

## ĐHCĐ 2023: Hướng tới năng lượng xanh dù gặp nhiều trở ngại

### MUA [+13%]

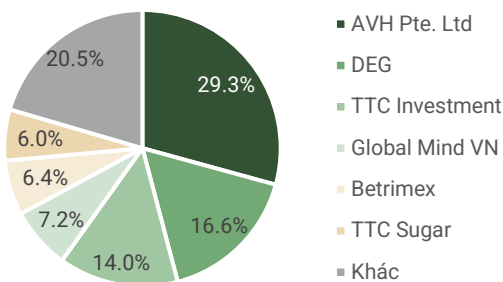
Ngày cập nhật: 04/05/2023

Giá hợp lý 18,600 VND  
Giá hiện tại 16,400 VND

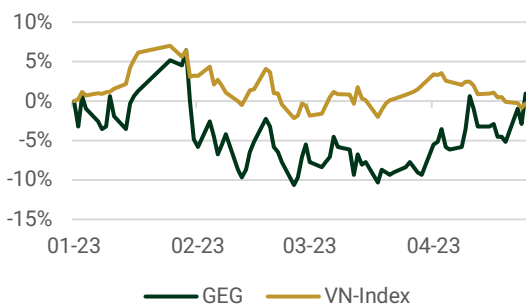
### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu) 386.1  
Free float (triệu) 95.6  
Vốn hóa (tỷ VND) 6,225.4  
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) 0.9 triệu  
Sở hữu nước ngoài (%) 45.9%  
Ngày niêm yết đầu tiên 21/03/2017

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI INDEX



### LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ



### Những điểm chính:

**Kế hoạch kinh doanh:** Năm 2023, doanh thu thuần và LNST dự kiến lần lượt là 2,785 tỷ đồng và 155 tỷ đồng. Kế hoạch này dựa trên giả định rằng sản lượng điện sẽ đạt 1.3 tỷ kWh trong năm nay, trong đó, điện gió sẽ chiếm tỷ trọng cao nhất với 537 triệu kWh (chiếm 68%). Mức LNST này thấp hơn đáng kể so với dự báo của chúng tôi (Doanh thu thuần đạt 2,481 tỷ đồng và LNST là 253 tỷ đồng). Dù công ty sẽ rơi vào giai đoạn khó khăn, chúng tôi vẫn cho rằng kế hoạch này là tương đối thận trọng khi mảng điện mặt trời của công ty có thể hưởng lợi đáng kể từ chu kỳ El Nino sắp diễn ra ngay trong năm 2023.

**Dự án điện gió Tân Phú Đông 1:** Dự án hiện tại đã hoàn thành việc thi công lắp đặt và ban lãnh đạo kỳ vọng dự án sẽ đi vào hoạt động từ quý 3 năm 2023, sau khi hoàn thành thỏa thuận giá bán điện với EVN với mức thấp hơn giá FIT trước đó khoảng 15-20%. Từ cơ sở đó, chúng tôi ước tính dự án Tân Phú Đông 1 sẽ đóng góp sản lượng hơn 140 triệu kWh và mang về thêm 282 tỷ đồng doanh thu thuần cho công ty trong năm 2023.

**Kế hoạch cổ tức:** Trong năm 2023, công ty dự kiến chia cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 6% để tăng vốn điều lệ (sở hữu 100 cổ phiếu sẽ nhận được 6 cổ phiếu mới).

**Điểm nhấn đầu tư:** (1) Sản lượng và doanh thu sẽ tăng đáng kể trong năm 2023, nhờ nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 sắp đi vào hoạt động, với giá bán thấp hơn khoảng 15% so với FIT trước đây và mang lại doanh thu tăng thêm 282 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 2024, 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 660 tỷ đồng vào tổng Doanh thu thuần vào năm 2025 theo dự phóng của chúng tôi.

(3) Việc EVN được phép tăng 3% giá điện ngay trong tháng 5 năm 2023 có thể giúp cải thiện tình hình công nợ với GEG, từ đó giúp giải tỏa áp lực dòng tiền. Chúng tôi kỳ vọng đợt tăng giá tiếp theo (khoảng 5%) sẽ diễn ra vào nửa cuối năm 2023.

**Định giá & khuyến nghị:** Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 18,600 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 13%. 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; (4) Rủi ro dòng tiền do EVN chậm thanh toán.

Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	559	1,159	1,493	1,381	2,093	2,481
LNST (tỷ VND)	187	291	295	325	371	253
EPS (VND)	745	1,231	949	931	818	517
Tăng trưởng EPS (%)	-52.95%	65.21%	-22.91%	-1.88%	-12.21%	-36.76%
Giá trị sổ sách (VND)	11,210	11,384	11,274	11,121	11,078	10,933
P/E	22.06	13.29	17.35	17.55	19.14	36.01
P/B	1.40	1.37	1.39	1.41	1.41	1.70
Cổ tức (VND)	1,000	700	-	400	-	-

## Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E với tỷ số 16 lần theo tỷ trọng 70:30 để ước tính giá hợp lý là 18,600 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 13%. 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	22,968	70%
P/E	16.0	8,474	30%
Giá trị hợp lý			18,620

## Bảng tính P/E cho GEG

TTM P/E của GEG



(Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp)

Định giá bằng P/E	
TTM P/E của GEG	16.0
<b>P/E mục tiêu của GEG</b>	<b>16.0</b>
Forward EPS (VND)	530
<b>Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)</b>	<b>8,474</b>

**Định giá bằng DCF**
**Bảng:** Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ năm 2023 đến năm 2027

Năm tài chính	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Lợi nhuận ròng</b>	253	412	499	555	625
Cộng: Khấu hao TSCĐ	875	909	893	877	861
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	(577)	232	141	(509)	33
Trừ: Mua sắm TSCĐ	12	(1,042)	(172)	(168)	(208)
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	741	654	605	541	464
<b>FCFF</b>	<b>1,304</b>	<b>1,165</b>	<b>1,967</b>	<b>1,297</b>	<b>1,775</b>

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta	1.21
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	5%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	8%
<b>Chi phí sử dụng vốn cổ phần</b>	<b>14.68%</b>
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	6.95%
Thuế suất	12%
<b>Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)</b>	<b>6.12%</b>
E/V	0.38
D/V	0.62
<b>WACC</b>	<b>9.40%</b>
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền (g)	1%
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value)	13,618
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	5,705
Cộng: Tiền & tương đương tiền	334
Cộng: Đầu tư tài chính ngắn hạn	491
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(9,927)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(1,352)
<b>Tổng giá trị cổ phần</b>	<b>8,869</b>
Số cổ phiếu đang lưu hành	386,136,902
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>22,968</b>

(Nguồn: PHS tổng hợp)

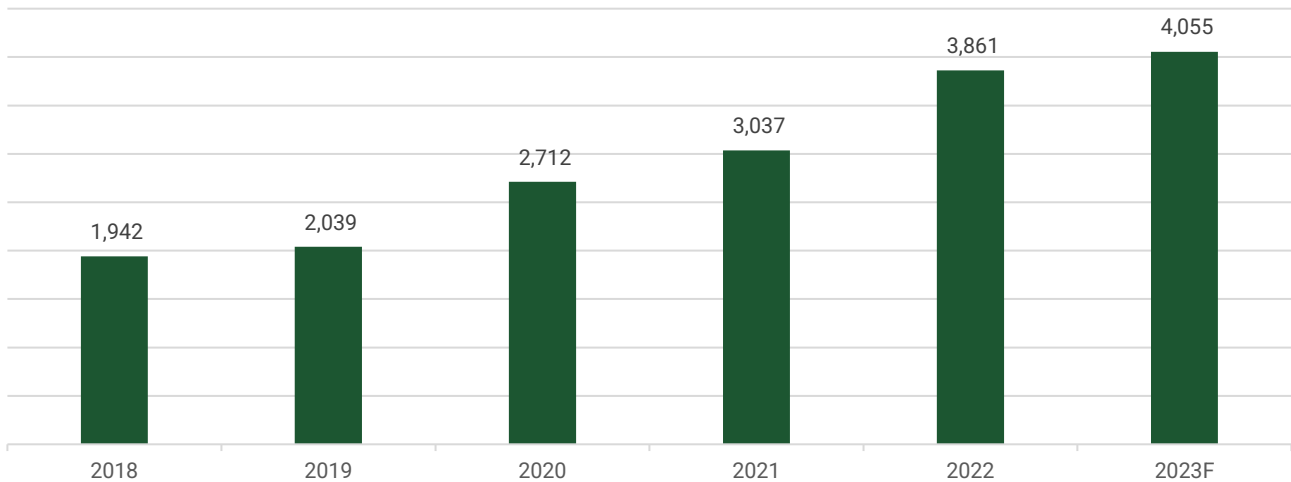


### Sơ lược công ty

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



(Nguồn: GEG, PHS dự phóng)

## Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần	559	1,159	1,493	1,381	2,093	2,481
Giá vốn hàng bán	(253)	(510)	(733)	(614)	(1,082)	(1,281)
Lợi nhuận gộp	306	650	761	767	1,011	1,200
Chi phí bán hàng	(1)	(1)	(2)	(0)	(0)	(2)
Chi phí QLDN	(77)	(111)	(114)	(114)	(160)	(190)
Lợi nhuận từ HĐKD	229	538	645	653	851	1,009
Lợi nhuận tài chính	19	24	31	37	214	21
Chi phí lãi vay	(40)	(245)	(354)	(384)	(592)	(741)
Lợi nhuận trước thuế	207	304	309	369	407	288
Lợi nhuận sau thuế	187	291	295	325	371	253
LNST của cổ đông Công ty mẹ	145	251	257	283	316	210
Cân đối kế toán	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>1,230</b>	<b>1,190</b>	<b>1,779</b>	<b>1,316</b>	<b>2,118</b>	<b>2,273</b>
Tiền và tương đương tiền	609	105	135	250	334	169
Đầu tư tài chính ngắn hạn	252	12	-	6	491	248
Phải thu ngắn hạn	110	213	321	314	359	544
Hàng tồn kho	25	314	152	146	155	483
Tài sản ngắn hạn khác	234	545	1,171	600	780	829
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>3,131</b>	<b>5,573</b>	<b>5,994</b>	<b>11,156</b>	<b>15,000</b>	<b>14,064</b>
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	2,878	5,259	5,347	10,468	9,941	13,462
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	216	263	541	499	4,877	470
Đầu tư tài chính dài hạn	-	3	-	100	113	54
Tài sản dài hạn khác	37	48	105	89	69	78
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>4,361</b>	<b>6,763</b>	<b>7,773</b>	<b>12,473</b>	<b>17,118</b>	<b>16,337</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,953</b>	<b>4,184</b>	<b>4,305</b>	<b>8,735</b>	<b>11,488</b>	<b>10,565</b>
Nợ ngắn hạn	528	836	1,101	878	2,071	2,598
Nợ dài hạn	1,424	3,347	3,204	7,857	9,418	7,966
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,408</b>	<b>2,580</b>	<b>3,468</b>	<b>3,738</b>	<b>5,630</b>	<b>5,772</b>
Vốn góp	1,942	2,039	2,712	3,037	3,861	4,055
Lợi ích cổ đông thiểu số	231	258	411	360	1,352	1,339
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>4,361</b>	<b>6,763</b>	<b>7,773</b>	<b>12,473</b>	<b>17,118</b>	<b>16,337</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	141	(333)	421	2,542	496	309
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(1,946)	(2,642)	(937)	(5,883)	(4,405)	313
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	2,191	2,471	547	3,456	3,993	(787)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	386	(504)	30	115	84	(165)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	223	609	105	135	250	334
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	609	105	135	250	334	169
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Tăng trưởng						
Doanh thu	3.78%	107.22%	28.80%	-7.51%	51.56%	18.52%
Lợi nhuận sau thuế	-10.53%	55.13%	1.53%	10.33%	13.87%	-31.65%
Tổng tài sản	162.90%	55.10%	14.93%	60.46%	37.25%	-4.56%
Tổng vốn chủ sở hữu	82.69%	7.13%	34.43%	7.78%	50.62%	2.53%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	54.69%	56.04%	50.94%	55.55%	48.32%	48.38%
Tỷ suất EBIT	40.89%	46.39%	43.17%	47.27%	40.64%	40.65%
Tỷ suất EBITDA	58.32%	70.98%	66.87%	77.45%	71.77%	75.93%
Tỷ suất lãi ròng	33.47%	25.06%	19.75%	23.56%	17.70%	10.21%
ROA	4.29%	4.30%	3.79%	2.61%	2.16%	1.55%
ROE	1.00%	11.26%	8.51%	8.71%	6.58%	4.39%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	71	67	78	83	63	80
Số ngày tồn kho	36	225	76	112	138	138
Số ngày phải trả	530	58	187	187	413	262
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.33	1.42	1.62	1.50	1.02	0.87
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.03	0.48	0.84	0.69	0.61	0.43
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.45	0.62	0.55	0.70	0.67	0.65
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.63	1.51	1.10	1.90	1.76	1.60
Vay ngắn hạn/VCSH	0.04	0.21	0.17	0.11	0.12	0.25
Vay dài hạn/VCSH	0.59	1.30	0.92	1.79	1.65	1.35

(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