

Tăng tốc hướng tới năng lượng xanh

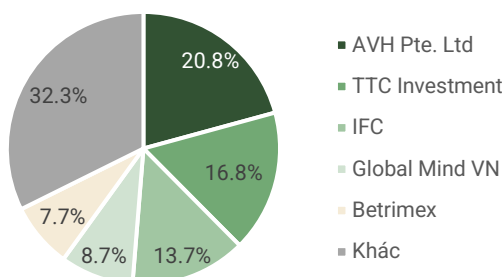
MUA [+44%]

Giá hợp lý 28,900 VND
Giá hiện tại 20,100 VND

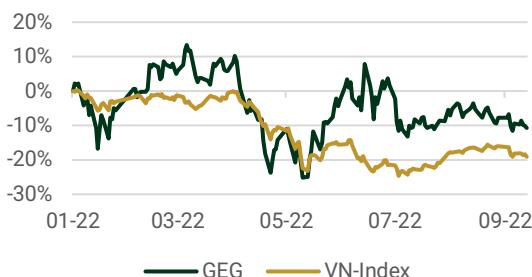
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu) 321.9
Free float (triệu) 95.6
Vốn hóa (tỷ VND) 6,792.9
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) 1.9 triệu
Sở hữu nước ngoài (%) 34.5%
Ngày niêm yết đầu tiên 21/03/2017

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI INDEX



LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ



Kết quả kinh doanh: Trong nửa đầu năm đầu tiên kết thúc vào ngày 30 tháng 6 năm 2022, Doanh thu thuần của công ty tăng mạnh lên 1,075.8 tỷ đồng (+72% YoY) và LNST đạt 213 tỷ đồng (+42% YoY), hoàn thành một nửa dự báo của chúng tôi cho cả năm 2022. Sự tăng trưởng mạnh của Doanh thu thuần đến từ sự xuất hiện của 3 nhà máy điện gió mới từ cuối năm 2021, với tổng công suất lên đến 130MW cùng chính sách khuyến khích đặc biệt (hưởng giá FIT từ 8.5 – 9.8 Uscents/kWh)

Dự phóng: Chúng tôi kỳ vọng Doanh thu thuần của công ty sẽ tăng đáng kể trong năm 2022. Theo đó, Doanh thu thuần có thể đạt 2,208 tỷ đồng (+60% YoY) và LNST đạt 420 tỷ đồng (+29% YoY). Kể từ 2022Q1, Biên lợi nhuận gộp đã suy giảm do xuất hiện thêm chi phí khấu hao khi các nhà máy điện mới đã hoàn thành vào cuối năm 2021. Ngoài ra, Biên lợi nhuận ròng cũng bị bào mòn do chi phí lãi vay tăng vọt (+70% YoY), do nợ vay đã tăng đáng kể (+44% YoY) để tài trợ cho các dự án điện đang triển khai. Do đó, chúng tôi kỳ vọng Biên lợi nhuận gộp và Biên lợi nhuận ròng sẽ lần lượt giảm xuống 53% và 19% trong năm tài chính 2022.

Điểm nhấn đầu tư: (1) Doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022, nhờ vào 3 nhà máy điện gió mới (130MW) đi vào hoạt động kể từ cuối năm 2021 và chính sách giá bán được ưu đãi đặc biệt (từ 8.5 Uscents/kWh)

(2) Công ty đang đẩy nhanh việc phát triển 2 nhà máy điện gió mới là Tân Phú Đông 1 và VPL2 với tổng công suất 130MW trong năm 2022 và 2023, sẽ tăng gấp đôi công suất điện gió hiện tại sau khi hoàn thành và dự kiến đóng góp hơn 670 tỷ đồng vào tổng Doanh thu thuần vào năm 2024 theo dự báo của chúng tôi.

Định giá & khuyến nghị: Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 28,900 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 44%. Định giá của chúng tôi đã bao gồm 2 nhà máy điện gió sắp tới với tổng công suất 130 MW nhưng chưa tính đến dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 với công suất 49 MWp do sự không chắc chắn liên quan đến chính sách khuyến khích phát triển năng lượng mặt trời, vì dự thảo mới nhất của Quy hoạch điện 8 cho thấy sẽ không phát triển thêm loại hình năng lượng này đến năm 2030F.

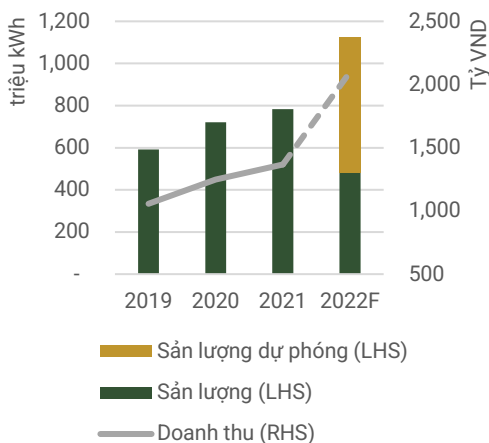
Rủi ro: (1) Rủi ro về khả năng thanh toán phát sinh do đòn bẩy tài chính lớn; (2) Sự thay đổi bất lợi trong chính sách điều hành của chính phủ; (3) Rủi ro suy thoái kinh tế ngày càng rõ nét.

Chỉ số tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	539	559	1,159	1,493	1,381	2,208
LNST (tỷ VND)	209	187	291	295	325	420
EPS (VND)	1,584	745	1,231	949	931	1,051
Tăng trưởng EPS (%)	24.19%	-52.95%	65.21%	-22.91%	-1.88%	12.81%
Giá trị sổ sách (VND)	12,115	11,210	11,384	11,274	11,121	11,810
P/E	13.20	29.46	17.75	23.17	23.44	27.54
P/B	1.73	1.86	1.84	1.85	1.88	2.45
Cổ tức (VND)	-	1,000	700	-	400	-

	Đơn vị	2022H1	2021H1	%Thay đổi
Sản lượng điện	Triệu kWh	484	295	64.07%
Chỉ tiêu kinh doanh				
Doanh thu thuần	Tỷ VND	1,076	625	72.07%
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	572	368	55.60%
Biên lợi nhuận gộp	%	53.15%	58.78%	-9.57%
LNST	Tỷ VND	213	150	41.85%

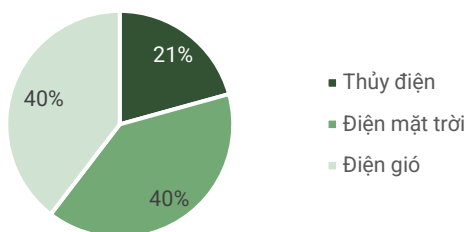
(Nguồn: GEG, PHS tổng hợp)

**Sản lượng và Doanh thu bán điện
2019 - 2022F**



(Nguồn: GEG, PHS ước tính và dự phóng)

Cơ cấu doanh thu điện năm 2022F



(Nguồn: PHS dự phóng)

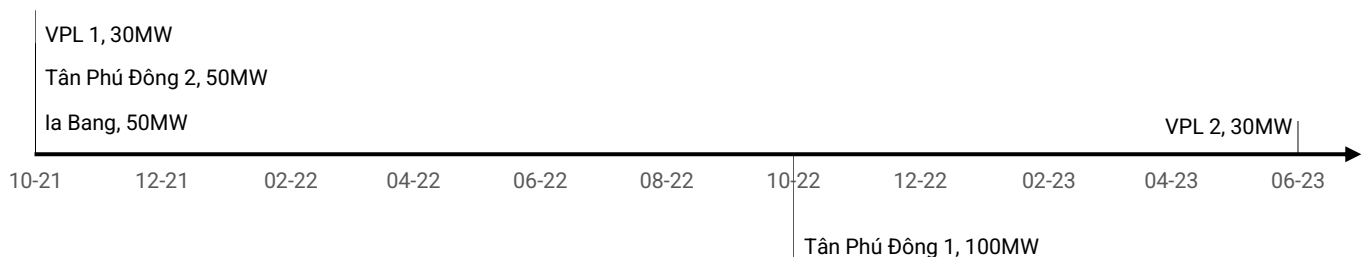
Sự tăng trưởng ấn tượng của Doanh thu thuần và LNST trong 2022H1 hầu hết đến từ sự tăng mạnh của sản lượng điện trong thời gian này. Tính trung bình, sản lượng điện trong 2022H1 đã tăng 64.1% YoY, khá phù hợp với mức tăng trưởng của Doanh thu thuần (+72.1% YoY). Trong khi đó, giá bán điện mặt trời và điện gió gần như được cố định trong nhiều năm theo biểu giá đã quy định (Giá FIT), và giá bán thủy điện cũng chỉ biến động trong biên độ hẹp.

Kể từ 2022Q1, Biên lợi nhuận gộp của công ty đã giảm nhẹ do chi phí khấu hao gia tăng từ các nhà máy điện gió mới hoạt động. Đồng thời, chi phí lãi vay tăng mạnh đã bào mòn Biên lợi nhuận ròng, hiện tại còn 19% trong 2022H1. Trước đó, công ty đã gia tăng nhanh chóng các khoản vay (+44% YoY) để kịp thời tài trợ cho 2 dự án điện gió đang triển khai là Tân Phú Đông 1 và VPL2.

Việc triển khai các dự án mới và những thách thức về khả năng thanh toán có thể xảy ra trong ngắn hạn

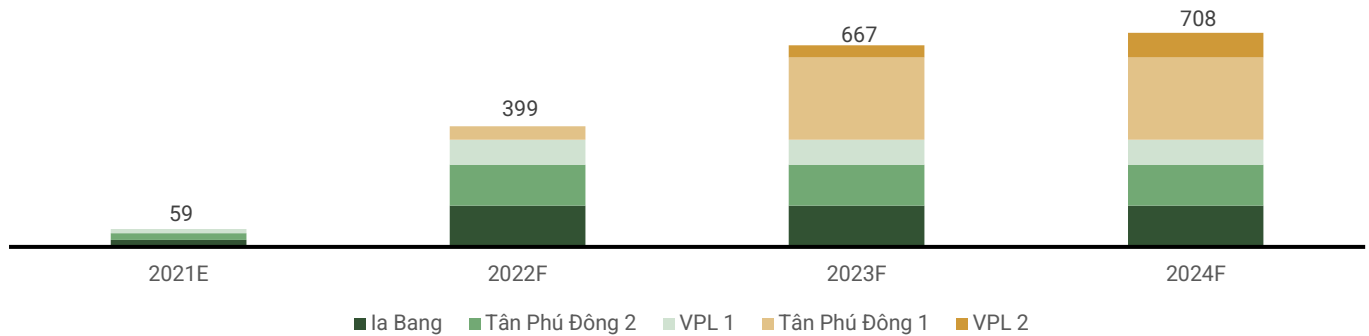
3 nhà máy điện gió đầu tiên của GEG khi đi vào hoạt động từ cuối năm 2021 đến nay đã đóng góp rất đáng kể vào tổng doanh thu từ sản xuất điện và có thể bắt kịp với điện mặt trời từ năm 2022 trở đi, cùng với sự vận hành của nhà máy Tân Phú Đông 1 (100MW) từ tháng 10 năm 2022, và sau đó là VPL2 (30MW) dự kiến vào 2023Q2. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng điện gió sẽ chiếm 40% tổng doanh thu bán điện vào năm 2022F và sẽ chiếm ưu thế với 52% vào năm 2023F, mặc dù chúng tôi đã chiết khấu giá hợp đồng của các dự án mới sẽ hoàn thành từ năm 2022 khoảng 10% so với giá FIT trước đó, vốn đã hết hiệu lực, vì chúng tôi cho rằng mức này là khả thi nhất trong khi chờ Quy hoạch điện 8 chính thức được ban hành.

**Tiến độ các dự án điện gió
2021 - 2023F**



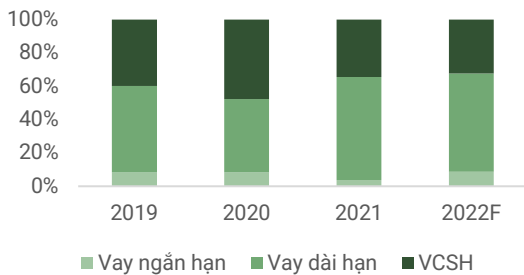
(Nguồn: GEG, PHS tổng hợp)

Sản lượng điện gió theo nhà máy (triệu kWh)
2021E - 2024F



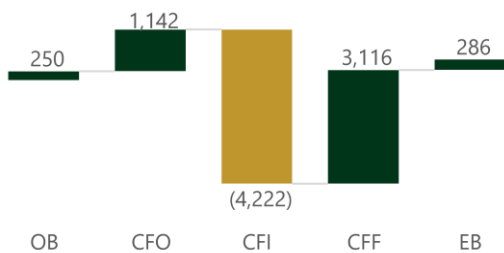
(Nguồn: GEG, PHS ước tính và dự phóng)

Cấu trúc vốn của GEG
2019 - 2022F



(Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp)

Biến động tiền (Tỷ VND) trong năm 2022F



(Nguồn: GEG, PHS dự phóng)

Tuy nhiên, để thu xếp đủ vốn cho các dự án sắp tới, GEG về cơ bản đã sử dụng đòn bẩy tài chính lớn bên cạnh các đợt chào bán cổ phiếu. Thật vậy, kể từ năm 2021, tổng các khoản vay đã tăng lên nhanh chóng và gây ra rủi ro về khả năng thanh toán ngắn hạn do tỷ số thanh toán hiện hành của công ty gần đây đã xuống dưới 1 (0.78 tại ngày 30 tháng 6 năm 2022). Nhưng chúng tôi kỳ vọng rủi ro sẽ giảm xuống mức vừa phải khi tính đến dòng tiền sẽ gia tăng khi Tân Phú Đông 1, dự án điện gió lớn nhất của GEG, đi vào hoạt động từ tháng 10 năm 2022 và đợt chào bán cổ phiếu bổ sung dự kiến thu về 425 tỷ đồng vào cuối năm nay.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E với tỷ số 22 lần theo tỷ trọng 70:30 để ước tính giá hợp lý là 28,900 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 44%. Định giá của chúng tôi đã bao gồm 2 nhà máy điện gió sắp tới với tổng công suất 130 MW nhưng chưa tính đến dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 với công suất 49 MWp do sự không chắc chắn liên quan đến chính sách khuyến khích phát triển năng lượng mặt trời, vì dự thảo mới nhất của Quy hoạch điện 8 cho thấy sẽ không phát triển thêm loại hình năng lượng này đến năm 2030F.

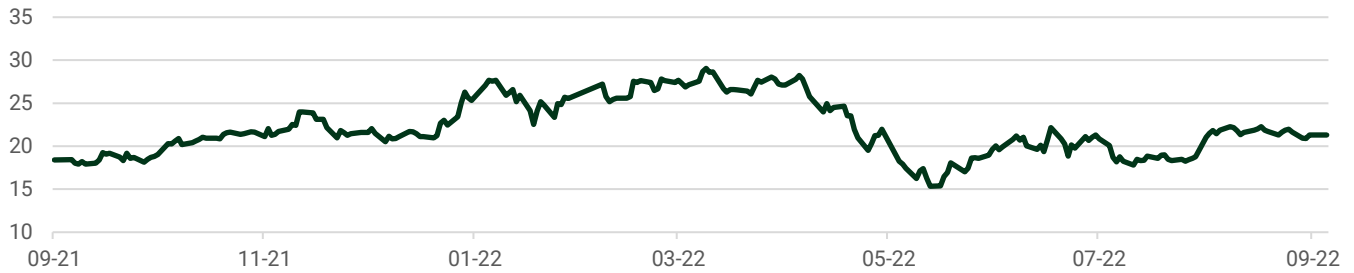
Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	NA	29,474	70%
P/E	22x	27,679	30%
Giá trị hợp lý			28,936

Bảng tính P/E cho GEG

Định giá bằng P/E	
TTM P/E của GEG	22.08
P/E mục tiêu của GEG	22.08
Forward EPS	1,258
Giá hợp lý	27,679

Định giá bằng DCF

TTM P/E của GEG



(Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp)

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Bảng: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ năm 2022 đến năm 2026

Năm tài chính	2022H2F	2023F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận ròng (trừ Lợi ích CĐ thiếu số)	208	526	666	761	908
Cộng: Khấu hao TSCĐ	530	890	875	861	847
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	(33)	(74)	187	47	19
Trừ: Mua sắm TSCĐ	(3,731)	(1,392)	(206)	(206)	(206)
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	338	802	718	624	487
FCFF	(2,687)	752	2,240	2,088	2,056

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Beta	1.4
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	3.5%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	8%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần	14.70%
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	7.04%
Thuế suất	12%
Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)	6.19%
E/V	0.49
D/V	0.51
WACC	10.38%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền (g)	1%
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value)	14,198
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	2,637
Cộng: Tiền & tương đương tiền	271
Cộng: Đầu tư tài chính ngắn hạn	7
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(7,222)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(401)
Tổng giá trị cổ phần	9,489
Số cổ phiếu đang lưu hành	321,936,902
Giá trị hợp lý	29,474

(Nguồn: PHS tổng hợp)

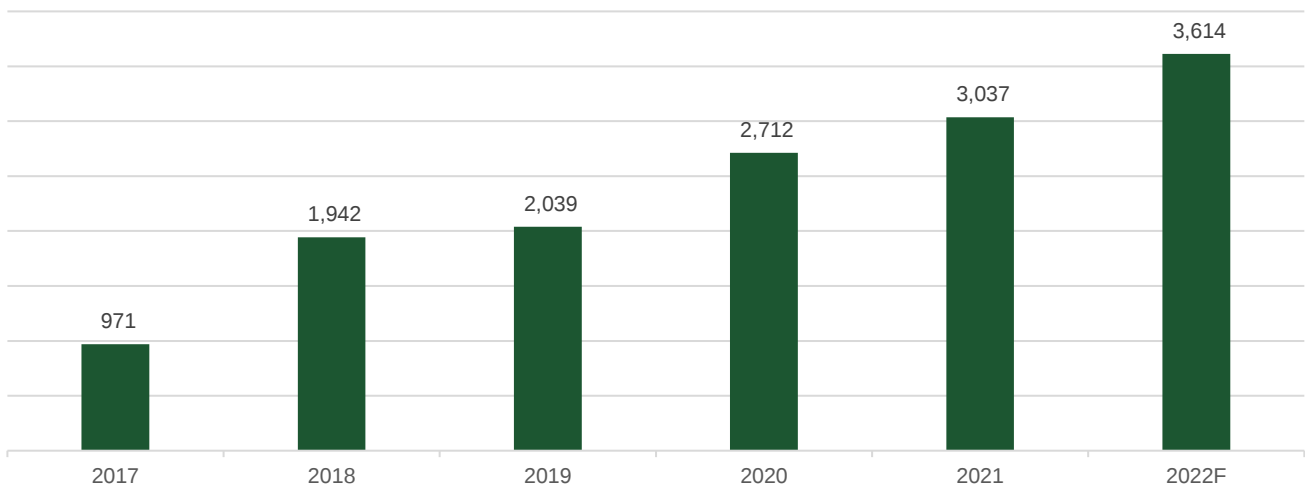


Sơ lược công ty

Công ty Cổ phần Điện Gia Lai (GEG) được thành lập năm 1989, tiền thân là Công ty Thủy điện Gia Lai - Kon Tum. Trong suốt 33 năm phát triển, GEG hiện sở hữu 12 nhà máy thủy điện vừa và nhỏ, 05 nhà máy điện mặt trời và 34 hệ thống năng lượng mặt trời trên mái nhà, 03 nhà máy điện gió với tổng công suất 545 MWp. GEG cũng đặt mục tiêu mở rộng sang các dạng năng lượng tái tạo mới, chẳng hạn như năng lượng sinh khối,... . GEG đã được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ ngày 19/09/2019.

Quá trình tăng vốn (Tỷ VND)

Vốn điều lệ (Tỷ VND)



(Nguồn: GEG, PHS dự phóng)

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
Doanh thu thuần	539	559	1,159	1,493	1,381	2,208
Giá vốn hàng bán	(227)	(253)	(510)	(733)	(614)	(1,048)
Lợi nhuận gộp	312	306	650	761	767	1,160
Chi phí bán hàng	(1)	(1)	(1)	(2)	(0)	-
Chi phí QLDN	(65)	(77)	(111)	(114)	(114)	-
Lợi nhuận từ HĐKD	246	229	538	645	653	1,160
Lợi nhuận tài chính	18	19	24	31	37	26
Chi phí lãi vay	(24)	(40)	(245)	(354)	(384)	(709)
Lợi nhuận trước thuế	230	207	304	309	369	478
Lợi nhuận sau thuế	209	187	291	295	325	420
LNST của cổ đông Công ty mẹ	154	145	251	257	283	380
Cân đối kế toán	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
Tài Sản Ngắn Hạn	486	1,230	1,190	1,779	1,316	1,755
Tiền và tương đương tiền	223	609	105	135	250	286
Đầu tư tài chính ngắn hạn	8	252	12	-	6	6
Phải thu ngắn hạn	75	110	213	321	314	454
Hàng tồn kho	26	25	314	152	146	322
Tài sản ngắn hạn khác	154	234	545	1,171	600	687
Tài Sản Dài Hạn	1,173	3,131	5,573	5,994	11,156	14,511
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	1,114	2,878	5,259	5,347	10,468	14,009
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	18	216	263	541	499	399
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	3	-	100	26
Tài sản dài hạn khác	41	37	48	105	89	77
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	1,659	4,361	6,763	7,773	12,473	16,266
Nợ phải trả	341	1,953	4,184	4,305	8,735	11,632
Nợ ngắn hạn	103	528	836	1,101	878	2,006
Nợ dài hạn	237	1,424	3,347	3,204	7,857	9,627
Vốn chủ sở hữu	1,318	2,408	2,580	3,468	3,738	4,633
Vốn góp	971	1,942	2,039	2,712	3,037	3,614
Lợi ích cổ đông thiểu số	142	231	258	411	360	365
Tổng nguồn vốn	1,659	4,361	6,763	7,773	12,473	16,266

Lưu chuyển tiền tệ	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	244	141	(333)	421	694	1,142
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	5	(1,946)	(2,642)	(937)	(3,952)	(4,222)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(93)	2,191	2,471	547	3,378	3,116
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	155	386	(504)	30	120	36
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	68	223	609	105	135	250
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	223	609	105	135	256	286
Chỉ số tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
Tăng trưởng						
Doanh thu	24.97%	3.78%	107.22%	28.80%	-7.51%	59.90%
Lợi nhuận sau thuế	55.73%	-10.53%	55.13%	1.53%	10.33%	29.14%
Tổng tài sản	6.89%	162.90%	55.10%	14.93%	60.46%	30.41%
Tổng vốn chủ sở hữu	14.54%	82.69%	7.13%	34.43%	7.78%	23.96%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	57.84%	54.69%	56.04%	50.94%	55.55%	52.55%
Tỷ suất EBIT	45.59%	40.89%	46.39%	43.17%	47.27%	52.55%
Tỷ suất EBITDA	60.34%	58.32%	70.98%	66.87%	77.45%	91.34%
Tỷ suất lãi ròng	38.82%	33.47%	25.06%	19.75%	23.56%	19.03%
ROA	12.62%	4.29%	4.30%	3.79%	2.61%	2.58%
ROE	15.88%	7.78%	11.26%	8.51%	8.71%	9.07%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	66	71	67	78	83	75
Số ngày tồn kho	34	36	225	76	112	112
Số ngày phải trả	20	530	58	187	187	187
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.70	2.33	1.42	1.62	1.50	0.87
Tỷ suất thanh toán nhanh	3.44	2.03	0.48	0.84	0.69	0.46
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.21	0.45	0.62	0.55	0.70	0.72
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.18	0.63	1.51	1.10	1.90	2.10
Vay ngắn hạn/VCSH	0.00	0.04	0.21	0.17	0.11	0.27
Vay dài hạn/VCSH	0.18	0.59	1.30	0.92	1.79	1.83

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Thiện Nhân, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam,

157 Võ Thị Sáu, Phường 6, Quận 3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,

Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,

Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai

Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,

18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801