

Điện Gia Lai (GEG)

Những dự án mới thúc đẩy phát triển

Những dự án mới đang chờ khởi công

Chúng tôi tin tưởng Quy hoạch Phát triển Điện VIII (PDP 8) sẽ được công bố chính thức trong nửa sau 2023F, đây sẽ là chất xúc tác mạnh mẽ cho sự phát triển của các nhà phát triển năng lượng tái tạo (NLTT). Tiềm năng tăng trưởng của GEG sẽ được củng cố thêm nhờ sự đóng góp của các dự án mới Tân Phú Đông (TPD) 1, Đức Huệ 2 và VPL 2. Nhà máy TPD 1 và Đức Huệ 2 ước tính sẽ đi vào hoạt động vào quý 3 năm 2023 trong khi Đức Huệ 2 dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2025.

Triển vọng tăng trưởng 2023F-25F đầy tiềm năng

Chúng tôi ước tính doanh thu của GEG trong năm 2023F sẽ lên tới 2,401 tỷ đồng (+14.7% n/n) nhờ đưa các dự án TPD 1 và Đức Huệ 2 vào kể từ 3Q23F. Tuy nhiên, LNST công ty mẹ sẽ giảm xuống 289 tỷ đồng (-8.5% n/n) do gánh nặng lãi suất tăng và chi phí khấu hao. Trong năm 2025F, khi VPL 2 đi vào hoạt động, doanh thu và LNST có thể tăng lên 2,894 tỷ đồng (+5.8% n/n) và 487 tỷ đồng (+36.6% n/n). Chúng tôi kỳ vọng LNST của công ty mẹ của GEG sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 33% trong giai đoạn 2022-2025F.

Khuyến nghị MUA

Chúng tôi kết hợp hai phương pháp DCF và EV/EBITDA (70:30) để đưa ra giá mục tiêu 19,650 đồng/cổ phiếu dựa trên một loạt các giả định: WACC 12.52%, Chi phí vốn chủ sở hữu 16.8% và EV/EBITDA 8.0x (thấp hơn EV/EBITDA trung bình trong lịch sử là 9.5x trong giai đoạn 2020-2022) do chúng tôi lo ngại về rủi ro vỡ nợ của GEG và sự không chắc chắn về ngày ban hành QHĐ 8. GEG hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA là 9.5x, ở mức thấp hơn trong lịch sử do việc phát hành QHĐ 8 cuối cùng bị chậm trễ cùng với tỷ lệ nợ đáng lo ngại. Rủi ro của GEG bao gồm (1) Rủi ro vỡ nợ khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu ở mức rủi ro, (2) rủi ro pha loãng khi GEG dự kiến phát hành thêm cổ phiếu và (3) rủi ro cắt giảm công suất.

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (Tỷ đồng)	1,381	2,093	2,401	2,735	2,894
LN hoạt động (Tỷ đồng)	653	720	1,078	1,280	1,354
LN ròng (Tỷ đồng)	325	266	339	418	553
LNST công ty mẹ (Tỷ đồng)	283	212	289	356	487
EBITDA (Tỷ đồng)	1,067	1,498	1,863	2,186	2,335
Nợ ròng (Tỷ đồng)	6,847	9,103	7,962	8,244	7,237
Biên LN hoạt động (%)	47.3	34.4	44.9	46.8	46.8
ROE (%)	7.6	5.6	4.8	5.6	7.3
EPS (VND, adj.)	892	576	778	987	1,393
chg. (% YoY)	(1.1)	(35.4)	35.0	26.9	41.1
BPS (VND, adj.)	11,121	13,287	14,350	15,307	16,070
DPS (VND, adj.)	800	600	91	86	514
PE (x)	15.9	24.6	18.3	14.4	10.2
PB (x)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	9.9	10.0	8.0	6.9	6.4

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ.

Khuyến nghị **Mua**

Giá mục tiêu **19,650** Từ 14,050

Tăng/giảm **+39.9%**

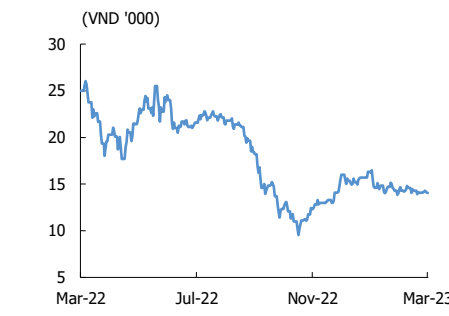
Thông kê

VNIndex (31/3, điểm)	1,065
Giá cp (31/3, đồng)	14,050
Vốn hóa (tỷ đồng)	200
SLCP lưu hành (triệu)	322
Caol/Thấp 52 tuần (đồng)	26,038/9,540
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	0.53
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	22.7/46.4
Cổ đông lớn (%)	
Thanh Thanh Cong and related parties	43.64
JERA (Japan)	35.1

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(1.7)	(14.2)	(41.8)
Tương đối với VNI (%p)	(5.8)	(13.7)	(13.8)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng Phân Tích

researchdept@kisvn.vn

Nội dung

I. Dự án mới đầy tiềm năng	2
II. Tiêu điểm đầu tư	3
1. Các dự án mới của GEG gặt hái thành quả từ khung giá mới của các dự án RE chuyển tiếp và QHĐ 8	
2. Điện gió: Động lực tăng trưởng chính trong dài hạn	
3. Điện mặt trời: Đức Huệ 2 sẽ thúc đẩy doanh thu	
4. Thủy điện: Mang lại dòng tiền ổn định	
III. Triển vọng tăng trưởng lạc quan trong 2023F-25F	10
IV. Định giá	12
V. Rủi ro	14
VI. Tổng quan công ty	15
Mục lục	17

Báo cáo nói gì?

- Các dự án mới của GEG gặt hái thành quả từ khung giá mới cho các dự án NLTT chuyển tiếp và QHĐ 8.
- Điện gió là động lực tăng trưởng chính trong dài hạn.
- MUA với triển vọng tăng trưởng lạc quan, định giá thấp và có thêm các dự án mới.

I. Những dự án mới đầy tiềm năng

Bốn luận điểm đầu tư

Luận điểm đầu tư của chúng tôi như sau. Đầu tiên, chúng tôi tin tưởng mạnh mẽ rằng Quy hoạch Phát triển Điện VIII (QHĐ 8) sẽ được công bố chính thức vào 2Q23F, đây sẽ là chất xúc tác mạnh mẽ cho sự phát triển của các nhà phát triển năng lượng tái tạo (RE). Thứ hai, việc bổ sung các dự án mới Tân Phú Đông 1 (TPD 1), Đức Huệ 2 và VPL 2 sẽ tạo đà tăng trưởng. Thứ ba, các dự án hiện tại của GEG được dự báo sẽ mang lại doanh thu và dòng tiền ổn định trong các năm tiếp theo. Thứ tư, cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA thấp lịch sử và được chiết khấu ~30% đối với các cổ phiếu năng lượng trong khu vực.

Quy hoạch điện 8 kỳ vọng được triển khai vào 2Q23

Ban đầu, QHĐ 8 chính thức bị chậm so với kế hoạch và được dự đoán sẽ ban hành vào 2Q23F và được phê duyệt theo dự thảo gần đây nhất vào tháng 11 năm 2022. Do Việt Nam có kế hoạch không phát triển nhiệt điện nào sau năm 2030F, RE là được coi là một giải pháp thay thế trong bối cảnh nhu cầu điện tăng cao. Cùng với khung giá mới cho các dự án NLTT chuyển tiếp, đây được kỳ vọng sẽ là chất xúc tác mạnh mẽ cho sự phát triển của các nhà phát triển NLTT.

Có thêm các dự án mới TPD1, Đức Huệ 2 và VPL 2 sẽ tạo đà tăng trưởng

Thứ hai, tiềm năng tăng trưởng của các doanh nghiệp điện gió và điện mặt trời sẽ được củng cố hơn nữa nhờ sự đóng góp của các dự án TPD 1, Đức Huệ 2 và VPL 2. Đối với năng lượng gió, các dự án TPD 1 và VPL 2 ước tính sẽ lần lượt đi vào hoạt động trong 3Q23F và đầu năm 2025F. Về năng lượng mặt trời, Đức Huệ 2 dự kiến sẽ bắt đầu vận hành vào 3Q23F với giá bán điện là 1,184.9 đồng/kWh. Trong năm 2023F, lợi nhuận hoạt động (OP) sẽ tăng 26.8% n/n nhờ có thêm các dự án mới.

Định giá thấp: được giao dịch ở mức chiết khấu cao so với các công ty cùng ngành

Thứ ba, GEG hiện giao dịch ở mức EV/EBITDA là 9.5x, ở mức thấp hơn trong lịch sử và mức chiết khấu 30% so với các công ty cùng ngành trong khu vực do chậm triển khai QHĐ 8 cùng với tỷ lệ nợ đáng báo động. Chúng tôi không tin rằng tiềm năng tăng trưởng của GEG được định giá hợp lý. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang bị định giá thấp.

Giá cổ phiếu sẽ tăng nếu các dự án đang dở của GEG đi vào hoạt động

Giá cổ phiếu GEG giảm mạnh trong nửa sau 2022F nhưng sau đó đã phục hồi nhờ triển vọng tích cực sau khi khung giá mới được ban hành. Nếu QHĐ 8 được triển khai vào 2Q23F và các dự án đang chờ của GEG được đưa vào hoạt động, giá cổ phiếu sẽ tăng lên. Bản chất của GEG là một trò chơi phòng thủ trước các yếu tố kinh tế vĩ mô nên được làm nổi bật trong bối cảnh lo ngại về suy thoái kinh tế.

II. Tiêu điểm đầu tư

1. Các dự án mới của GEG gặt hái thành quả từ khung giá mới của các dự án RE chuyển tiếp và QHĐ 8

Khung giá mới áp dụng cho các dự án LNTT chuyển tiếp đã được ban hành

Ngày 1/7, Bộ Công Thương (BCT) đã ban hành Quyết định số 21 QĐ/BCT quy định khung giá bán điện mới của các dự án điện mặt trời và điện gió chuyển tiếp. Giá được thiết kế cho các dự án RE đã ký Hợp đồng mua bán điện (PPA) với EVN nhưng bỏ lỡ thời hạn biểu giá FiT (Feed-in-Tariff) là ngày 31/12/2020 đối với điện mặt trời và ngày 31/10/2021 đối với các dự án điện gió. Bao gồm 3,479 Megawatt (MW) điện gió đã ký PPA với EVN và 452 Megawatt đỉnh (MWp) điện mặt trời đã được lắp đặt mà không có PPA.

Mức giá mới không còn thuận lợi

Theo đó, giá trần (giá cao nhất) của khung giá phát điện (chưa bao gồm thuế giá trị gia tăng) nhìn chung thấp hơn 21-29% so với giá FiT tương ứng trước đây đối với điện mặt trời và điện gió. Theo tính toán của chúng tôi, khung giá mới đã làm giảm IRR (Tỷ suất hoàn vốn nội bộ) của các dự án điện mặt trời và điện gió xuống lần lượt là ~5% và ~8%, thấp hơn nhiều so với mức IRR trước đó là 11.7%-12.9%. Giá được niêm yết bằng VND (thay vì USD) có thể sẽ khiến các nhà phát triển NLTT gặp rủi ro ngoại hối do nhiều nhà phát triển đang vay bằng USD để tài trợ cho chi phí xây dựng.

Bảng 1. Giá trần khung mới cho các dự án chuyển tiếp

Loại	Giá trần (VND/kWh)	Giá FiT (USD/kWh)	Giá FiT (VND/kWh)	Chênh lệch giá trần và giá FiT (%)
Điện mặt trời mặt đất	1,184.90	7.09	1,680.00	(29.5)
Điện mặt trời nổi	1,508.27	7.69	1,823.00	(17.3)
Điện gió trên bờ	1,587.12	8.50	2,015.00	(21.2)
Điện gió ngoài khơi	1,815.95	9.80	2,323.00	(21.8)

Nguồn: MOIT, KISVN

Các dự án đang chờ được hưởng lợi từ khung giá mới

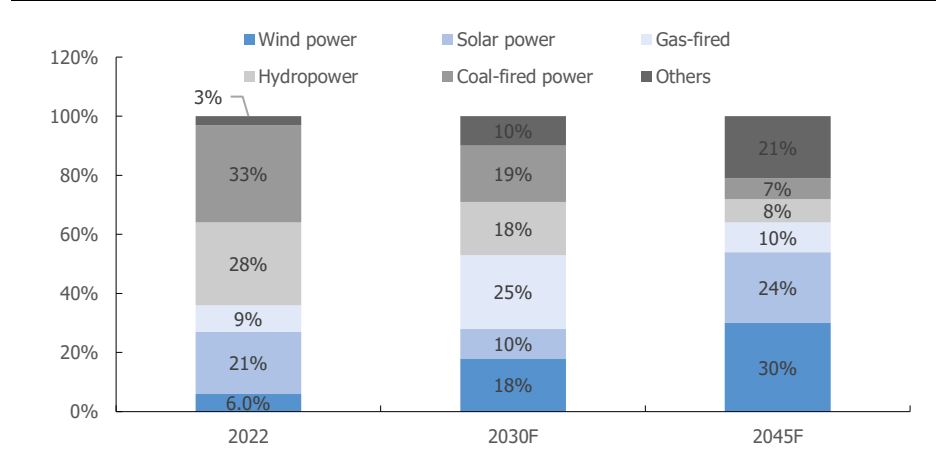
Lần nộp dự thảo QHĐ 8 gần đây nhất của Bộ Công Thương là vào tháng 11/2022. Hiện tại, có vẻ như chưa có khung thời gian chính xác cho việc thông qua QHĐ 8. Chính phủ nhận thức được rằng việc áp dụng đã bị chậm so với kế hoạch, nhưng nhấn mạnh vào chất lượng hơn là tiến độ hoàn thành của quy hoạch. Chúng tôi hy vọng QHĐ 8 cuối cùng sẽ được phát hành chính thức vào 2Q23F. Đủ điều kiện áp dụng khung giá mới là nhà máy điện gió ngoài khơi TPD 1 của GEG (100 MW, tổng vốn đầu tư 4,500 tỷ đồng), nhà máy điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MWp, vốn đầu tư 1,500 tỷ đồng) và 4.8 MW còn lại của VPL 1 được dự đoán sẽ đi vào hoạt động vào nửa cuối năm 2023 sau khi QHĐ 8 cuối cùng được ban hành. Công ty cũng đang đẩy nhanh tiến độ phát triển nhà máy điện gió VPL 2 mới (30 MW), dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm 2025F. Khi đi vào hoạt động, các dự án mới này dự kiến sẽ mang lại tổng doanh thu 817 tỷ đồng trong năm 2025F, qua đó giúp công ty thoát khỏi gánh nặng chi phí lãi vay.

GEG hưởng lợi từ Quy hoạch điện 8

QHĐ 8 chính thức được dự đoán sẽ ban hành trong nửa đầu năm 2023F và được phê duyệt theo dự thảo gần đây nhất vào tháng 11/2022. Việt Nam không còn phát triển nhiệt điện than nào sau năm 2030F trong khi nhu cầu điện của Việt Nam dự kiến sẽ có tốc độ CAGR của 7%. Để lấp đầy sự thiếu hụt này đòi

hỏi phải đầu tư nhiều hơn vào khí đốt tự nhiên, năng lượng tái tạo và nhập khẩu điện. Điều kiện thị trường thuận lợi sẽ có lợi cho các công ty (1) có kinh nghiệm xây dựng và vận hành các dự án NLTT, đặc biệt là các trang trại gió và (2) được vay vốn ưu đãi từ các tổ chức tài chính như Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), Ngân hàng Thế giới (WB) đầu tư vào các dự án NLTT mới. Với tư cách là công ty dẫn đầu thị trường về phát triển NLTT, chúng tôi cho rằng GEG sẽ được hưởng lợi từ QHĐ 8.

Hình 1. Quy hoạch tổng thể: Công suất nguồn theo QHĐ 8 sửa đổi mới nhất



Nguồn: QHĐ 8, KISVN

Lưu ý: Bản thảo mới nhất này được cập nhật kể từ tháng 11 năm 2022.

2. Năng lượng gió: Dẫn dắt sự tăng trưởng trong dài hạn

Vận hành các trang trại gió sẽ giúp GEG thoát khỏi gánh nặng nợ vay

Trang trại gió TPD 1 mới và 4.8 MW còn lại của VPL 1 (công suất của dự án VPL 1 là 30 MW nhưng chỉ có 25.2 MW đáp ứng thời hạn Ngày vận hành thương mại (COD) là ngày 31/10/2021) dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong 3Q23F sau khi khung giá cho các dự án NLTT chuyển tiếp và QHĐ 8 cuối cùng được ban hành. Ngoài ra, nhà máy VPL 2 ước tính sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2025F. Việc bổ sung các dự án điện gió mới này dự kiến sẽ tạo ra sản lượng 404 triệu kWh và doanh thu 734 tỷ đồng trong năm 2025F với giá bán 1,815.95 đồng/kWh. Mặc dù mức giá này thấp hơn 21.8% so với giá FIT trước đây, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi, nhưng TPD 1 được coi là vị cứu tinh trong thời điểm khó khăn này.

Bảng 2. Sản lượng ước tính của KIS về các trang trại điện gió mới của GEG

Nhà máy	Khu vực	Công suất (MW)	Sức gió (m/s)	Ngày vận hành dự kiến (COD)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Giá bán (VND/ kWh)	Sản lượng 2H23F (triệu kWh)	Sản lượng 2024F (triệu kWh)	Sản lượng 2025F (triệu kWh)
Tân Phú Đông 1	Tiền Giang	100	6.7	2H23	4,500	1,815.95	155	303	298
VPL 2	Bến Tre	30	6.8	2025	1,500	1,815.95	0	0	91
4.8 MW của VPL 1	Bến Tre	4.8	6.8	2H23	240	1,815.95	7.4	14.7	14.5

Nguồn: GEG, KISVN

Các nhà máy năng lượng gió không bị ảnh hưởng bởi dư thừa công suất

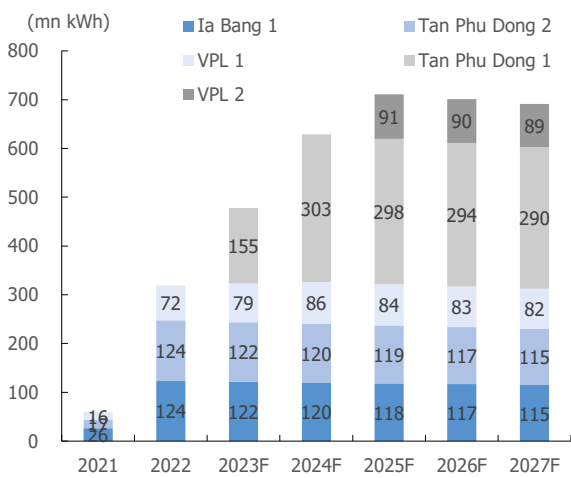
Nhờ những nỗ lực tích cực của công ty, 3 nhà máy điện gió hiện tại của GEG (125.2 MW) đã đáp ứng thời hạn cuối cùng là tháng 10/2021 để được chỉ định áp dụng giá bán FIT ưu đãi, trung bình 0.085–0.098 USD/kWh. Điện gió của GEG hiện được đặt tại các tỉnh Tiền Giang, Bến Tre, nơi chỉ có một số nhà máy điện đang hoạt động. Theo trao đổi của chúng tôi với GEG, 3 trang trại gió này không gặp phải vấn đề cung vượt cầu và do đó có thể tối ưu hóa công suất.

Bảng 3. Sản lượng ước tính của KIS đối với 3 nhà máy điện gió hiện tại của GEG

Nhà máy	Khu vực	Công suất (MW)	Sức gió (m/s)	Ngày vận hành (COD)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Giá bán (UScent/kWh)	Sản lượng 2022 (triệu kWh)	Sản lượng 2023F (triệu kWh)	Sản lượng 2024F (triệu kWh)
Tân Phú Đông 2	Tiền Giang	50	6.7	T10/2021	2,250	9.8	124	122	120
VPL 1	Bến Tre	25.2	6.8	T10/2021	1,134	9.8	72	72	71
Ia Bang 1	Gia Lai	50	6.7	T10/2021	2,050	8.5	124	122	120

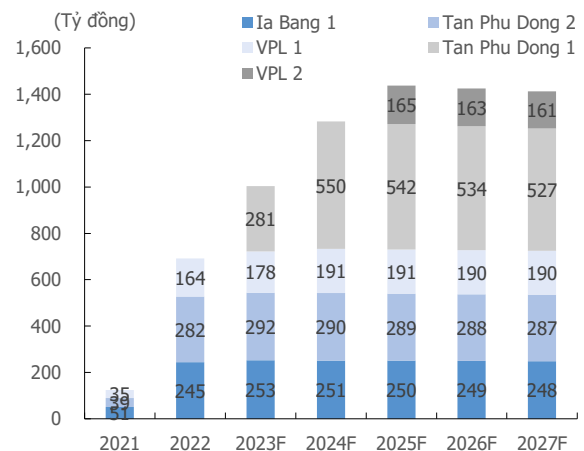
Nguồn: GEG, KISVN

Hình 2. Sản lượng các nhà máy điện gió từ 2021-2027F



Nguồn: GEG, KISVN

Hình 3. Doanh thu nhà máy điện gió giai đoạn 2021-2027F



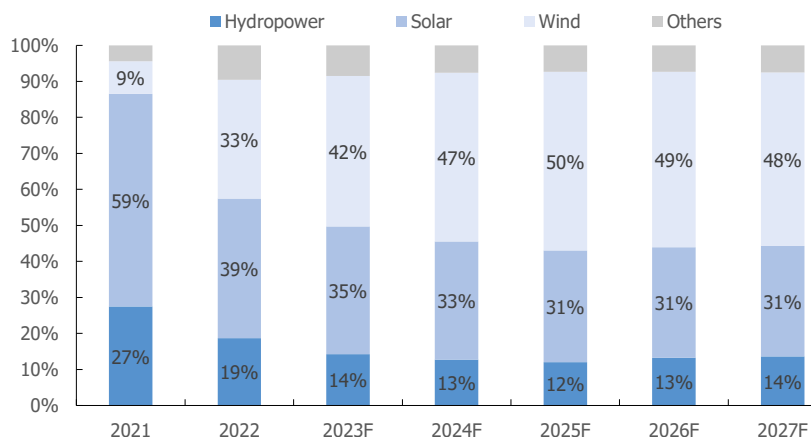
Nguồn: GEG, KISVN

Năng lượng gió là con bài tẩy của GEG trong tăng trưởng dài hạn

Nhờ có 104.8MW kể từ nửa sau 2023F theo ước tính của chúng tôi, điện gió được dự đoán sẽ mang lại 629 triệu kWh và doanh thu 1,282 tỷ đồng trong năm 2024F. Vào năm 2025F, khi VPL 2 (30 MW) được thêm vào danh mục đầu tư của công ty, điện gió sẽ có thể tạo ra sản lượng 711 triệu kWh và doanh thu 1,438 tỷ đồng. Về lâu dài, năng lượng gió được dự đoán sẽ đóng góp gần 50% tổng doanh thu của GEG. Chúng tôi kỳ vọng năng lượng gió sẽ là động lực tăng trưởng chính của GEG trong dài hạn.

Hệ số xuống cấp của tua bin gió là 1.5% hằng năm

Hình 4. Điện gió dự kiến đóng góp gần 50% vào tổng doanh thu của GEG tính đến năm 2027F



Nguồn: GEG, KISVN

Tua-bin gió mất khoảng $1.6 \pm 0.2\%$ sản lượng mỗi năm do hao mòn, với hệ số tải trung bình giảm từ 28.5% khi còn mới xuống 21% ở năm thứ 19. Xu hướng này đúng với các thể hệ thiết kế tua-bin khác nhau và từng các trang trại gió. Do đó, chúng tôi cho rằng hiệu suất tua-bin gió của GEG sẽ giảm 1.5% mỗi năm.

3. Năng lượng mặt trời: Đức Huệ 2 giúp tăng trưởng doanh thu

Sự có mặt của Đức Huệ 2 sẽ giúp tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận mảng năng lượng mặt trời

Theo quan điểm của chúng tôi, trang trại điện mặt trời Đức Huệ 2 sẽ bắt đầu trong nửa sau 2023F sau khi QHĐ 8 được ban hành. Dù mức giá trần mới trong khung thấp hơn 29% so với giá FiT trước đó, Đức Huệ 2 vẫn được coi là đóng góp lớn cho mảng kinh doanh năng lượng mặt trời của GEG. Nhà máy được tính toán sẽ mang lại sản lượng và doanh thu lần lượt là 73 triệu kWh và 86 tỷ đồng vào năm 2024F khi đi vào hoạt động toàn công suất.

Bảng 4. Nhà máy điện mặt trời mới của GEG

Nhà máy	Khu vực	Công suất (MWp)	Ngày vận hành dự kiến (COD)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Giá bán dự kiến (VND/kWh)	Sản lượng 2H23F (triệu kWh)	Sản lượng 2024F (triệu kWh)
Đức Huệ 2	Long An	49	2H23F	900	1,184.9	37	73

Nguồn: MOIT, KISVN

Các nhà máy mặt trời hiện có của GEG được hưởng giá bán tốt hơn so với các đối thủ và hệ số IRR tốt hơn

Sau khi tham gia lĩnh vực điện mặt trời vào năm 2018 và 2019, 5 nhà máy điện mặt trời hiện tại của GEG tiếp tục được hưởng giá bán FiT 1 ưu đãi cao tới 0.0935 USD/kWh trong suốt vòng đời 20 năm kể từ khi bắt đầu hoạt động trước ngày 30/6/2019 với mức tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (IRR) hấp dẫn là 13%-15%. Ngoài ra, các dự án điện mặt trời được ưu đãi thuế với Thu nhập doanh nghiệp (TNDN) ưu đãi là 0% trong 4 năm đầu và 5% trong 5 năm tiếp theo. Do đó, đóng góp từ các trang trại năng lượng mặt trời dự kiến sẽ làm giảm thuế suất thực tế của GEG xuống 12% trong những năm tiếp theo.

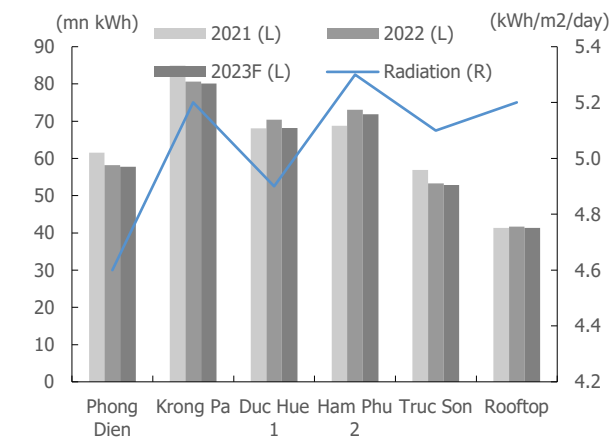
5 nhà máy điện của công ty cũng hưởng bức xạ mặt trời trung bình 4.6 – 5.3 kWh/m²/ngày trong khi bức xạ của Việt Nam trung bình 3 – 5.6 kWh/m²/ngày. Trong đó, nhà máy Đức Huệ 1 nằm trong khu vực có bức xạ cao nhất với mức trung bình ngày là 5.3 kWh/m². Chúng tôi ước tính rằng 5 nhà máy điện mặt trời và điện áp mái này sẽ duy trì hoạt động ổn định và tạo ra sản lượng trung bình 367 triệu kWh hàng năm trong giai đoạn 2023F-2027F.

Bảng 5. Các nhà máy điện mặt trời hiện có của GEG

Nhà máy	Khu vực	Công suất (MWp)	Công suất (MW)	Ngày vận hành (COD)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng) (Tỷ đồng)	Bức xạ (kWh/m ² /ngày)	Sản lượng 2021 (triệu kWh)	Sản lượng 2022 (triệu kWh)	Sản lượng 2023F (triệu kWh)
Phong Điền	Huế	48	35	Oct-18	819	4.6	61.6	58.2	57.8
Krông Pa	Gia Lai	69	50	Dec-18	1,176	5.2	84.9	80.6	80.1
Đức Huệ 1	Long An	49	36	Apr-19	976	4.9	68.0	70.4	68.1
Hàm Phú 2	Bình Thuận	49	36	Apr-19	880	5.3	68.7	73.1	71.9
Trúc Sơn	Đắk Nông	44	32	Jun-19	851	5.1	56.9	53.2	52.9
Điện áp mái		32		2020	510	5.2	41.3	41.6	41.4

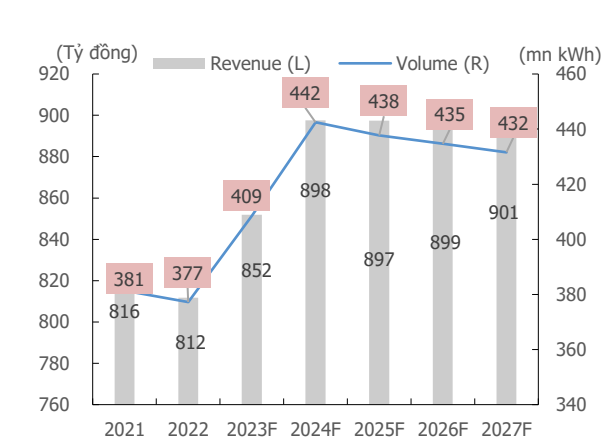
Nguồn: GEG, KISVN

Hình 5. Khối lượng và bức xạ của các nhà máy điện mặt trời của GEG



Nguồn: GEG, KISVN

Hình 6. Sản lượng và doanh thu điện mặt trời của GEG



Nguồn: GEG, KISVN

Bảng 6. Cơ chế giá FIT điện mặt trời (UScent/kWh)

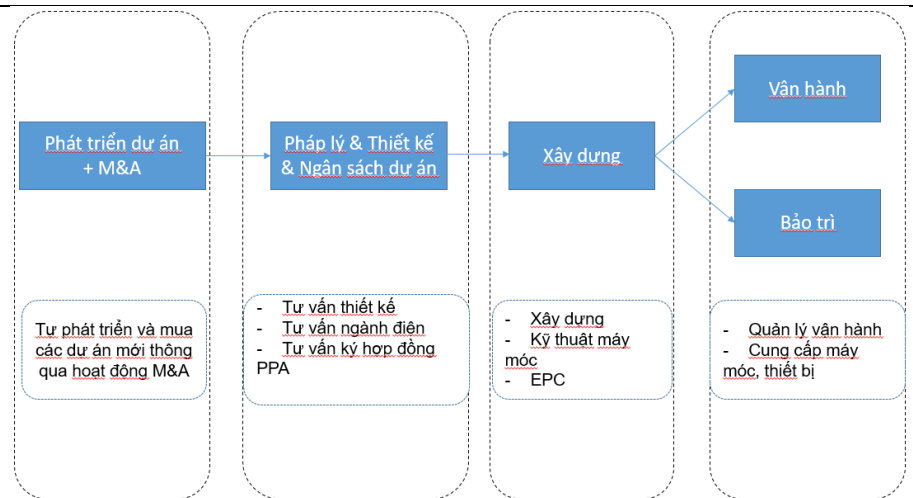
Ngày vận hành (COD)	Điện mặt trời	Điện áp mái	Điện mặt trời nổi	Nhà máy điện mặt trời ở Bình Thuận
30/6/2019	9.35	9.35	9.35	9.35
31/12/2020	7.09	8.38	7.69	9.35

Nguồn: MOIT, KISVN

Chuỗi giá trị khép kín cho các dự án điện mặt trời

Chúng tôi kỳ vọng QHĐ 8 cuối cùng sẽ được xuất bản vào 2Q23F để khuyến khích phát triển các dự án RE. GEG có kế hoạch tích lũy công suất điện mặt trời lên 292 MWp vào năm 2025F. Mặc dù cơ chế giá không hấp dẫn cho các dự án năng lượng mặt trời chuyển tiếp, chúng tôi vẫn đặt nhiều kỳ vọng vào triển vọng của GEG trong lĩnh vực năng lượng mặt trời. GEG 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 lợi nhuận của GEG trong các dự án điện mặt trời.

Hình 7. Chuỗi giá trị khép kín của GEG cho các dự án điện mặt trời



Nguồn: GEG, KISVN

GEG giảm quá trình xuống cấp của pin mặt trời bằng cách bảo trì thường xuyên

GEG ước tính hệ số suy giảm của các tấm pin hiện đại sẽ là 0.7% hàng năm, thấp hơn so với các tấm pin mặt trời có công nghệ lạc hậu. Trong trường hợp không bảo trì, công suất của 5 trang trại điện mặt trời được tính toán sẽ giảm 8 MW vào năm 2027F, đồng nghĩa với việc giảm 25 tỷ đồng doanh thu. Tuy nhiên, GEG thực hiện bảo trì và nâng cấp thường xuyên để đảm bảo vận hành trơn tru các nhà máy điện mặt trời của mình. Do đó, sự xuống cấp của tấm pin mặt trời sẽ không ảnh hưởng lớn đến sản lượng của ngành năng lượng mặt trời trong 5 năm tới.

4. Thủy điện: mang lại dòng tiền ổn định

Các nhà máy thủy điện của GEG được cấp giá bán ổn định

12 nhà máy thủy điện của GEG có quy mô vừa với công suất mỗi nhà máy dưới 30 MW. Như vậy, giá bán của các nhà máy này được áp dụng biểu giá chi phí tránh được xác định trước và cố định trong suốt cả năm. Nhờ nằm ở miền Trung và miền Nam nên 12 nhà máy này có giá bán cao hơn so với các nhà máy cùng ngành ở miền Bắc.

Bảng 7. Biểu giá chi phí tránh được năm 2022 (đồng/kWh)

	Mùa khô (T11-T6 năm sau)			Rainy season (Jul-Oct)			Phản điện dư
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	
Giá điện năng (VND/kWh)							
Miền bắc	726	726	725	703	704	702	351
Miền trung	729	729	729	707	708	706	353
Miền nam	749	749	748	727	727	726	363
Giá công suất cho cả 3 miền	1,932						

Nguồn: MOIT, KISVN

Chú ý: (1) Giờ cao điểm: 6 am – 8 am, 5 pm - 8 pm từ thứ hai đến thứ bảy

(2) Giờ thấp điểm: từ 10 pm đến 4 am

Bảng 8. Các nhà máy thủy điện của GEG

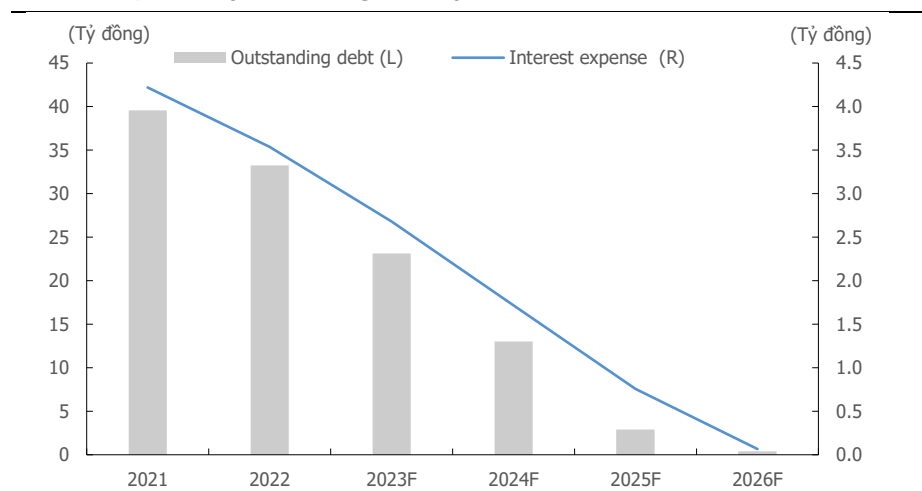
Nhà máy	Khu vực	Công suất (MW)	Sản lượng 2021 (MW)	Doanh thu 2021 (Tỷ đồng)	COD	Thuế suất	Thời gian
H'Mun	Sông Ayun	16.2	62.97	71.61	2010	10%	2015-2023
Ayun Thượng	Sông Ayun	12.0	48.14	54.42	2011	5%	2015-2023
						10%	2024-2025
H'Chan	Sông Ayun	12.0	50.67	57.58	2006	20%	
Dak Pi Hao 2	Suối Dak Pi Hao	10.0	33.11	35.48	2008	20%	
Đa Khai	Sông Đa Nhim	8.1	40.93	47.09	2010	5%	2015-2023
						10%	2024-2025
la Puch 3	Suối Puch	6.6	26.73	23.69	2009	20%	
Dak Pi Hao 1	Suối Dak Pi Hao	5.0	19.13	20.76	2014	5%	2018-2026
						10%	2027-2028
la Meur 3	Suối la Meur	1.8	6.85	6.08	2005	20%	
la Drang 3	Suối la Drang	1.6	7.64	7.54	2005	20%	
la Drang 2	Suối la Drang	1.2	5.88	5.92	1989	20%	
la Drang 1	Suối la Drang	0.6	3.12	3.21	2002	20%	
Thượng Lộ	Sông Ba Ran	6.0	15.62	18.65	2015	0%	2016-2019
						5%	2020-2028

Nguồn: GEG, KISVN

**Dòng tiền dần ổn định
khi mảng thủy điện gần
trả hết nợ**

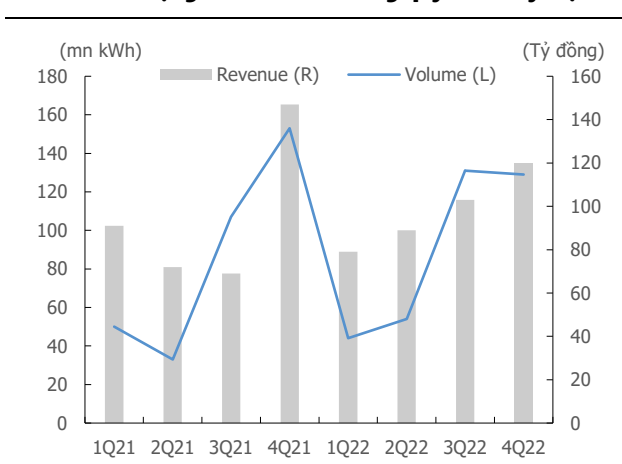
Khoản nợ liên quan đến các nhà máy thủy điện là 33 tỷ đồng tính đến ngày 31/12/2022 và chiếm 0.33% tổng dư nợ của GEG. Hiện chỉ có nhà máy Thượng Lộ còn dư nợ và dự kiến sẽ trả hết nợ trong 1Q26F. Ngoài ra, một số nhà máy sẽ hết khấu hao vào năm 2023, điều này sẽ cải thiện lợi nhuận của ngành thủy điện trong những năm tiếp theo.

Hình 8. Chi phí lãi vay và dư nợ ngành thủy điện



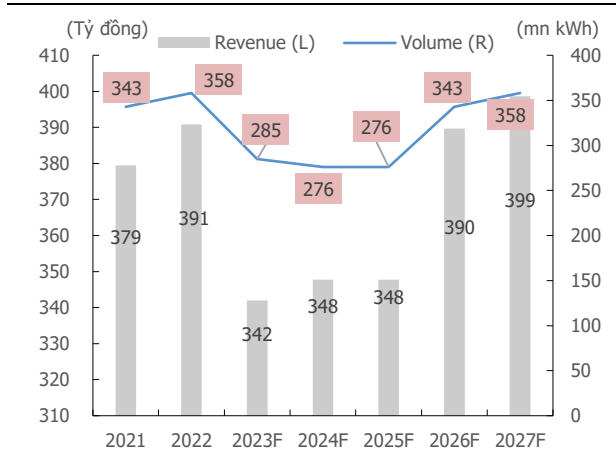
Nguồn: GEG, KISVN

Hình 9. Sản lượng và doanh thu hàng quý của thủy điện



Nguồn: GEG, KISVN

Hình 10. Sản lượng và doanh thu ngành thủy điện của GEG từ 2021-27F



Nguồn: GEG, KISVN

III. Triển vọng tăng trưởng tích cực trong 2023F-25F

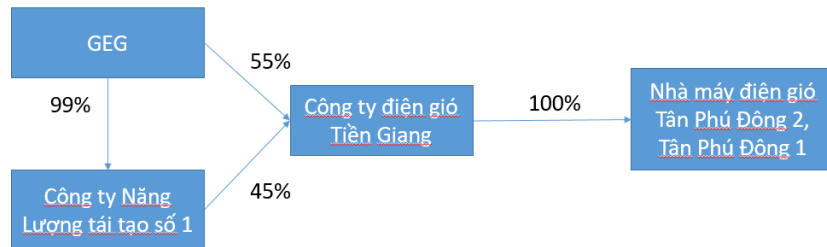
1. Kết quả kinh doanh 2022

Kết quả kinh doanh 2022 vững chắc

GEG đã công bố KQKD năm 2022 với doanh thu đạt 2,093 tỷ đồng (+51.6% n/n) trên sản lượng bán ra 1,054 triệu kWh (+34.6% n/n). Lũy kế LNST của công ty mẹ tăng 11.6% n/n đạt 316 tỷ đồng nhờ:

- (1) Đóng góp của 3 trang trại gió đầy tiềm năng đi vào hoạt động từ 4Q21. La Bằng 1, Tân Phú Đông 2 và VPL 1 được hưởng mức giá FIT là 8.5 – 9.8 UScent/kWh, tương đương 1,968 – 2,274 đồng/kWh. Nhìn chung, sản lượng và doanh thu của ngành điện gió là 319 triệu kWh và 691 tỷ đồng.
- (2) Lợi nhuận từ hoạt động thoái vốn 166 tỷ đồng trong năm 2022. Tháng 6/2022, GEG đã thông qua việc thoái vốn tại CTCP Năng lượng tái tạo số 1. CTCP này có 45% cổ phần của CTCP Điện gió Tiền Giang, đơn vị sở hữu nhà máy điện gió TPD 1 và TPD 2. Theo GEG, số tiền này không được phản ánh trong toàn bộ giá trị giao dịch và công ty có thể báo cáo khoản lãi thoái vốn còn lại trong năm 2023F.

Hình 11. Tỷ lệ sở hữu của GEG tại các công ty con



Nguồn: GEG, KISVN

2. Dự báo lợi nhuận 2023F-25F

2023F: Doanh thu tăng lên 2,401 tỷ đồng (+14.7% n/n) nhưng LNST của công ty mẹ giảm còn 289 tỷ đồng (-8.5% n/n)

Chúng tôi ước tính doanh thu của GEG sẽ tăng lên 2,401 tỷ đồng (+14.7% n/n) nhưng LNST của công ty mẹ sẽ giảm 8.5% n/n xuống 289 tỷ đồng dựa trên các giả định sau:

- Tổng sản lượng dự kiến đạt 1,172 triệu kWh (+11.1% n/n) nhờ đóng góp từ các nhà máy điện mới TPD 1 (155 triệu kWh), Đức Huệ 2 (36.5 triệu kWh) và 4.8 MW còn lại của VPL 1 (7.36 triệu kWh) kể từ 3Q22.
- Giá bán điện của TPD1 và Đức Huệ 2 lần lượt là 1,1815.95 đồng/kWh và 1,184.9 đồng/kWh và sẽ được giữ nguyên trong vòng 20 năm tuổi thọ của các dự án này.
- Sản lượng và doanh thu từ thủy điện thu hẹp còn 285 triệu kWh (-20.4% n/n) và 342 tỷ đồng (-12.5% n/n) do El Nino được dự báo sẽ quay trở lại vào năm 2023F với xác suất 52-88%.
- Chi phí khấu hao tăng lên 785 tỷ đồng (+20.7% n/n) do các dự án mới

sẽ đi vào hoạt động trong nửa sau 2023F.

- Theo nguyên tắc thận trọng, chúng tôi sẽ không ghi nhận khoản lãi thoái vốn còn lại từ giao dịch của CTCP Phong điện Tiền Giang vào định giá.

2024F: Doanh thu và LNST của công ty mẹ tăng 2,735 tỷ đồng (+13.9% n/n) và 356 tỷ đồng (+23.3% n/n)

Dự báo doanh thu và LNST công ty mẹ của GEG sẽ tăng lên 2,735 tỷ đồng (+13.9% n/n) và 356 tỷ đồng (+23.3% n/n) dựa trên các giả thuyết sau:

- TPD 1 và Đức Huệ 2 đi vào vận hành toàn bộ vào năm 2024F và tạo ra sản lượng lần lượt là 303 triệu kWh và 73 triệu kWh. Như vậy, tổng sản lượng sẽ tăng lên 1,347 triệu kWh (+15% n/n).
- Sản lượng thủy điện sẽ giảm xuống 276 triệu kWh (-3.2% n/n) do ảnh hưởng El Nino kéo dài. Tuy nhiên, doanh thu từ thủy điện sẽ tăng nhẹ 1.7% n/n lên 348 tỷ đồng nhờ giá bán tăng.
- Chi phí khấu hao tăng vọt lên tới 908 tỷ đồng (+15.8% n/n) do các dự án mới sẽ đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2023F.
- Chi phí lãi vay tăng lên 867 tỷ đồng (+14.8% yoy) do phát sinh các khoản vay liên quan đến VPL 2.

2025F: Doanh thu và LNST công ty mẹ tăng 2,894 tỷ đồng (+5.8% n/n) và 487 tỷ đồng (+36.6% n/n)

Dự báo doanh thu và LNST của GEG sẽ tăng lên 2,894 tỷ đồng (+5.8% n/n) và 487 tỷ đồng (+36.6% n/n) dựa trên các giả định sau:

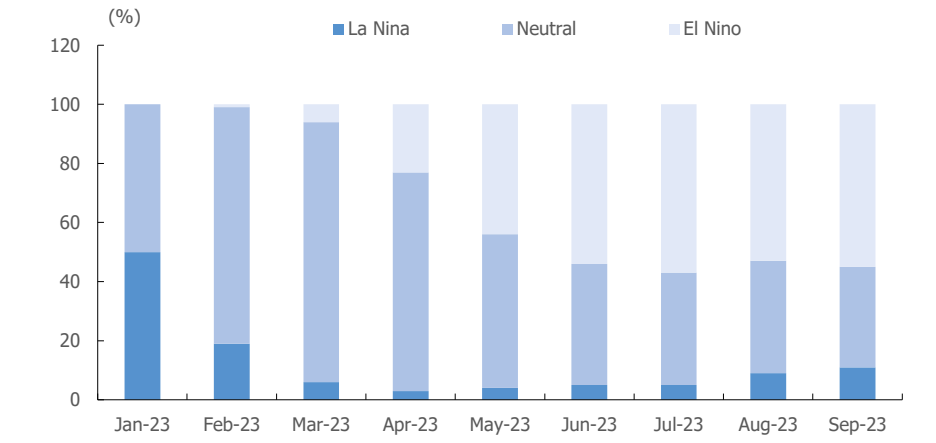
- Tổng sản lượng dự kiến đạt 1,425 triệu kWh (+5.8% n/n) nhờ đóng góp từ trang trại điện gió VPL 2 (91 triệu kWh) khi đi vào hoạt động vào năm 2025F.
- Giá bán VPL 2 sẽ duy trì ở mức 1,815.95 đồng/kWh trong suốt vòng đời 20 năm.
- Sản lượng và doanh thu thủy điện được giữ ở mức 276 triệu kWh và 348 tỷ đồng do El Nino dự báo sẽ kéo dài đến năm 2025F.

Bảng 9. Kết quả kinh doanh của GEG 2022-27F

	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Sản lượng (triệu kWh)	1,055	1,172	1,347	1,425	1,478	1,481
Thủy điện	358	285	276	276	343	358
Điện mặt trời	377	409	442	438	435	432
Điện gió	319	478	629	711	701	691
Doanh thu (Tỷ đồng)	2,093	2,401	2,735	2,894	2,930	2,932
Thủy điện	391	342	348	348	390	399
Điện mặt trời	812	852	898	897	899	901
Điện gió	691	1,003	1,282	1,438	1,425	1,413
Khác	199	203	208	212	216	220
Giá vốn hàng bán	(1,082)	(1,138)	(1,246)	(1,318)	(1,326)	(1,338)
LN hoạt động	851	1,078	1,280	1,354	1,378	1,370
Chi phí bán hàng & QLDN	(161)	(184)	(210)	(222)	(225)	(225)
Doanh thu tài chính	214	67	67	68	68	69
Chi phí tài chính	(657)	(755)	(867)	(790)	(676)	(590)
Chi phí lãi vay	(587)	(755)	(867)	(790)	(676)	(590)
LN trước thuế	407	385	475	628	767	845
LN sau thuế	371	339	418	553	675	744
LN sau thuế công ty mẹ	316	289	356	487	608	677

Nguồn: GEG, KISVN

Hình 12. Dự báo xác suất ENSO của IRI



Source: IRI, KISVN

IV. Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dòng tiền chiết khấu (DCF) và EV/EBITDA theo tỷ lệ 70:30 cho mỗi phương pháp. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với GEG với giá mục tiêu là **19,650 đồng/cổ phiếu**, tương đương mức tăng 39.9% so với giá đóng cửa ngày 31/03/2023 là 14,050 đồng/cổ phiếu.

Chiết khấu dòng tiền

Theo phương pháp DCF, chúng tôi tính giá trị hợp lý là 21,118 đồng/cổ phiếu với WACC là 12.52% do chúng tôi tăng lãi suất phi rủi ro lên 5.5% trong bối cảnh chính sách tiền tệ thắt chặt. Đây là mức tăng tương đối cao do kỳ vọng tăng trưởng của GEG trong dài hạn khi các dự án mới của GE dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong nửa sau 2023F và 2025F sau khi cơ chế giá cho các dự án RE chuyển tiếp và QHĐ 8 cuối cùng được phê duyệt.

Chúng tôi áp dụng **mức chiết khấu 10%** cho định giá mục tiêu là 19,000 đồng/cổ phiếu, điều này phản ánh mối lo ngại của chúng tôi về rủi ro vỡ nợ của GEG. Do QHĐ 8 bị trì hoãn, các dự án đang chờ xử lý của GEG không đủ điều kiện để khởi công vào 1Q23, do đó dẫn đến gánh nặng chi phí lãi vay.

Bảng 10. GEG dự báo FCFF từ 2023F – 2027F

Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBIT * (1-t) or NOPAT	949	1,182	1,191	1,213	1,205
Cộng: Khấu hao	785	906	981	981	981
Trừ: Mua sắm TSCĐ	(99)	(1,510)	(10)	(10)	(10)
Trừ: Tăng/ Giảm vốn lưu động ròng	544	(58)	(285)	(348)	(289)
Dòng tiền tự do cho DN	2,178	520	1,877	1,837	1,887

Nguồn: KISVN

Bảng 11. Định giá chiết khấu dòng tiền

Beta (x)	1.01	Giá trị hiện tại của Dòng tiền tự do (PV of FCF)	6,589
Lãi suất phi rủi ro (%)	5.50%	Giá trị hiện tại của Giá trị cuối cùng (PV of Terminal Value)	9,574
Phần bù rủi ro VCSH (%)	11.13%	Tổng giá trị hiện tại từ hđkd	16,163
Chi phí VCSH (%)	16.78%	Cộng: Tiền	1,669
Chi phí sử dụng vốn vay (%)	11.00%	Trừ: Nợ vay	(9,631)
Thuế suất (%)	12.00%	Trừ: Lợi ích CĐ thiểu số	(1,402)
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu (%)	60.00%	Giá trị VCSH	6,799
WACC (%)	12.52%	SL cổ phiếu lưu hành, triệu	321.937
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn	0.20%	Giá hợp lý (đồng)	21,118
		Chiết khấu	10.0%
		Giá mục tiêu	19,000

Nguồn: KISVN

Bảng 12. Phân tích độ nhạy

		Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn (g):				
		0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%
WACC	10%	36,228	37,278	38,375	39,522	40,723
	11%	30,209	31,040	31,905	32,806	33,744
	12%	25,259	25,931	26,627	27,349	28,098
	13%	21,118	21,669	22,239	22,828	23,437
	14%	17,604	18,062	18,535	19,023	19,526
	15%	14,585	14,971	15,368	15,776	16,197

Nguồn: KISVN

Phương pháp EV/EBITDA

Giá mục tiêu dựa trên EV/EBITDA dự phóng của chúng tôi là 21,200 đồng dựa trên bội số mục tiêu là 8.0x, thấp hơn EV/EBITDA trung bình trong quá khứ là 9.5x trong giai đoạn 2019-2022 do lo ngại về rủi ro vỡ nợ và ngày ban hành QHĐ 8. Giá trị hợp lý này tính theo phương pháp EV/EBITDA cao hơn 11.6% so với kết quả tính theo phương pháp DCF.

Bảng 13. Phương pháp định giá EV/EBITDA

	2023F	2024F	Trung bình 23F-24F
EBITDA	1,863	2,186	2,024
EV/EBITDA của ngành (x)	14.0	14.0	14.0
Trung bình EV/EBITDA quá khứ (xx)			9.5
Hệ số mục tiêu (x)			8.0
Giá trị doanh nghiệp			16,195
Trừ: Nợ vay			9,631
Cộng: Tiền & tương đương tiền			1,669
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số			1,402
Vốn hóa thị trường			6,831
SL cổ phiếu lưu hành, triệu			321.9
Giá mục tiêu (đồng)			21,200

Nguồn: Finpro, KISVN

V. Rủi ro

Rủi ro vỡ nợ

Do QHĐ 8 cuối cùng đang chờ xử lý, các dự án mới của GEG không đủ điều kiện để bắt đầu hoạt động trước 1Q23, tạo ra gánh nặng chi phí lãi vay cho công ty. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của GEG là 176% vào ngày 31/12/2022, một mức đầy rủi ro. Theo ước tính của chúng tôi, cứ tăng 0.25%p lãi suất cho vay sẽ làm giảm 16 tỷ đồng lợi nhuận ròng của GEG, tương đương ~4.5% lợi nhuận ròng của GEG. Vì hầu hết các khoản vay của GEG được cố định theo lãi suất thả nổi, chúng tôi kỳ vọng gánh nặng từ chi phí lãi vay sẽ giảm bớt khi lãi suất thị trường dự kiến hạ nhiệt vào năm 2023F.

Bảng 14. Các khoản vay dài hạn của GEG tính đến tháng 12/2022

Khoản vay	Dự án	Đơn vị tiền	Lãi suất ước tính	Đáo hạn	Dư nợ tính đến 31/12/2022 (tỷ đồng)
Vietcombank	Krông Pa	VND	9.1%	Nov-30	632
Vietcombank	Hàm Phú 2	VND	9.1%	Jan-30	517
Agribank	Phong Điền	VND	9.2%	Sep-29	340
Woori Bank	Trúc Sơn	VND	9.7%	Dec-26	274
Vietcombank	Đức Huệ 1	VND	9.5%	Mar-31	431
BIDV	Điện áp mái	VND	9.5%	Sep-29	152
OCB	Điện áp mái	VND	9.0%	Nov-33	25
SHB	Điện áp mái	VND	11.0%	Jun-31	10
Vietcombank	Ia Bang 1	VND	9.5%	Feb-35	1,259
Vietcombank	VPL	VND	10.5%	Aug-35	691
Vietcombank	Tân Phú Đông 1	VND	10.4%	Mar-36	2,144
Vietcombank	Tân Phú Đông 2	VND	10.5%	Jun-35	1,717
VietinBank	Thượng Lộ	VND	9.5%	Jan-26	33
Symbiotics Investment	N/A	USD	9.5%	Nov-25	213

Nguồn: GEG, KISVN

Bảng 15. Trái phiếu GEG tính đến tháng 12/2022

NH tư vấn	Dự án	Đơn vị tiền	Lãi suất ước tính	Dư nợ tính đến 31/12/2022 (tỷ đồng)
Vietcombank	Phong Điền, Krông Pa	VND	9.8%	225
Techcombank	N/A	VND	10.98%	700
Techcombank	N/A	VND	10.98%	300

Source: GEG, KISVN

Rủi ro thanh khoản

Vào tháng 12/2022, GEG đã phát hành thành công 64.2 triệu cổ phiếu ưu đãi với tỷ lệ cổ tức 6% cho DEG để tài trợ cho việc xây dựng các dự án VPL 2 và Đức Huệ 2. Theo GEG, công ty có kế hoạch phát hành cổ tức bằng cổ phiếu ở mức 8% và ESOP bổ sung cho nhân viên của mình ở mức 3% trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành vào năm 2023F. Việc phát hành thêm cổ phiếu mới trong năm 2023 sẽ gây ra rủi ro pha loãng vốn cổ phần.

Rủi ro cắt giảm công suất do thừa cung

Sự bùng nổ các dự án năng lượng tái tạo công suất lớn, chủ yếu ở miền Trung và miền Nam Việt Nam, đã làm quá tải các đường dây truyền tải liên vùng và gây ra tình trạng cung vượt cầu khiến chính quyền phải cắt giảm công suất của

các nhà máy năng lượng mặt trời. Theo GEG, các trang trại năng lượng mặt trời của công ty đang bị cắt giảm công suất trung bình 4% vào năm 2022F, đặc biệt là khi nhà máy điện mặt trời Krong Pa ở tỉnh Gia Lai đang gặp vấn đề về cắt giảm công suất. Chúng tôi ước tính rằng mức cắt giảm công suất điện mặt trời của GEG sẽ giảm xuống 3% trong giai đoạn 2024F-2026F.

VI. Tổng quan doanh nghiệp

1. GEG là công ty dẫn đầu trong mảng năng lượng tái tạo

Được thành lập năm 1989, GEG trước đây là nhà sản xuất điện 100% vốn nhà nước. Công ty là nhà sản xuất năng lượng tái tạo nổi bật khi đang vận hành 12 nhà máy thủy điện nhỏ, 5 trang trại điện mặt trời, 3 trang trại điện gió và điện mặt trời áp mái với tổng công suất 419 MW. GEG cũng tham gia xây dựng đường dây điện, hạ tầng truyền tải điện và hệ thống chiếu sáng công cộng; lắp đặt thiết bị điện, máy móc cho các nhà máy điện. Năm 2022, GEG cung cấp 1,055 triệu kWh lên lưới điện quốc gia.

Dòng sự kiện

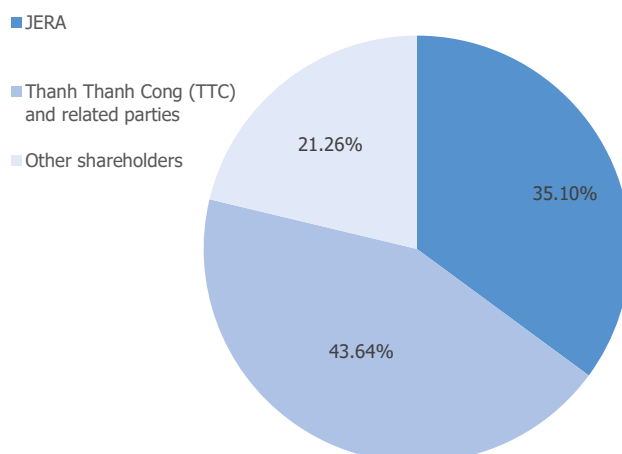
- Tháng 3/1989: Thành lập Công ty 100% vốn Nhà nước tại tỉnh Gia Lai.
- Tháng 7/2010: IPO và trở thành công ty cổ phần từ tháng 9/2010
- Năm 2013: trở thành thành viên của Tập đoàn Thành Thành Công (TTC)
- Tháng 3/2017: giao dịch trên UPCoM
- Tháng 09/2019: Chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE)

JERA, cổ đông chiến lược mới

Vào cuối năm 2022, JERA đã mua thành công toàn bộ cổ phần từ IFC và AVH để sở hữu 35.1% cổ phần trong GEG. JERA là nhà máy phát điện lớn nhất của Nhật Bản với tổng công suất 80 GW tại Nhật Bản và hơn 10 quốc gia. Cụ thể, tại Nhật Bản, JERA vận hành 26 nhà máy điện với tổng công suất 66 GW và chiếm 33% thị phần. Ở các quốc gia khác, JERA có công suất 11 GW, bao gồm 1.7 GW năng lượng tái tạo. Mua cổ phần trong GEG là một phần trong chiến lược của JERA nhằm mở rộng đầu tư vào năng lượng tái tạo.

Là công ty hàng đầu trong ngành năng lượng với công nghệ tiên tiến, chúng tôi tin rằng JERA sẽ có tác động tích cực đến GEG thông qua việc cung cấp nguồn vốn giá rẻ cho các dự án trong tương lai và cải thiện hoạt động của công ty bằng công nghệ và chuyên môn để nâng cao năng lực năng lượng tái tạo của GEG.

Hình 13. Cơ cấu sở hữu của GEG



Nguồn: GEG, KISVN

**GEG hoàn tất phát hành
64 triệu cổ phiếu ưu đãi
có quyền chuyển đổi**

Vào tháng 12/2022, GEG đã phát hành thành công một đợt phát hành riêng lẻ cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi gồm 64.2 triệu cổ phiếu cho Deutsche Investitions - und Entwicklungsgesellschaft (DEG). Giá chào bán là 10,000 đồng/cổ phiếu và giá chuyển đổi không thấp hơn BVPS tại đợt phát hành. Cổ tức tiền mặt là 6% mệnh giá trong 6 năm, thời gian thực hiện quyền tối thiểu là 24 tháng sau ngày phát hành.

Khoản tiền 642 tỷ đồng này sẽ được giải ngân để đầu tư vào các dự án mới của GEG và cải thiện vốn lưu động. Cụ thể, GEG sẽ đầu tư 321 tỷ đồng vào CTCP Năng lượng VPL và 240 tỷ đồng vào CTCP Điện lực TTC Đức Huệ – Long An để xây dựng nhà máy điện gió VPL 2 và nhà máy điện mặt trời Đức Huệ 2.

2. Tiềm năng GEG về mở rộng công suất điện

Trong bối cảnh JERA đầu tư vào GEG, công ty mong muốn rót 1 tỷ USD để nâng công suất RE lên tới 1,637MWp. Do vấn đề quá tải do cung vượt cầu điện mặt trời, dự thảo QHĐ 8 gần đây chủ yếu tập trung vào phát triển điện gió và điện LNG. Do đó, các nhà máy điện gió của GEG được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn với tổng công suất 728MWp vào năm 2025F và chiếm 44% tổng công suất.

Bảng 16. Danh mục dự án tiềm năng của GEG đến 2025F

No	Dự án	Công suất (MWp)	2022	2023F	2024F	2025F
A	Đã vận hành	545				
1	Thủy điện	97	97	97	97	97
2	Điện mặt trời	260	260	260	260	260
3	Điện mặt trời áp mái	32	32	32	32	32
4	Điện gió	156	156	156	156	156
B	Đang xây dựng (MWp)	169				
1	Điện gió (Tân Phú Đông 1)	120		120	120	120
2	Điện mặt trời (Đức Huệ 2)	49			49	49
C	Phát triển mới (MWp)	397				
I	Thủy điện	334				
1	M&A Trường Phú	63		63	63	63
2	M&A Nam Yeung	101			36	101
3	M&A Nam Sum 3A	54				54
4	Sakhea	90				90
5	Tân Thượng	26			26	26
II	Điện gió	452				
1	VPL 2	36			36	36
2	Tân Điền	120			120	120
3	Tân Thành	296			120	296
III	Điện rác	137				
1	Cà Mau	7			7	7
2	Tiền Giang	10			10	10
IV	Hydrogen	120				120
TỔNG CỘNG			545	728	1,132	1,637

Nguồn: GEG, KISVN

Phụ lục

Bảng 17. Dự án điện gió tiềm năng của GEG thông qua M&A

No	Dự án điện gió tiềm năng ở Việt Nam (M&A)	Công suất tăng thêm dự kiến (MWp)	Note
1	Thiện Phú 1.2 (Bến Tre)	60	Chưa PPA
2	Thanh Phú (Bến Tre)	120	Chưa PPA
3	Thanh Hải 1234 (Bến Tre)	120	PPA
4	Hải Phong (Bến Tre)	200	Chưa PPA
5	Công Lý (Sóc Trăng)	70	Chưa PPA
6	Công Lý (Bà Rịa Vũng Tàu)	103	Chưa PPA
7	Tài Tâm (Quảng Trị)	50	PPA
8	Hoàng Hải (Quảng Trị)	50	PPA
9	Viên An (Cà Mau)	50	PPA
10	Tâm An (Cà Mau)	100	PPA

Nguồn: GEG

ASEAN đang hướng đến LNTT

Nhờ tăng trưởng kinh tế nhanh chóng, nhu cầu điện của các nước Đông Nam Á (ASEAN) được dự đoán sẽ tăng 60% vào năm 2040F. Các quốc gia ASEAN đang hướng tới mục tiêu chung là phát triển RE khi tỷ trọng của nó được nhắm mục tiêu đạt 23% tổng công suất điện khu vực vào năm 2025F. Các quốc gia ASEAN đang tăng cường các chính sách khuyến khích phát triển NLTT.

Bảng 18. Công suất điện gió ở các nước Đông Nam Á (ASEAN)

Quốc gia	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Việt Nam	160	205	237.0	375.0	518.0	4,118.0
Thái Lan	507	628	1,103.0	1,507.0	1,507.0	1,507.0
Indonesia	1	1	144.0	154.0	154.0	154.0
Philippines	427	427	427	443.0	443.0	443.0

Nguồn: IRENA, KISVN

Bảng 19. Công suất điện mặt trời tại các nước Đông Nam Á (ASEAN)

Quốc gia	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Vietnam	5	8	105.0	4,993.0	16,660.0	16,660.0
Thailand	2,451	2,702	2,967.0	2,988.0	2,988.0	3,049.0
Indonesia	105	115	91.0	118.0	176.0	
Philippines	784	908	917	982.0	1,058.0	1,370.0
Cambodia	27	33	43	120.0	316.0	
Lao PDR	3	3	19	42.0	43.0	
Malaysia	354	420	440	490.0	471.0	
Myanmar	32	44	48	88.0	84.0	80.0
Singapore	97	116	161	276.0	336.0	433.0

Nguồn: IRENA, KISVN

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	1,174	1,730	2,635	1,153	1,085
Tiền và tương đương tiền	256	825	1,669	157	54
Phải thu	772	750	803	825	851
Hàng tồn kho	146	155	163	171	181
Tài sản dài hạn	10,994	14,842	14,157	14,761	13,789
Tài sản cố định	10,495	9,965	14,157	13,261	13,789
Đầu tư tài chính	499	4,877	0	1,500	0
Khác	305	546	427	427	427
Tổng tài sản	12,473	17,118	17,218	16,340	15,301
Người mua trả tiền trước	3	2	2	2	2
Doanh thu chưa thực hiện	0	1	0	0	0
Phải trả người bán	1,473	1,376	1,376	1,348	1,098
Phải trả khác	156	183	187	197	206
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	408	663	1,577	1,667	1,460
Nợ và TP dài hạn	6,695	9,264	8,054	6,735	5,830
Tổng nợ và phải trả	8,735	11,488	11,196	9,948	8,598
VCSH	3,378	4,278	4,620	4,928	5,173
Vốn điều lệ	3,037	3,861	4,215	4,501	4,501
Thặng dư	38	26	31	31	31
Quỹ khác	94	98	102	106	109
LN giữ lại	208	292	272	290	532
Lợi ích cổ đông thiểu số	360	1,352	1,402	1,464	1,530
Tổng VCSH	3,738	5,630	6,022	6,392	6,703

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc T12	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền hoạt động	2,542	(191)	1,621	1,219	1,200
LN ròng	325	371	339	418	553
Khấu hao và khấu trừ	414	648	785	906	981
Tăng vốn lưu động ròng	1,803	(1,210)	497	(105)	(333)
Dòng tiền đầu tư	(5,883)	(3,718)	(52)	(1,463)	38
Tài sản cố định	(5,807)	(3,810)	(99)	(1,510)	(10)
Tăng đầu tư tài chính	(77)	92	47	47	48
Dòng tiền tài chính	3,456	3,994	(233)	(1,268)	(1,342)
Tăng vốn chủ	313	1,232	101	0	0
Tăng nợ	3,283	2,819	(296)	(1,230)	(1,110)
Chi trả cổ tức	(140)	(57)	(39)	(39)	(231)
Dòng tiền khác	0	(0)	0	0	0
Tăng tiền mặt	115	84	1,335	(1,512)	(104)

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	1,381	2,093	2,401	2,735	2,894
Giá vốn hàng bán	614	1,082	1,138	1,246	1,318
Lợi nhuận gộp	767	1,011	1,263	1,490	1,576
Chi phí bán hàng & QLDN	114	161	184	210	222
LN hoạt động	653	851	1,078	1,280	1,354
LN hoạt động (điều chỉnh)	653	720	1,078	1,280	1,354
Doanh thu tài chính	37	214	67	67	68
Thu nhập lãi	26	31	47	47	48
Chi phí tài chính	409	657	755	867	790
Chi phí lãi vay	384	587	755	867	790
LN khác	81	(14)	(14)	(14)	(14)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	6	13	10	10	10
LN trước thuế	369	407	385	475	628
Thuế TNDN	43	36	46	57	75
LN sau thuế	325	371	339	418	553
LN sau thuế (điều chỉnh)	325	266	339	418	553
LN ròng cho công ty mẹ	283	212	289	356	487
Khác	0	130	0	0	0
Lợi nhuận từ thoái vốn	0	130	0	0	0
EBITDA	1,067	1,498	1,863	2,186	2,335

Key financial data

Năm tài chính kết thúc T12	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	892	576	778	987	1,393
BPS	11,121	13,287	14,350	15,307	16,070
DPS	800	600	91	86	514
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(7.5)	51.6	14.7	13.9	5.8
LN hoạt động	1.3	10.4	49.7	18.7	5.8
LN ròng	10.3	(18.1)	27.3	23.3	32.1
EPS	(1.1)	(35.4)	35.0	26.9	41.1
EBITDA	6.9	40.4	24.3	17.3	6.8
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	47.3	34.4	44.9	46.8	46.8
Biên LN ròng	23.6	12.7	14.1	15.3	19.1
Biên EBITDA	77.3	71.6	77.6	79.9	80.7
ROA	2.3	1.8	1.7	2.2	3.2
ROE	7.6	5.6	4.8	5.6	7.3
Suất sinh lợi cổ tức	49.5	18.1	13.3	10.8	47.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức					
Đòn bẩy	6,847	9,103	7,962	8,244	7,237
Nợ ròng (Tỷ đồng)	183.2	161.7	132.2	129.0	108.0
Nợ ròng/VCSH (%)					
Định giá (x)	15.9	24.6	18.3	14.4	10.2
PE	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
PB	9.9	10.0	8.0	6.9	6.4

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Năng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 3/04/2023.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 3/04/2023.

Người thực hiện: Phòng Phân Tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2023 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..