

Tăng tốc hướng tới năng lượng xanh

MUA [+48%]

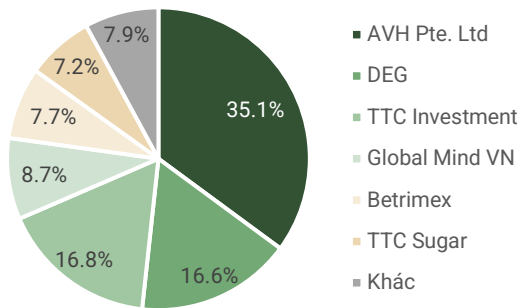
Giá hợp lý 23,000 VND
Giá hiện tại 15,500 VND

Ngày cập nhật: 29/12/2022

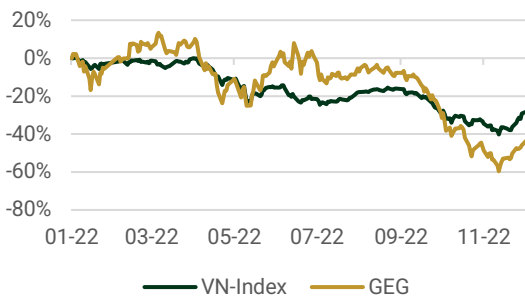
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu) 386.1
Free float (triệu) 95.6
Vốn hóa (tỷ VND) 5,676.2
KL GD TB 3 tháng (cổ phiếu) 0.7 triệu
Sở hữu nước ngoài (%) 51.7%
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 9 tháng kết thúc ngày 30/09/2022, doanh thu thuần của công ty đạt 1,597 tỷ đồng (+70% YoY), hoàn thành gần 74% dự báo của chúng tôi cho năm 2022. Và LNST cũng đạt 349 tỷ đồng (+65% YoY). Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh nhờ vào việc vận hành 3 nhà máy điện gió mới kể từ cuối năm 2021 và thoái vốn khỏi NRE mang lại khoản thu nhập tài chính 165 tỷ đồng.

Dự phóng: Chúng tôi kỳ vọng Doanh thu thuần của công ty sẽ tăng đáng kể trong năm 2023F. Theo đó, Doanh thu thuần có thể đạt 2,686 tỷ đồng và LNST đạt 426 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng lần lượt là 27.1% và -8.65% so với 2022F. Kể từ Q1/2022, Biên lợi nhuận gộp đã giảm sút do chi phí khấu hao tăng lên sau khi hoàn thành các nhà máy điện mới vào cuối năm 2021. Ngoài ra, biên lợi nhuận ròng cũng bị hao mòn do chi phí lãi vay tăng đột biến (+72% YoY), là kết quả của việc tăng đáng kể các khoản vay (+20% YoY) để tài trợ cho các dự án điện đang triển khai. Chúng tôi cho rằng tác động sẽ kéo dài đến năm 2023F, khi đó biên lợi nhuận gộp và biên suất lợi nhuận ròng sẽ giảm xuống lần lượt là 53% và 16% trong năm này.

Điểm nhấn đầu tư: (1) Sản lượng và doanh thu sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2023, nhờ nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 sắp đi vào hoạt động, dự kiến sẽ có giá bán thấp hơn khoảng 15% so với FIT trước đây và mang lại doanh thu tăng thêm 520 tỷ đồng trong năm 2023.

(2) Công ty đang đẩy nhanh phát triển dự án điện gió mới VPL2 có tổng công suất 30MW vào năm 2023, cùng với Tân Phú Đông 1, cả hai sẽ tăng gấp đôi công suất điện gió lắp đặt hiện tại sau khi hoàn thành và sẽ đóng góp hơn 670 tỷ đồng vào tổng Doanh thu thuần vào năm 2024 theo dự phóng của chúng tôi.

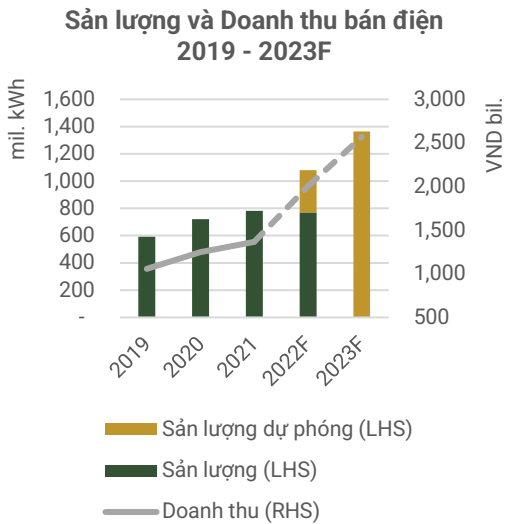
Định giá & khuyến nghị: Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 23,000 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 48%. Định giá của chúng tôi đã bao gồm 2 nhà máy điện gió sắp tới với tổng công suất 130 MW nhưng chưa tính đến dự án 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, do giá đề xuất của EVN cho các dự án điện mặt trời chuyển tiếp thấp hơn nhiều so với giá FIT trước đây (1,188 đồng/kWh đối với ĐMT mặt đất và 1,570 đồng/kWh đối với ĐMT nổi)

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.

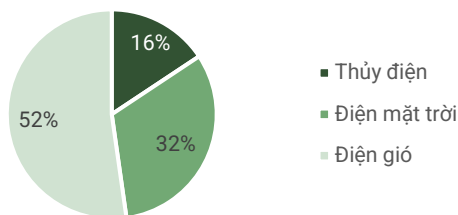
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	559	1,159	1,493	1,381	2,114	2,686
LNST (tỷ VND)	187	291	295	325	467	426
EPS (VND)	745	1,231	949	931	1,104	908
Tăng trưởng EPS (%)	-52.95%	65.21%	-22.91%	-1.88%	18.55%	-17.77%
Giá trị sổ sách (VND)	11,210	11,384	11,274	11,121	11,477	12,505
P/E	29.46	17.75	23.17	23.44	20.83	25.33
P/B	1.86	1.84	1.85	1.88	2.00	1.84
Cổ tức (VND)	1,000	700	-	400	-	-

	Đơn vị	9 tháng 2022	9 tháng 2021	%Thay đổi
Sản lượng điện	Triệu kWh	770	502	53.39%
Chỉ tiêu kinh doanh				
Doanh thu thuần	Tỷ VND	1,597	938	70.22%
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	791	549	44.11%
Biên lợi nhuận gộp	%	49.50%	58.47%	-15.34%
LNST	Tỷ VND	349	211	65.56%

(Nguồn: GEG, PHS tổng hợp)



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

Cơ cấu doanh thu điện năm 2023F


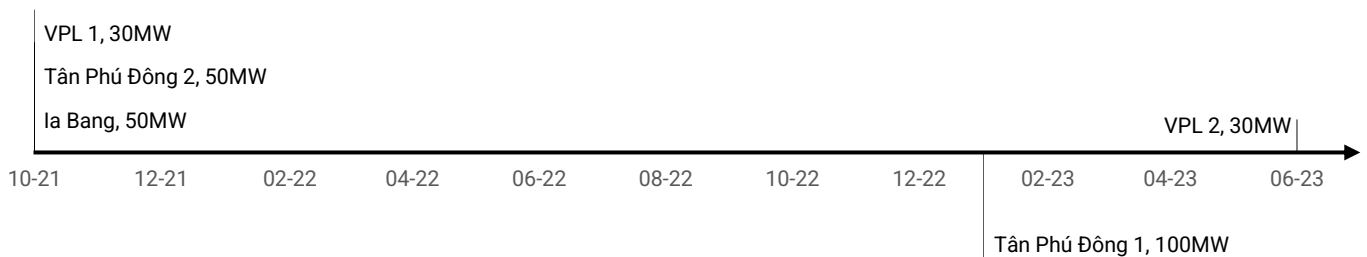
(Nguồn: PHS dự phóng)

Những kết quả Doanh thu thuần và LNST ấn tượng trong giai đoạn 9 tháng qua chủ yếu đến từ sản lượng điện tăng đột biến. Tính trung bình, Sản lượng điện tăng 53.39% YoY, đã hỗ trợ mạnh mẽ cho mức tăng của Doanh thu thuần (+70.2% YoY). Trong khi đó, giá bán điện mặt trời và điện gió gần như cố định trong nhiều năm theo Biểu giá mua bán điện đang áp dụng, còn giá bán của thủy điện thì liên tục biến động trong biên độ hẹp.

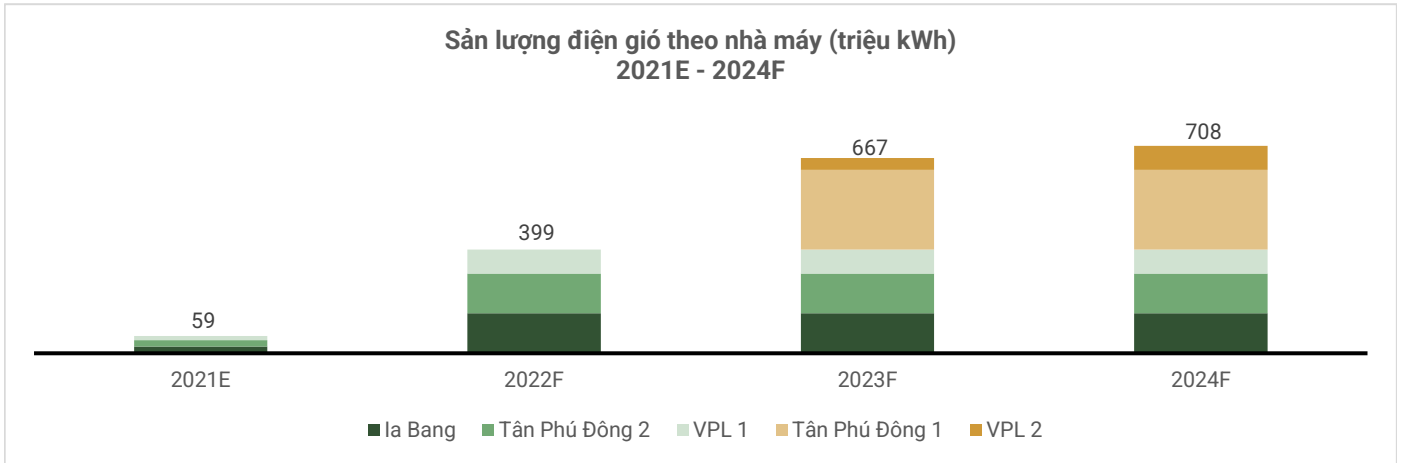
Kể từ Q1/2022, biên lợi nhuận gộp của công ty đã giảm nhẹ do chi phí khấu hao tăng lên từ các nhà máy điện gió mới. Cùng với đó, chi phí lãi vay tăng mạnh đã làm giảm biên lợi nhuận ròng, hiện là 21.8%. Trước đó, công ty đã tăng cường vay nợ (+20% YoY) để kịp thời tài trợ cho 2 dự án điện gió đang triển 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

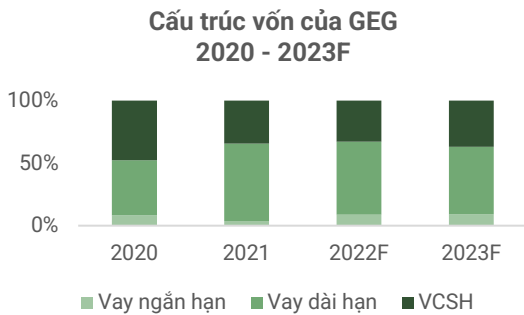
3 nhà máy điện gió đầu tiên của GEG khi đi vào hoạt động từ cuối năm 2021 đến nay đã đóng góp rất đáng kể vào tổng doanh thu từ sản xuất điện và có thể bắt kịp với điện mặt trời từ năm 2022 trở đi, cùng với sự vận hành của nhà máy Tân Phú Đông 1 (100MW) từ năm 2023, và sau đó là VPL2 (30MW) dự kiến vào 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 15% so với giá FIT trước đó, vốn đã hết hiệu lực, vì chúng tôi cho rằng mức này là khả thi nhất dựa trên giá đề xuất của EVN cho các dự án điện gió chuyển tiếp (1,590.9 đồng/kWh đối với điện gió trên bờ và 1,944.9 đồng đối với điện gió ngoài khơi) trong khi chờ Quy hoạch điện 8 chính thức được ban hành.

Tiến độ các dự án điện gió 2021 - 2023F


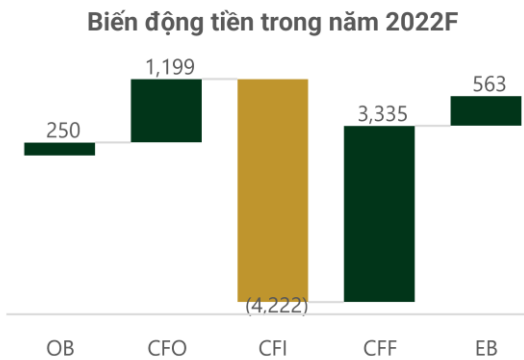
(Nguồn: GEG, PHS tổng hợp)



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



(Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp)



(Nguồn: GEG, PHS dự phóng)

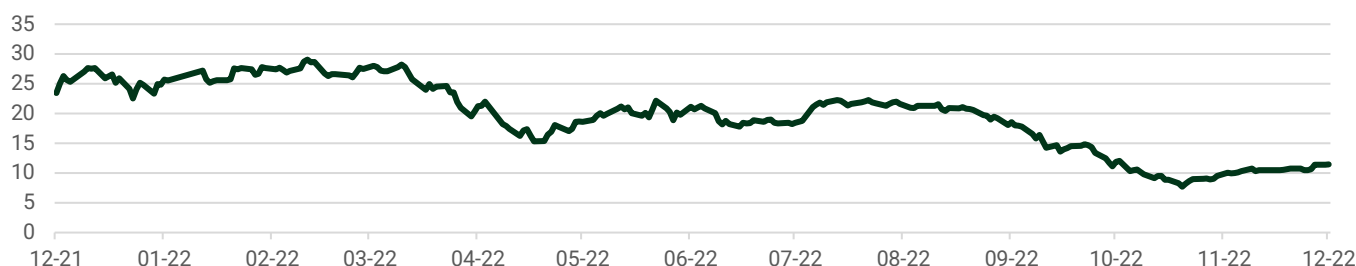
Tuy nhiên, để thu xếp đủ vốn cho các dự án sắp tới, GEG về cơ bản đã sử dụng đòn bẩy tài chính lớn bên cạnh các đợt chào bán cổ phiếu. Thật vậy, kể từ năm 2021, tổng các khoản vay đã tăng lên nhanh chóng và gây ra rủi ro về khả năng thanh toán ngắn hạn do tỷ số thanh toán hiện hành của công ty gần đây đã xuống dưới 1 (0.53 tại ngày 30 tháng 9 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 trong năm tới. GEG đã phát hành thành công 64.2 triệu cổ phiếu ưu đãi cho nhà đầu tư chiến lược là DEG trong quý 3 vừa qua.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E với tỷ số 20 lần theo tỷ trọng 70:30 để ước tính giá hợp lý là 23,000 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 48%. 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 do giá đề xuất của EVN cho các dự án điện mặt trời chuyển tiếp thấp hơn rất nhiều so với giá FIT trước đây (1,188 đồng/kWh đối với ĐMT mặt đất và 1,570 đồng/kWh đối với ĐMT nổi)

Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	NA	22,836	70%
P/E	20.x	23,379	30%
Giá trị hợp lý			22,999

Định giá bằng P/E	
TTM P/E của GEG	20.65
P/E mục tiêu của GEG	20.65
Forward EPS	1,132
Giá hợp lý	23,379

Bảng tính P/E cho GEG
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	2022Q4	2023F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận ròng (trừ Lợi ích CĐ thiểu số)	129	386	539	643	770
Cộng: Khấu hao TSCĐ	371	890	875	861	847
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	32	(238)	72	20	(173)
Trừ: Mua sắm TSCĐ	(2,559)	(1,232)	(84)	(169)	(166)
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	130	792	689	584	470
FCFF	(1,896)	599	2,092	1,939	1,748

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Beta	1.65
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	5%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	8%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần	18.20%
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	0.33
D/V	0.67
WACC	10.18%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền (g)	1%
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value)	12,743
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	2,935
Cộng: Tiền & tương đương tiền	650
Cộng: Đầu tư tài chính ngắn hạn	46
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(7,781)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(1,242)
Tổng giá trị cổ phần	7,352
Số cổ phiếu đang lưu hành	321,936,902
Giá trị hợp lý	22,836

(Nguồn: PHS tổng hợp)

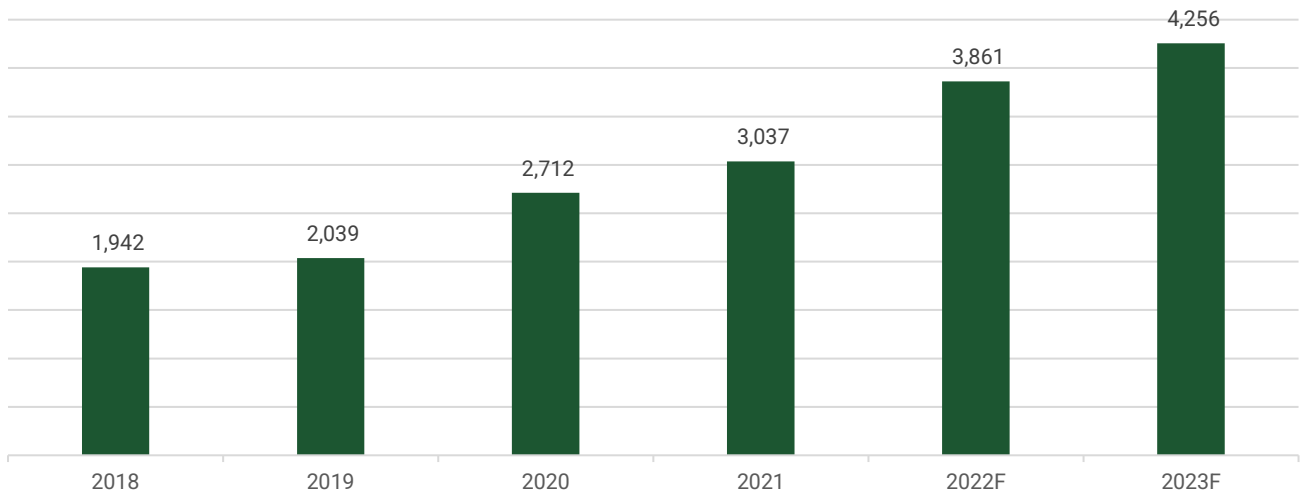


Sơ lược công ty

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	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần	559	1,159	1,493	1,381	2,114	2,686
Giá vốn hàng bán	(253)	(510)	(733)	(614)	(1,015)	(1,268)
Lợi nhuận gộp	306	650	761	767	1,099	1,417
Chi phí bán hàng	(1)	(1)	(2)	(0)	(2)	(2)
Chi phí QLDN	(77)	(111)	(114)	(114)	(125)	(159)
Lợi nhuận từ HĐKD	229	538	645	653	972	1,256
Lợi nhuận tài chính	19	24	31	37	191	21
Chi phí lãi vay	(40)	(245)	(354)	(384)	(632)	(792)
Lợi nhuận trước thuế	207	304	309	369	531	485
Lợi nhuận sau thuế	187	291	295	325	467	426
LNST của cổ đông Công ty mẹ	145	251	257	283	426	386
Cân đối kế toán	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Tài Sản Ngắn Hạn	1,230	1,190	1,779	1,316	2,002	2,570
Tiền và tương đương tiền	609	105	135	250	563	737
Đầu tư tài chính ngắn hạn	252	12	-	6	6	6
Phải thu ngắn hạn	110	213	321	314	435	559
Hàng tồn kho	25	314	152	146	312	456
Tài sản ngắn hạn khác	234	545	1,171	600	687	813
Tài Sản Dài Hạn	3,131	5,573	5,994	11,156	14,511	14,864
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	2,878	5,259	5,347	10,468	14,009	14,513
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	216	263	541	499	399	239
Đầu tư tài chính dài hạn	-	3	-	100	26	32
Tài sản dài hạn khác	37	48	105	89	77	80
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	4,361	6,763	7,773	12,473	16,513	17,434
Nợ phải trả	1,953	4,184	4,305	8,735	11,716	11,743
Nợ ngắn hạn	528	836	1,101	878	2,000	2,318
Nợ dài hạn	1,424	3,347	3,204	7,857	9,716	9,425
Vốn chủ sở hữu	2,408	2,580	3,468	3,738	4,796	5,692
Vốn góp	1,942	2,039	2,712	3,037	3,861	4,256
Lợi ích cổ đông thiểu số	231	258	411	360	365	370
Tổng nguồn vốn	4,361	6,763	7,773	12,473	16,513	17,434

Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	141	(333)	421	2,542	1,199	1,079
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,946)	(2,642)	(937)	(5,883)	(4,222)	(1,238)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	2,191	2,471	547	3,456	3,335	334
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	386	(504)	30	115	313	174
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	223	609	105	135	250	563
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	609	105	135	250	563	737
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Tăng trưởng						
Doanh thu	3.78%	107.22%	28.80%	-7.51%	53.06%	27.06%
Lợi nhuận sau thuế	-10.53%	55.13%	1.53%	10.33%	43.46%	-8.65%
Tổng tài sản	162.90%	55.10%	14.93%	60.46%	32.39%	5.58%
Tổng vốn chủ sở hữu	82.69%	7.13%	34.43%	7.78%	28.32%	18.67%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	54.69%	56.04%	50.94%	55.55%	51.99%	52.78%
Tỷ suất EBIT	40.89%	46.39%	43.17%	47.27%	45.97%	46.77%
Tỷ suất EBITDA	58.32%	70.98%	66.87%	77.45%	86.49%	79.90%
Tỷ suất lãi ròng	33.47%	25.06%	19.75%	23.56%	22.08%	15.88%
ROA	4.29%	4.30%	3.79%	2.61%	2.83%	2.45%
ROE	7.78%	11.26%	8.51%	8.71%	9.73%	7.49%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	71	67	78	83	75	76
Số ngày tồn kho	36	225	76	112	112	131
Số ngày phải trả	530	58	187	187	187	187
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.33	1.42	1.62	1.50	1.00	1.11
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.03	0.48	0.84	0.69	0.59	0.64
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.45	0.62	0.55	0.70	0.71	0.67
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.63	1.51	1.10	1.90	2.05	1.70
Vay ngắn hạn/VCSH	0.04	0.21	0.17	0.11	0.27	0.25
Vay dài hạn/VCSH	0.59	1.30	0.92	1.79	1.78	1.45

(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