

GEG – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 25/06/2022)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	22.750
KLGD TB 10 ngày	2.975.810
Vốn hoá (tỷ đồng)	6.986
Số lượng CPLH (triệu CP)	321.9
Giá mục tiêu	29.800
Upside	+31,5%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trịnh Văn Hà
tvha@vcbs.com.vn
+84-2838200796 ext 643

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

GEG – KỶ VỌNG DỰ ÁN CHUYỂN TIẾP

CÁC ĐIỂM NHẤN CHÍNH

- Quy hoạch điện 8 có thể được phê duyệt với kịch bản chuyển đổi năng lượng ưu tiên phát triển các dự án NLTT đặc biệt là điện gió trong giai đoạn từ giờ đến 2030 và giai đoạn 2045 có thêm điện mặt trời và Pin lưu trữ
- Có thể có chính sách dành cho các dự án điện gió, ĐMT chuyển tiếp (đã ký hợp đồng PPA nhưng chưa được COD đúng hạn hưởng giá FIT gần nhất).
- Dự kiến sẽ hoàn thành xong dự án điện gió Tân Phú Đông 1 (100 MW) thuộc danh mục dự án điện gió chuyển tiếp, ngoài ra còn 1 trụ điện gió của dự án VPL (công suất 4.8 MW) dự kiến sẽ được hưởng chính sách cho các dự án chuyển tiếp này.
- Tiếp tục phát triển các dự án điện gió, điện mặt trời sau khi có chính sách mới. Danh mục dự án sẵn sàng phát triển hiện tại có điện gió VPL Bến Tre GD 2 (30 MW) và ĐMT Đức Huệ 2 (49 MWp).

ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi đánh giá GEG là công ty có tiềm năng hưởng lợi nhất từ các chính sách giá bán mới cho các dự án điện gió, điện mặt trời chuyển tiếp cùng kế hoạch đầu tư các dự án NLTT khá tham vọng. Dòng tiền hoạt động từ các dự án về tốt đảm bảo cho việc trả nợ và các nhu cầu đầu tư mới.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2022 đạt 2.037 tỷ đồng (+48% yoy), LNST dành cho cổ đông cty mẹ đạt 386 tỷ đồng (+36% yoy). EPS đạt 1.198 đồng/cổ phiếu, P/E forward ở mức 18,11 lần.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với GEG với giá mục tiêu đạt 29.800 đồng/cổ phiếu, upside 31,5% so với giá đóng cửa ngày 24/06/2022.

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022F	2023F
DTT (tỷ đồng)	1.495	1.381	2.037	2.786
+/- yoy (%)	29%	-8%	48%	37%
LNST (tỷ đồng)	258	283	386	537
+/- yoy (%)	3%	9%	36%	39%
VCSH (tỷ đồng)	3.469	3.738	4.157	4.725
Nợ/TTS (%)	49%	66%	69%	63%
TS LN gộp (%)	50,59%	55,55%	55,10%	54,83%
ROA (%)	3,56%	2,79%	2,69%	3,36%
ROE (%)	8,55%	7,85%	9,77%	12,10%
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EPS (đồng)	953	931	1.198	1.669
P/E	22,77	23,30	18,11	13,00
BVPS (đồng)	12.793	12.307	12.911	14.676
P/B	1,78	1,85	1,76	1,55

KQKD

KQKD Quý 1 tăng trưởng vượt trội nhờ các dự án điện gió đi vào hoạt động đúng mùa gió chính.

Cụ thể, Doanh thu Q1.2022 đạt 570 tỷ đồng (+87,1% yoy) nhờ sự hoạt động của 125,2 MW điện gió từ T11.2021. Mùa gió chính của các dự án diễn ra từ tháng 11 đến tháng 2 hàng năm.

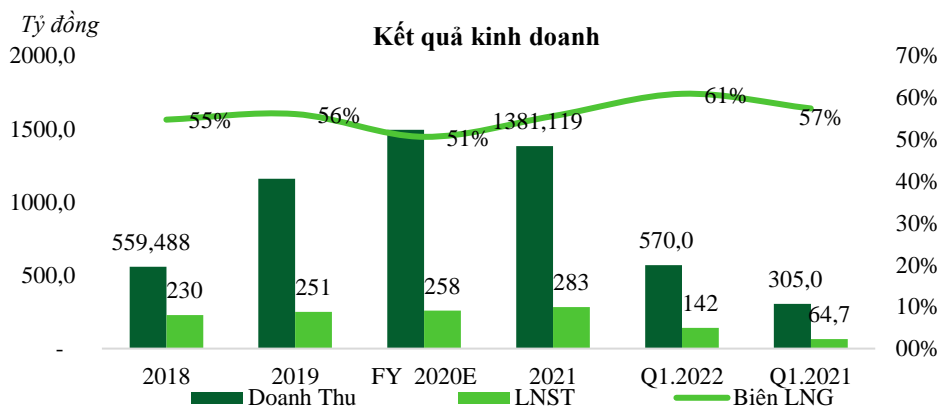
Chi phí tài chính tăng mạnh đạt 145 tỷ đồng (+86% yoy) do hết được vốn hóa lãi vay.

Các chi phí khác biến động không nhiều.

LNTT đạt 183 tỷ đồng (+122% yoy), đạt 53% kế hoạch năm.

LNST dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 142 tỷ đồng (+127% yoy).

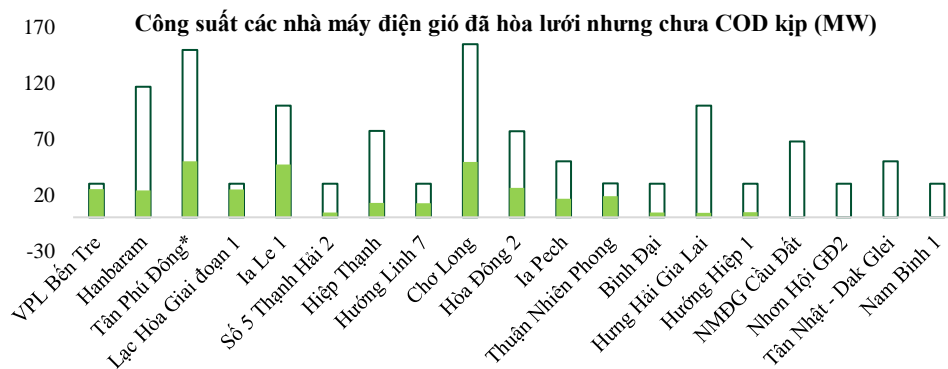
Tuy nhiên Q2.2022 và Q3.2022 có thể LNST của GEG sẽ chỉ tăng trưởng nhẹ do áp lực chi phí khấu hao, lãi vay cao nhưng các dự án điện gió vào mùa thấp điểm khiến sản lượng có thể đạt đáy trong năm. Tăng trưởng nhanh sẽ quay trở lại vài Q4.2023 khi đến mùa gió chính và điện gió chạy đủ quý thay vì 2 tháng trong năm ngoài.



Nguồn: GEG, VCBS

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Kỳ vọng có chính sách mới cho các dự án điện gió, ĐMT chuyển tiếp. Đây là các dự án đã có trong QHĐ 7 điều chỉnh và đã ký hợp đồng PPA nhưng chưa kịp đưa vào vận hành ngày 30/10/2021 để hưởng giá FIT 1 với 8,5 Uscent/kWh đối với điện gió trên bờ và 9,8 Uscent/kWh với điện gió ngoài biển và FIT 2 của điện mặt trời với hạn cuối là ngày 31/12/2020.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Hiện nay có tới 178 MW điện gió đã hòa lưới nhưng chưa kịp COD đúng hạn và chưa được phát điện, trong đó GEG còn 1 trụ điện gió tại dự án VPL với công suất 4,8 MW. Ngoài ra còn 711.55 MW công suất chưa hòa lưới của các dự án hòa lưới 1 phần dự án và còn hơn 3.300 MW công suất đã ký hợp đồng nhưng chưa xây dựng/bắt đầu triển khai xây dựng do CĐT xác định sẽ không kịp COD đúng hạn.

Các dự án COD một phần và đã hòa lưới nhưng chưa kịp thời hạn COD không được bán điện trong khi thường sử dụng đòn bẩy nợ cao khiến cho mặc dù đã có đủ các điều kiện để có thể bán điện nhưng lại không được bán điện để trả nợ ngân hàng và nhiều chủ đầu tư có thể lâm vào cảnh phá sản nếu không có chính sách giá bán cho những dự án loại này sớm.

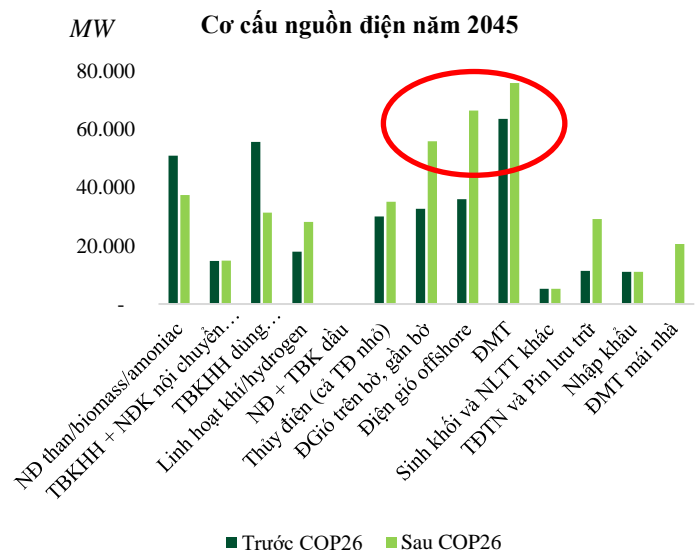
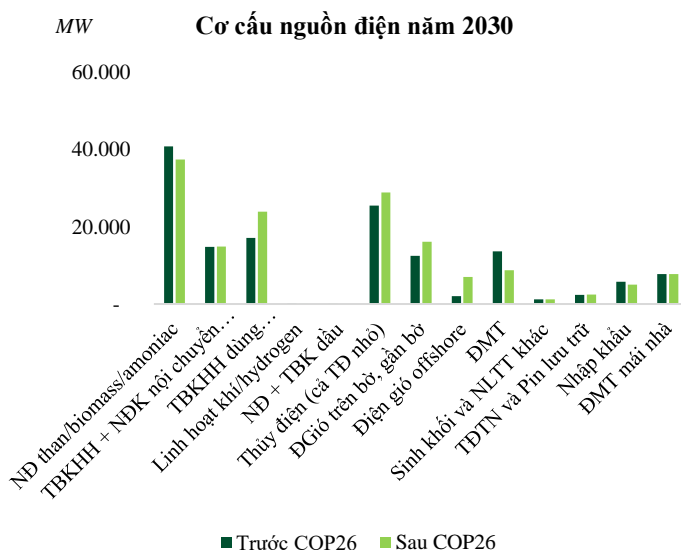
Chúng tôi kỳ vọng chính sách mới có thể là thỏa thuận giá bán như các dự án thủy điện/nhiệt điện hiện tại và căn cứ theo mức IRR khoảng 12%.

Quy hoạch điện 8 có thể được phê duyệt theo phiên bản lần 6 và có chút chỉnh sửa. Với kế hoạch phát triển mạnh NLTT của mình, GEG sẽ là cái tên có tiềm năng đáng kể. Sau khi tham dự hội nghị về chống biến đổi khí hậu (COP26), Việt Nam có ký cam kết với hành trình “net zero” cho tới năm 2050 nếu được các tổ chức nước ngoài giúp đỡ. Và đây cũng là xu hướng mới để thu hút đầu tư nước ngoài mà Việt Nam rất đang chú trọng.

Theo đó, tới năm 2030, theo kịch bản chuyển đổi năng lượng, Điện gió trên bờ/gần bờ được nâng công suất lên hơn 16.000 MW, gấp 4 lần công suất hiện tại và điện gió ngoài khơi dự kiến có công suất 7.000 MW. Một dự án trên bờ cần phải tốn thời gian ít nhất 02 năm và điện gió ngoài khơi cần ít nhất 04 – 05 năm để hoàn thành do tốn thời gian khảo sát, xin giấy phép đầu tư, xây dựng.... Để đạt được mục tiêu này thì cần có chính sách cho các dự án điện gió sớm.

Điện mặt trời dự kiến hầu như không phát triển thêm cho tới năm 2030 đặc biệt là điện mặt trời áp mái.

Tới năm 2045: Duy trì ND than từ năm 2030, không phát triển mới và có định hướng chuyển đổi sang sử dụng đốt biomass/ammoniac. Trước COP26, TBKHH sẽ là một trong những nguồn phát triển mạnh nhất nhưng đến lần này đã giảm tới 44% so với công suất trước đó mà chủ yếu tập trung vào tăng mạnh Điện gió gần bờ/trên bờ và ngoài khơi, ĐMT. Ngoài ra còn phát triển công nghệ lưu trữ điện năng khi lúc này tỷ lệ NLTT đã lên tới 49% nguồn điện với đặc điểm biến thiên mạnh và có thể công nghệ lưu trữ điện đã phát triển với mức giá tốt hơn.



Nguồn: EVN, VCBS tổng hợp

GEG đang tiếp tục đầu tư vào các dự án NLTT. Trước mắt, hiện GEG đang đầu tư dự án điện gió Tân Phú Đông 1 với tổng công suất 100 MW, giúp tăng công suất điện gió thêm 77% và có thể hoàn thành

ngay trong năm 2023 và đem về doanh thu hàng năm khoảng 600 – 620 tỷ đồng.

Ngoài ra, GEG còn dự án VPL giai đoạn 2 với công suất 30 MW đã chuẩn bị sẵn các thủ tục pháp lý và sẵn sàng triển khai khi có chính sách có các dự án mới.

Về Điện mặt trời, hiện công ty cũng còn 1 dự án là Đức Huệ 2 với công suất 49 MWp đã đầy đủ thủ tục pháp lý và sẵn sàng triển khai trong vòng 3 – 4 tháng nếu có chính sách mới.

Ngoài ra, công ty có kế hoạch sẽ tiếp tục đầu tư các dự án NLTT khác trong thời gian tới.

Dự án mới	VPL2	Tân Phú Đông 1	Đức Huệ 2
Công suất (MW)	30	100	49 (MWp)
Vốn đầu tư (Tỷ đồng)	1320	4400	833
Suất đầu tư (tỷ/MW)	44	44	17
Tốc độ gió (m/s)	6,75	6,41 - 7,18	n/a
Thời gian vận hành	2023 - 2024	2022	2023
Giá mua điện (Cent)	8,5 - 8,8	8,5 - 8,8	6,3
Địa điểm	Bến Tre	Tiền Giang	Long An

Nguồn: GEG, VCBS ước tính

ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đánh giá GEG là công ty có tiềm năng hưởng lợi nhất từ các chính sách giá bán mới cho các dự án điện gió, ĐMT chuyển tiếp cùng tham vọng đầu tư các dự án NLTT khác tham vọng. Dòng tiền hoạt động từ các dự án về tốt đảm bảo cho việc trả nợ và các nhu cầu đầu tư mới.

Chúng tôi có các giả định như sau:

- Giá bán cho các dự án điện gió, ĐMT chuyển tiếp (4,8 MW dự án VPL và 100 MW dự án Tân Phú Đông 1) được doanh nghiệp thỏa thuận khoảng 8,8 Uscent/kWh, dự án Đức Huệ 2 (49 MWp) có mức giá bán 6,3 cent/kWh. Chúng tôi chưa đưa định giá dự án VPL GD 2 vào định giá. Các công ty con khác được định giá dựa trên giá trị sổ sách.
- Dự án Tân Phú Đông 1 sẽ hoàn thành trong năm 2022 và hoạt động, được bán điện trong năm 2023.
- Dự án Đức Huệ 2 có thể đi vào hoạt động từ năm 2023 ngay sau khi có chính sách mới về giá bán.
- Tỷ lệ cắt giảm công suất trung bình của các dự án điện mặt trời khoảng 4% từ năm 2022 đến 2023, sau đó giảm về 3% từ 2024 – 2026, tiếp tục còn 2% trong 2027 – 2028 và sau đó được phát toàn bộ.
- Tỷ lệ cắt giảm công suất của điện gió khoảng 1%.

Chúng tôi sử dụng phương pháp cộng thành phần và chiết khấu dòng tiền để định giá công ty.

Đối với phương pháp cộng thành phần, chúng tôi chia ra các mảng hoạt động riêng như: Thủy điện, điện mặt trời, điện gió.

Định giá cụ thể như sau:

Mảng hoạt động	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)
Thủy điện	P/E	2.042
Điện gió	DCF	4.349

ĐMT	DCF	3.720
Khác	Book value	662
Điều chỉnh	Book value	(1.168)
Tổng (tỷ đồng)		9.604
Giá/CP		29.831
<i>Upside/downside</i>		<i>31,1%</i>

Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền:

Chúng tôi sử dụng chi phí vốn: $Re = 10,7\%$ $Rd = 8\%$, WACC theo cơ cấu vốn từng năm, WACC mục tiêu dài hạn đạt 8.78%.

FCFF	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	2.037	2.786	2.803	2.805	2.801
EBITDA:	1.641	2.074	2.030	2.005	2.003
LN hoạt động KD	978	1.330	1.343	1.317	1.315
Trừ: Thuế	(19)	(31)	(31)	(49)	(51)
Cộng: Khấu hao	663	744	687	688	688
Trừ: Vốn lưu động	611	(87)	(3)	119	0
Trừ: Đầu tư	(4.583)	(24)	(24)	(24)	(24)
FCFF	(2.349)	1.932	1.972	2.050	1.928
Giá trị hiện tại của FCFF	(2.244)	1.696	1.592	1.521	1.315
Giá trị hiện tại của FCFF tới hạn					17.065
Điều chỉnh					(11.291)
Giá trị hợp lý của vốn					9.654
Số lượng cổ phiếu (triệu)					322
Giá trị hợp lý					29.988

Tổng hợp định giá:

Định giá	Giá (Đồng)	Tỷ trọng
FCFF	29.988	50%
SOTP	29.831	50%
Giá hợp lý	29.909	

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với GEG với giá mục tiêu 29.900 đồng/cổ phiếu (upside 31,5% so với giá đóng cửa ngày 24/6/2022).

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thời tiết. Diễn biến thời tiết khó lường sẽ ảnh hưởng tới sản lượng thủy điện, ĐMT lần điện gió.

Rủi ro giá bán cho các dự án điện gió, ĐMT chuyển tiếp thấp hơn dự kiến hoặc kéo dài khiến các dự án đã hoàn thành nhưng không bán được gây tăng áp lực trả lãi.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Tiền và các khoản tương đương tiền	308	308	308	1264	2818
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	642	763	768	692	691
Hàng tồn kho	167	229	230	231	230
Tài sản ngắn hạn khác	41	56	56	56	56
Tài sản ngắn hạn	1158	1356	1362	2242	3795
Tài sản cố định	15202	14482	13819	13155	12491
Các khoản đầu tư dài hạn	100	100	100	100	100
Tài sản dài hạn khác	54	54	54	54	54
Tài sản dài hạn	15356	14636	13973	13309	12645
TỔNG TÀI SẢN	16513	15991	15334	15551	16440
Các khoản phải trả	469	645	646	646	646
Vay nợ ngắn hạn	3329	2101	655	0	0
Nợ ngắn hạn khác	362	297	298	341	340
Nợ ngắn hạn	4219	3129	1714	1133	1166
Vay nợ dài hạn	7857	7857	7857	7857	7857
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn	7857	7857	7857	7857	7857
NỢ PHẢI TRẢ	12077	10986	9571	8990	9023
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	3037	3037	3037	3037	3037
Lợi nhuận chưa phân phối	517	947	1558	2202	2893
Cổ phiếu quỹ	38	38	38	38	38
Vốn khác	565	703	850	1004	1169
VỐN CHỦ SỞ HỮU	4157	4725	5483	6281	7137
Lợi ích cổ đông thiểu số	412	470	531	593	657
TỔNG NGUỒN VỐN	12077	10986	9571	8990	9023

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	2.037	2.786	2.803	2.805	2.801
GVHB	-915	-1.258	-1.260	-1.261	-1.260
Lợi nhuận gộp	1.123	1.528	1.542	1.544	1.541
Chi phí bán hàng	-2	-3	-3	-3	-3
Chi phí QLDN	-143	-195	-196	-224	-224
EBIT	978	1.330	1.343	1.317	1.315
Doanh thu tài chính	14	15	15	39	102
Chi phí tài chính	-535	-719	-693	-630	-629
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN liên kết liên doanh	-52	-58	-60	-62	-63
LNTT	405	568	606	664	725
Chi phí thuế TNDN	-19	-31	-31	-49	-51
LNST	386	537	574	615	674
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-52	-58	-60	-62	-63
LNST cổ đông công ty mẹ	438	595	635	677	737
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1.198	1.669	1.784	1.910	2.093

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	1699	1237	1303	1444	1324
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	-4.563	-9	-9	15	78
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	2922	(1228)	(1295)	(503)	152
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	57	0	0	957	1554
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	250	308	308	308	1264
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	308	308	308	1264	2818
ROE	10%	12%	11%	10%	10%
ROA	3%	3%	4%	4%	4%

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi
Phó trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Trịnh Văn Hà
Chuyên viên phân tích
Tvha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-236) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630