện nhỏ Ea Tih, qua đó nâng tổng công suất phát điện lên gần 90MW. Dự án phát điện trên lưu vực sông Ba, đồng thời có hồ điều tiết ngày đêm nên phù hợp cho việc tận dụng lưu lượng nước thường xuyên tại khu vực này. Đến nay, dự án đang thực hiện thủy tục đề nghị cấp giấy phép tài nguyên môi trường và dự kiến đi vào vận hành trong năm 2025 với sản lượng điện trung bình năm đạt 32 triệu kWh, giúp tăng công suất lên 8.4% so với hiện tại. Việc tăng công suất phát điện trong bối cảnh các dự án điện tái tạo của GEG chưa được đưa vào vận hành mới do những chậm trễ liên quan tới quy hoạch công suất điện tái tạo trong QHĐ8 sẽ đóng góp tích cực cho dòng tiền của GEG.

Trong tương lai, việc chậm trễ trong xây dựng và bổ sung công suất đến từ các nhà máy điện lớn sẽ đặt ra áp lực cho nguồn cung không theo kịp tăng trưởng của cầu tiêu thụ điện, vậy nên các giải pháp thay thế bao gồm thủy điện nhỏ sẽ được khuyến khích đầu tư nhờ vào những ưu điểm như: i) thời gian xây dựng được rút ngắn, ii) vốn đầu tư thấp hơn đáng kể so với thủy điện lớn và có thể được xây dựng bởi tư nhân, iii) dư địa mở rộng công suất còn nhiều. Công suất thủy điện nhỏ đến năm 2030 ước đạt 5,825 MW (CAGR 11.53%), đây sẽ là dư địa cho các doanh nghiệp có năng lực đầu tư và vận hành như GEG mở rộng danh mục nhà máy điện của mình.

Biểu đồ 8. Tăng trưởng công suất của thủy điện nhỏ vượt trội so với thủy điện lớn



Nguồn: QHĐ VIII, KBSV tổng hợp và tính toán

2. Định hướng theo đuổi điện tái tạo từ sớm cùng với chiến lược bài bản giúp GEG có công suất phát điện vượt trội

GEG đầu tư vào lĩnh vực điện gió và mặt trời nhằm bắt kịp xu hướng chuyển dịch năng lượng xanh

Từ khi thành lập, GEG đã theo đuổi đầu tư vào năng lượng xanh với định hướng phát triển bền vững để đáp ứng nhu cầu sử dụng điện ngày càng cao của Việt Nam. 2019 là năm ghi nhận sự chuyển mình mạnh mẽ của GEG khi bắt đầu thực hiện đầu tư và đưa vào vận hành những loại hình năng lượng mới gồm điện mặt trời và sau đó vào 2021 là điện gió. Theo đó, cơ cấu doanh thu và sản lượng điện có sự thay đổi đáng kể, tỷ trọng doanh thu của mảng năng lượng mặt trời và gió có xu hướng tăng từ mức 65% đầu 2021 lên mức 90% vào Q2/2024. Chiến lược chuyển dịch sang năng lượng mặt trời và gió là phù hợp với xu hướng chuyển dịch năng lượng xanh của Việt Nam trong bối cảnh các doanh nghiệp xuất khẩu và FDI tìm kiếm nguồn năng lượng sạch nhằm đáp ứng theo yêu cầu của các quốc gia phát triển về việc giảm phát thải. Do quy định công suất vận hành của nguồn điện tái tạo trong quy hoạch điện lực VII đến năm 2020 là rất nhỏ so với nhu cầu thực tế, các chính sách khuyến khích đầu tư vào năng lượng tái tạo nhằm đáp ứng đủ nhu cầu đã được ban hành, đem lại lợi ích rất lớn cho các dự án mà GEG nhanh chóng xây dựng và triển khai.

GEG sở hữu lợi thế cạnh tranh đến từ các dự án có vị trí thuận lợi để phát điện và năng lực chuyên môn cao trong việc vận hành giúp tối ưu công suất nhà máy

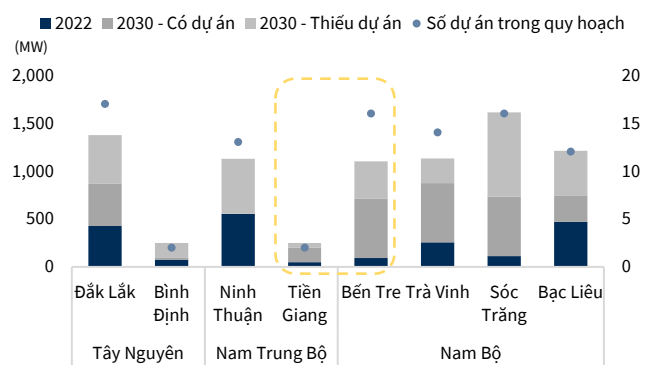
Với việc theo đuổi năng lượng tái tạo đặt là định hướng trọng tâm, GEG có lợi thế khảo sát và đầu tư vào các dự án điện tiềm năng từ rất sớm; cùng với đó là áp dụng hiểu biết về kỹ thuật nhằm vận hành các dự án đạt hiệu suất cao. Cụ thể, GEG thành công khảo sát và xây dựng được những nhà máy sở hữu vị trí thuận lợi, giúp tối ưu hiệu suất. Đối với mảng năng lượng mặt trời, 5 nhà máy điện của công ty cũng hưởng bức xạ mặt trời trung bình 4.6 – 5.3 kWh/m²/ngày trong khi bức xạ của Việt Nam trung bình 3 – 5.6 kWh/m²/ngày. Trong đó, nhà máy Đức Huệ 1 nằm trong khu vực có bức xạ cao nhất với mức trung bình ngày là 5.3 kWh/m². Công ty đồng thời đã thiết lập chuỗi giá trị bao gồm EPC (Kỹ thuật - Mua sắm - Xây dựng) và O&M (Vận hành & Bảo trì) để cắt giảm chi phí giúp nâng cao biên lợi nhuận trong các dự án. Đối với mảng điện gió, các trang trại điện gió của GEG đều được đặt tại khu vực có tốc độ gió cao, hưởng tốc độ gió trung bình 6.7-6.8 m/s, thuộc 39% khu vực có lưu lượng gió cao hơn 6m/s khắp cả nước.

Là một trong số ít nhà máy hoạt động tại khu vực Bến Tre và Tiền Giang, các dự án điện gió của GEG không gặp vấn đề cạnh tranh phát điện lên lưới với các dự án khác, nhờ vậy sản lượng điện không bị cắt giảm trong giờ cao điểm và có thể được tiêu thụ 100%. Việc xây dựng nhanh chóng các dự án sở hữu vị trí tiềm năng sẽ là lợi thế cạnh tranh rất lớn cho GEG khi rào cản ra nhập đầu tư dự án điện tái tạo trong tương lai trở nên khó khăn hơn do việc kiểm soát chặt chẽ quy hoạch và yêu cầu đầy đủ pháp lý của các dự án mới sẽ kéo dài thời gian đi vào hoạt động của các nhà máy. Giới hạn đến từ hạ tầng truyền tải của từng khu vực cũng sẽ là yếu tố kìm hãm tăng trưởng nguồn điện tái tạo, tránh tình trạng tăng trưởng nóng các dự án như trước đây.

Dự án Tân Phú Đông 1 (100 MW) đi vào hoạt động sẽ gia tăng công suất vận hành của GEG

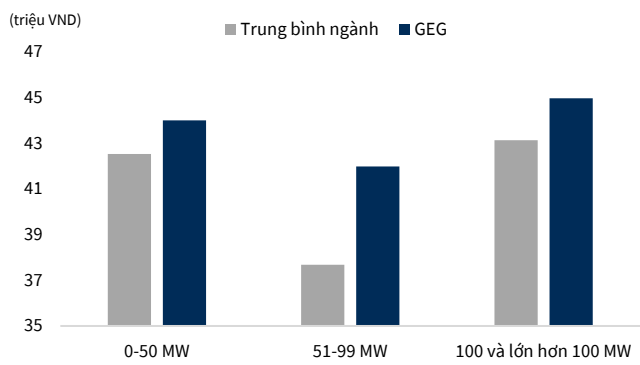
Trong 2024, doanh thu và sản lượng điện tái tạo của GEG sẽ tiếp tục đóng góp chính trong tăng trưởng của GEG. Theo đó, doanh thu trong năm 2024 của mảng điện mặt trời và điện gió đạt lần lượt 745 tỷ VND (2.4% YoY) và 1,511 tỷ VND (+64.7% YoY); sản lượng điện mặt trời và điện gió trong năm 2024 sẽ đạt lần lượt 336 triệu kWh (+ 0% YoY) và 707.87 kWh (+31.33% YoY). Sản lượng của mảng điện gió tăng mạnh trong năm 2024 là nhờ dự án Tân Phú Đông 1 (100 MW) bắt đầu được đưa vào vận hành ổn định. Các dự án dự kiến sẽ trải qua vấn đề với tuabin xuống cấp, tuy nhiên các dự án của GEG sẽ ít bị ảnh hưởng hơn nhờ tốc độ gió được đảm bảo sẽ duy trì hệ số tải ở mức cao. Kể từ 2025, doanh thu của GEG dự báo đi ngang do chúng tôi giả định doanh nghiệp sẽ không có đầu tư bổ sung mới các dự án vào tổng công suất phát điện của mình trong bối cảnh cơ chế giá bán cho các dự án điện NLTT mới chưa được công bố.

Biểu đồ 9. Sở hữu các nhà máy thuộc số ít dự án đang vận hành tại Tiền Giang và Bến Tre, GEG không gặp cạnh tranh công suất



Nguồn: QHĐ VIII, KBSV tổng hợp và tính toán

Biểu đồ 10. Chi phí đầu tư 1MW của GEG cao hơn 3.5% - 11.4% so với trung bình các nhà máy tương đương công suất



Nguồn: GEG, KBSV tổng hợp và tính toán

3. Những khó khăn về pháp lý được tháo gỡ sẽ là kỳ vọng cho các dự án mới đi vào hoạt động, củng cố tăng trưởng và sức khỏe tài chính của GEG

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

Trong các nhà máy điện gió hiện đang hoạt động, Tân Phú Đông 1 có công suất hoạt động lớn nhất (100 MW), tuy nhiên do nhà máy mới đi vào vận hành trong tháng 5/2023 nên không được hưởng ưu đãi giá FIT. Thay vào đó, dự án đã gửi đơn cấp phép, đàm phán giá tạm với EVN bằng 50% của khung giá trần cho các dự án chuyển tiếp, thấp hơn 21% so với giá FIT trước đó. Với việc Tân Phú Đông 1 đã hoàn thành tất cả các bước để hoàn thành đàm phán giá điện chuyển tiếp, chúng tôi ước tính rằng nhà máy sẽ đàm phán thành công mức giá 1,534 VND/kWh, tương đương 90% giá trần chuyển tiếp nhờ vào: i) Suất đầu tư của

GEG ở mức 44 tỷ/MW và cao hơn so với suất đầu tư trung bình của các nhà máy chuẩn 50 MW được sử dụng làm đầu vào tính toán khung giá, ii) Mức lãi suất đầu vào của GEG cao hơn so với giả định lãi suất thực tế mà MOIT đưa ra, iii) Các nhà máy điện gió có khả năng chạy cả ngày lẫn đêm và sẽ được EVN sẵn sàng mua với giá tương đương trung bình mức giá điện toàn phần FMP năm 2023 đạt 1,500 VND/kWh. Nhờ đó, KBSV ước tính nhà máy sẽ vận hành ổn định với sản lượng trong năm 2024 đạt 311 triệu kWh (~ hệ số tải đạt 35%) và đóng góp doanh thu dự kiến 1,634 tỷ VND (+ 80% YoY).

Các tháo gỡ về pháp lý cho phép dự án Tân Phú Đông 1 được công bố giá bán chính thức dự kiến vào 11/2024

Bên cạnh những lợi thế của GEG trong việc đàm phán giá bán, chúng tôi đánh giá 2 thông tư 07/2024-BCT và 19/2023-BCT đã giải quyết được các vướng mắc liên quan tới việc ký hợp đồng mua bán điện với EVN của các dự án điện tái tạo, đặc biệt giúp xác định rõ hơn giá chính thức cho các dự án chuyển tiếp. Chúng tôi cho rằng với mức vốn đầu tư của các nhà máy điện tái tạo có xu hướng hạ nhiệt trong tương lai, giá bán của năng lượng tái tạo trong cũng sẽ thấp hơn tương ứng, vì vậy mức giá chính thức cho các dự án NLTT chuyển tiếp sẽ cao hơn/bằng với khung giá được công bố vào tháng 11/2024 tới đây. Vì vậy muộn nhất tới tháng 11/2024, giá bán chính thức của các dự án năng lượng chuyển tiếp hoàn thành vận hành thử nghiệm sẽ được xác định, thúc đẩy tiến độ ký kết hợp đồng sau gần 2 năm bị trì hoãn. Với dự án Tân Phú Đông, mức giá mới chính thức sẽ đem lại khoản doanh thu khác đến từ hồi tố sản lượng điện bán với giá tạm trong năm 2023, ước tính giá trị khoảng 231 tỷ VND. Với các dự án GEG có kế hoạch đi vào xây dựng, khung giá điện mới và việc được ký kết hợp đồng mua bán điện sẽ động lực đẩy nhanh tiến độ huy động vốn – đầu tư dự án và nhanh chóng đưa dự án vào vận hành.

Bảng 11. Tác động tích cực của các thông tư mới được ban hành

Thông tư mới	Thay thế	Nội dung	Tác động tới dự án NLTT chuyển tiếp	Tác động tới dự án NLTT mới
Thông tư 07/2024 - BCT	Thông tư 57/2020 - BCT	<ul style="list-style-type: none"> Xác định giá đối với dự án điện tái tạo chuyển tiếp Xác định giá đối với dự án điện hết hợp đồng nhưng còn đời sống kinh tế Xác định giá đối với dự án điện hết đời sống kinh tế nhưng còn thời hạn hợp đồng 	<ul style="list-style-type: none"> Cơ sở pháp lý chính thức cho phép ký hợp đồng PPA với dự án chuyển tiếp 	<ul style="list-style-type: none"> Cơ sở pháp lý chính thức cho phép ký hợp đồng PPA với dự án điện NLTT mới
Thông tư 11/2023 - BCT	Bổ sung	<ul style="list-style-type: none"> Phương pháp xác định khung giá điện với dự án NLTT mới Quy định thời gian công bố khung giá điện NLTT vào 11/2024 	<ul style="list-style-type: none"> Xác định giá bán chính thức thấp nhất của các dự án điện tái tạo chuyển tiếp 	<ul style="list-style-type: none"> Chủ đầu tư cần đổi lợi ích kinh tế nhờ trần giá bán điện cho các dự án NLTT trong tương lai

Nguồn: GEG, KBSV

Giá bán điện cao hơn sẽ cải thiện tỷ suất sinh lời

Với việc nhà máy Tân Phú Đông 1 được bán điện với mức giá cao hơn, biên lợi nhuận của GEG sẽ được cải thiện nhờ chi phí vận hành chỉ chiếm rất nhỏ trong tổng giá vốn của GEG, phần lớn là chi phí khấu hao nhà máy. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của GEG tăng lên đáng kể trong năm 2024 nhờ giá điện chính thức của Tân Phú Đông 1 sẽ cao hơn 40% so với mức giá tạm hiện tại, qua đó cải thiện đóng góp doanh thu từ mảng điện gió và ghi nhận khoản hồi tố giá bán 230 tỷ VND.

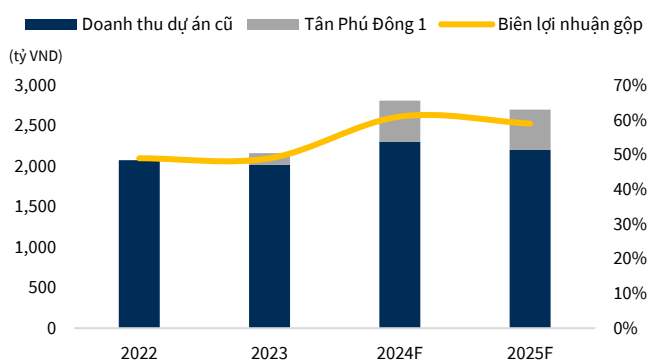
Về chi phí lãi vay, chúng tôi cho rằng áp lực lãi vay lên chi phí sẽ dần được giảm bớt cho GEG do: i) Doanh thu ổn định giúp chi trả gốc vay và ii) Hiệu ứng giảm

dần của chi phí lãi vay do giảm gốc vay qua các năm, qua đó giúp biên lợi nhuận sau thuế trong năm 2024/2025 đạt lần lượt 24.6% và 20.92%. Nhờ đó, ROE của GEG trong năm 2024/2025 sẽ hồi phục mạnh mẽ từ mức thấp nền thấp 2.5% của năm 2023, lần lượt đạt 10.57% và 7.87%.

Dòng tiền ổn định bảo đảm khả năng chi trả nợ vay

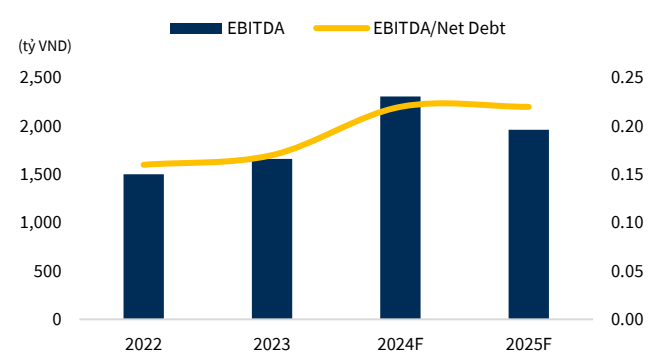
Trong giai đoạn 2021-2024, để đáp ứng nhu cầu nâng công suất phát điện, GEG đã tăng nợ vay dài hạn thông qua huy động trái phiếu và vay vốn ngân hàng, đẩy tỷ lệ đòn bẩy Nợ vay/VCSH tăng nhanh chóng từ mức 1.06 lần trong năm 2020 lên mức 1.83 thiết lập vào năm 2021 và duy trì 1.70 lần trong năm 2022-2023. Kết quả, GEG đã thành công phát triển các dự án nhanh chóng và kịp với hưởng giá bán ưu đãi, qua đó giúp biên lợi nhuận ở mức vượt trội so với trung bình ngành. Chúng tôi dự báo GEG sẽ cải thiện sức khỏe tài chính, tích cực tái cơ cấu các khoản vay nhờ vào dòng tiền dồi dào từ hoạt động kinh doanh. Trong năm 24/25, tỷ lệ bao phủ nợ vay EBITDA/Nợ vay ròng của GEG sẽ tăng lên mức 0.22/0.21 lần nhờ EBITDA của công ty duy trì quanh mức 2,000 tỷ VND.

Biểu đồ 12. Biên lợi nhuận được cải thiện đáng kể nhờ đàm phán lại giá dự án TPĐ 1



Nguồn: GEG, KBSV ước tính

Biểu đồ 13. Khả năng bao phủ nợ vay của GEG sẽ được cải thiện nhờ dòng tiền kinh doanh dồi dào



Nguồn: GEG, KBSV ước tính

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 14. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,163	2,809	30%	2,702	-4%	
Thủy điện	420	450	7%	538	20%	
Điện mặt trời	826	848	3%	823	-3%	
Điện gió	918	1,512	65%	1,341	-11%	2024: Doanh thu đóng góp bởi dự án Tân Phú Đông tăng mạnh do đàm phán lại giá bán cao hơn
Sản lượng	1,029	1,155	12%	1,214	5%	
Thủy điện	306	334	9%	401	20%	Sản lượng thủy điện trong năm 2024/2025 sẽ cải thiện do chu kỳ La Nina diễn ra mạnh mẽ
Điện mặt trời	358	356	-1%	356	0%	
Điện gió	365	465	27%	457	-2%	2025: Sản lượng điện gió suy giảm -1.5%/năm do tuabin gió thâm hụt hiệu suất
Lợi nhuận gộp	1,121	1,723	54%	1,595	-7%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	52%	61%	9 ppts	59%	-2 ppts	Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh do dự án Tân Phú Đông ghi nhận giá bán cao hơn, cải thiện biên lợi nhuận của dự án do chi phí chủ yếu là khấu hao
Thu nhập tài chính	101	25	-75%	127	408%	
Chi phí tài chính	-871	-1,008	16%	-816	-19%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	13	13	0%	13	0%	
SG&A	-159	-219	38%	-211	-4%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	962	1,504	56%	1,384	-8%	
Thu nhập khác	-7	225	n/a	0	-100%	Khoản thu nhập hồi tố giai đoạn phát điện với giá tạm của dự án Tân Phú Đông 1
Lợi nhuận trước thuế	195	769	294%	711	-8%	
Lợi nhuận sau thuế	143	692	384%	640	-8%	
LNST công ty mẹ	137	644	370%	596	-7%	
<i>Biên LNST</i>	7%	25%	18 ppts	24%	-1 ppts	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

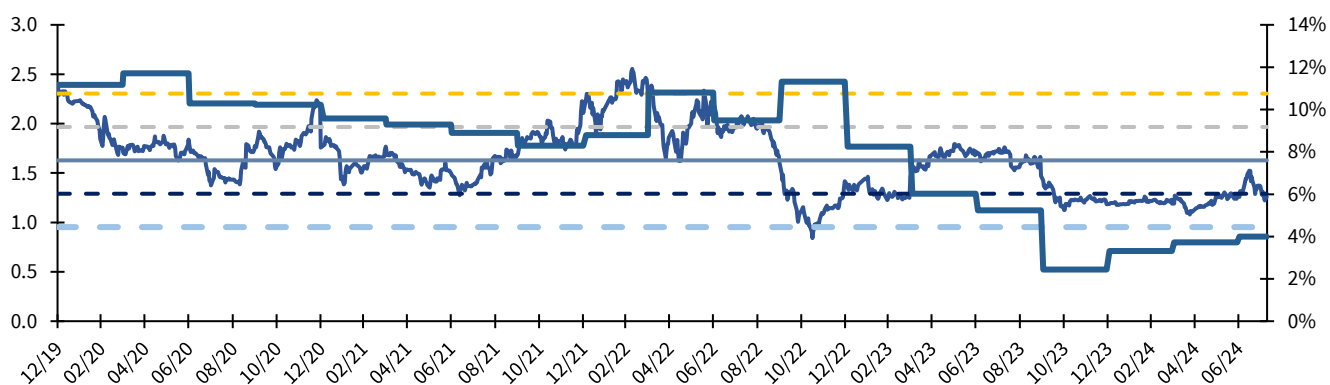
Định giá

Khuyến nghị MUA với GEG, giá mục tiêu 16,200 VND/cổ phiếu

Giá cổ phiếu của GEG đã có mức tăng 34% từ đầu năm lên mức đỉnh thiết lập vào tháng 7, song kể từ đó đã có đợt điều chỉnh giảm 27% tới nay, phản ánh lo ngại của nhà đầu tư trước thông tin 4 dự án điện gió của CTCP Điện Gia Lai với tổng công suất 230 MW thuộc diện 32 dự án điện gió và điện mặt trời được Cơ quan An ninh điều tra. Chúng tôi cho rằng thời điểm thông báo này được phát đi là vào tháng 5 và đến nay chưa có thông báo chính thức mới nào về kết quả điều tra, vì vậy tác động của thông báo trên sẽ chủ yếu kéo dài thời gian đàm phán các dự án chuyển tiếp chính thức. Dù vậy, với việc dự án Tân Phú Đông đã thỏa mãn tất cả các tiêu chí để được đàm phán giá chính thức, chúng tôi đánh giá tác động kéo dài kể trên là không đáng kể tới dự định công bố giá chính thức của dự án điện gió này muộn nhất vào tháng 11/2024.

Áp dụng phương pháp định giá SOTP, KBSV khuyến nghị MUA với GEG, giá mục tiêu 16,200 VND/cổ phiếu, tương với mức lợi suất kỳ vọng 40.3% so với giá đóng cửa ngày 20/09/2024. Giá mục tiêu trên tương ứng với mức định giá P/B dự phóng cho 2024/2025 lần lượt là 1.02x/0.93x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1.62x. Chúng tôi cũng cho rằng trong kịch bản tích cực, định giá P/B của GEG có thể bằng hoặc cao hơn mức trung bình 5 năm nhờ mức ROE của doanh nghiệp dự báo duy trì trên 8%, cao hơn ngưỡng thấp trong quá khứ, chỉ khoảng 6.6%.

Biểu đồ 15. Diễn biến P/B và ROE của GEG



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 16. Tổng hợp định giá SOTP của GEG

Định giá	Nhà máy	Công suất	Phương pháp	NPV	
CTCP Thủy điện Gia Lai (GHC)	Thủy điện H'Chan	10.0	DCF	1,945	
	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	305	
Tổ hợp nhà máy thủy điện		40.9	DCF	1,040	
	Chi nhánh Chu Prong	la Đrăng 1-3, la Muer 3, la Puch 3	11.8		DCF
	Chi nhánh Dak Pi Hao	Đắk 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	1,448	
	Điện áp mái (10 MWp)	10.0	DCF		
Tổ hợp nhà máy mặt trời		117.0	DCF	1,712	
	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	901	
	Áp mái (13 MWp)	13.0	DCF		
Hợp tác VIJA	Điện áp mái (6 MWp)	6.0	DCF	310	
CTCP Điện gió Ia Bang (IBE)	Điện gió Ia Bang 1	50.0	DCF	1,688	
CTCP Năng lượng Điện gió Tiền Giang (TGE)	Điện gió Tân Phú Đồng 1-2	150.0	DCF	5,397	
CTCP Năng lượng VPL (VPL)	Điện gió VPL 1	30.0	DCF	1,169	
CTCP Thủy điện Trường Phú & SOLWIND			Book value	166	
Tổng giá trị				16,081	
(-) Vay nợ ròng công ty				-9,123	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				-1,433	
(-) Cổ phiếu ưu đãi				-642	
Giá trị VCSH				5,525	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				341.25	
Giá trị cổ phiếu				16,200	
Giá hiện tại (23/09/2024)				11,550	
Upside				40.3%	

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 17. Phân tích độ nhạy theo giá bán điện và hệ số tải của nhà máy điện gió

		Giá bán điện (Base case: 1,634 VND)				
		80%	85%	90%	95%	100%
Hệ số tải nhà máy điện gió (Base case: 38%)	32%	-5.60%	-0.40%	5.60%	10.80%	16.90%
	35%	10.80%	16.90%	22.90%	29.00%	35.10%
	38%	27.30%	34.20%	40.30%	47.20%	54.10%
	41%	43.70%	50.60%	58.40%	65.40%	72.30%
	44%	60.20%	68.00%	75.80%	83.50%	90.50%

Nguồn: KBSV ước tính

Rủi ro

Rủi ro trì hoãn trong việc chậm trễ tiến độ kí kết giá chính thức ảnh hưởng tới tình hình tài chính

Hiện dự án Tân Phú Đông 1 đang bị trì hoãn gần 2 năm về kí kết hợp đồng mua bán điện để nhận về mức giá chính thức cao hơn giá hiện tại. Chúng tôi cho rằng có 2 nguyên nhân khách quan chính khiến cho việc đàm phán giữa EVN với doanh nghiệp sản xuất điện kéo dài và trì hoãn mức giá bán điện chính thức gồm: i) Giá bán của điện gió cao hơn so với nhiệt điện và thủy điện sẽ tạo áp lực lớn tới tình hình tài chính kém khả quan của EVN, ii) Khả năng phát điện bị ảnh hưởng bởi thời tiết dẫn đến sự không chắc chắn, khiến cho sản lượng điện được bao tiêu khó xác định. Việc trì hoãn giá bán chính thức sẽ gia tăng áp lực tài chính lên doanh nghiệp, bởi dòng tiền thu về từ các dự án ít hơn so với dự tính sẽ đè nặng lên khả năng chi trả nợ vay của doanh nghiệp.

Về mặt tích cực, những chỉ đạo sát sao của Chính phủ thời gian gần đây trong việc cấp phép kí kết hợp đồng mua bán với dự án năng lượng tái tạo đã cho thấy tín hiệu tích cực trong việc giải quyết các nút thắt của đàm phán giá các dự án chuyển tiếp và xa hơn giúp định hướng chuyển dịch cơ cấu năng lượng tái tạo trở nên khả thi. Trước mắt, KBSV chờ đợi vào động thái vào tháng 11/2024 của Bộ Công thương công bố khung giá điện tái tạo sẽ mang lại tác động tích cực cho việc đàm phán giá chính thức các dự án chuyển tiếp đã hoàn thành đầy đủ thủ tục như Tân Phú Đông 1.

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@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

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 và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên đọc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và 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 và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.