Danh mục dự án năng lượng tái tạo giàu tiềm năng nhưng phải chờ đợi chính sách

- Trong Q1/2024, GEG đạt doanh thu thuần và LNST lần lượt là 739 tỷ đồng và 126 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 32% và 97% so với kế hoạch đề ra.
- Tại đại hội GEG đặt kế hoạch kinh doanh cho năm 2024 tương đối lạc quan nhờ việc vận hành nhà máy Tân Phú Đông 1 và đồng thời, đặt ra định hướng phát triển thêm công suất thủy điện trong lúc chờ đợi chính sách mới cho điện gió, mặt trời, sinh khối và hydrogen.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá 31%.

Kế hoạch kinh doanh

ĐHĐCĐ đã thông qua KQKD cho năm 2024 trên cơ sở các giả định: (1) Công tác đàm phán giá tại các Nhà máy điện chuyển tiếp sẽ hoàn tất trong năm 2024, được các cơ quan nhà nước có thẩm quyền công nhận và đầy đủ cơ sở pháp lý ghi nhận toàn bộ doanh thu kể từ khi vận của Nhà máy Điện Gió Tân Phú Đông 1 - 100MW (thuộc danh mục dự án chuyển tiếp) và (2) tổng sản lượng điện dự kiến đạt 1,363 triệu kWh.

Theo đó, doanh thu thuần và LNST dự kiến đạt 3,120 tỷ đồng và 270 tỷ đồng, lần lượt tăng 44% và 88% so với số thực hiện của năm 2023. Mức LNST kế hoạch này thấp hơn đáng kể so với dự báo của PHS (Doanh thu thuần sẽ đạt 2,811 tỷ đồng và LNST là 395 tỷ đồng). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện năm nay của công ty sẽ đạt 1,420 triệu kWh (+15% YoY), nhờ nhà máy Tân Phú Đông 1 hoạt động tối đa công suất và bán điện với mức giá trần (áp dụng cho các dự án chuyển tiếp). Nhờ đó, công ty có thể thu về dòng tiền hoạt động tăng thêm đáng kể để thanh toán bớt nợ vay, giảm chi phí lãi vay (dự kiến giảm 8% trong năm 2024), hỗ trợ cho LN ròng và biên LN ròng phục hồi mạnh mẽ (có thể đạt 14% trong 2024).

Trên thực tế, trong Q1/2024, công ty đã đạt doanh thu và LNST lần lượt là 739 tỷ đồng và 126 tỷ đồng, hoàn thành lần lượt 28% và 32% so với số dự báo của PHS.

Định hướng phát triển trong tương lai gần

Trong lúc chờ đợi chính sách mới cho các loại hình điện gió và điện mặt trời, hay xa hơn là điện sinh khối và sản xuất hydrogen. Điện Gia Lai sẽ tập trung nguồn lực cho phát triển hoặc M&A các nhà máy thủy điện vừa và nhỏ (dưới 30MW) tiềm năng. Trước mắt là đưa vào vận hành dự án thủy điện Ea Tih có công suất 8.6MW trong năm 2025, với tổng mức đầu tư khoảng 290 tỷ đồng.

Kế hoạch phân phối lợi nhuận

Trong năm 2024, công ty sẽ tiến hành chia cổ tức bằng cổ phiếu cho cổ đông nắm giữ cổ phần phổ thông với tỷ lệ 5%, và đồng thời chia cổ tức tiền mặt cho cổ đông nắm giữ cổ phần ưu đãi (DEG) với tỷ lệ 6.12% trên giá trị phát hành (642 tỷ đồng), tương đương khoảng 39.3 tỷ đồng.

28/06/2024

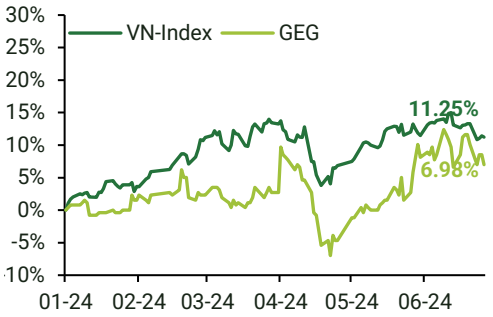
KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	18,300 VND
Giá hiện tại	14,000 VND
Tiềm năng tăng/giảm	31%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
CP đang lưu hành (triệu)	341,2
Free float (triệu)	27.3
Vốn hóa (tỷ VND)	4,777.5
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	0.9 million
Sở hữu nước ngoài (%)	45.9%
Ngày niêm yết đầu tiên	21/03/2017

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
AVH Pte. Ltd	29.5%
DEG	16.6%
TTC Investment	14.1%
TTC Sugar	9.3%
Global Mind VN	7.2%
Khác	23.3%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU	
TTM EPS (VND)	401.2
BVPS (VND)	11,127.9
Nợ/VCSH (%)	169%
ROA (%)	1.0%
ROE (%)	3.7%
P/E	34.4
P/B	1.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

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, như năng lượng sinh khối,....

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thiện Nhân
nhannguyen@phs.vn

Điểm nhấn đầu tư

(1) Sản lượng và doanh thu sẽ tăng đáng kể trong năm 2024, nhờ nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 hoạt động tối đa công suất, có thể ghi nhận giá bán thấp hơn khoảng 15% so với FIT trước đây và đóng góp vào doanh thu hơn 769 tỷ đồng trong năm 2024.

(2) Với danh mục các nhà máy điện tái tạo giàu tiềm năng, đặc biệt là hơn 130MW điện gió và 224MW điện mặt trời đang được hưởng cơ chế giá FIT, GEG có đủ nguồn lực và định hướng sẽ trở thành nhà phát triển năng lượng tái tạo hàng đầu với việc tiếp tục phát triển thêm công suất thủy điện (thêm 8.6MW trong 2024-2025), năng lượng sinh khối và sản xuất hydrogen trong tương lai.

Định giá & khuyến nghị

Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 18,300 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 31%. Định giá của chúng tôi chưa tính đến dự án điện gió VPL2 (công suất 30 MW) và dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (công suất 49 MWp) do sự không chắc chắn liên quan đến chính sách giá bán liên quan và thời điểm tiếp tục triển khai.

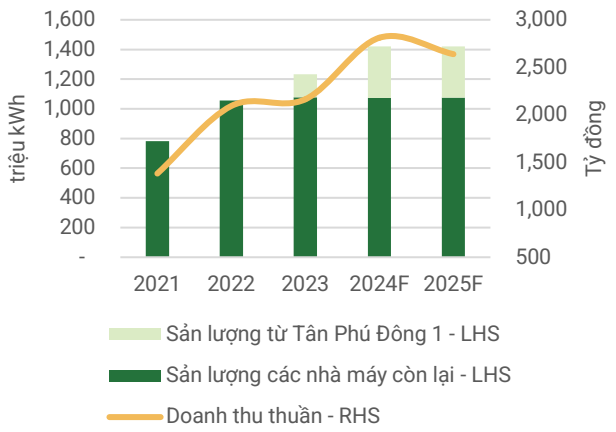
Chỉ số tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Sản lượng điện (triệu kWh)	783	1,055	1,233	1,420	1,421
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,381	2,093	2,163	2,811	2,638
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	767	1,011	1,121	1,463	1,371
LNST (tỷ VND)	325	371	143	395	427
Biên LN ròng (%)	23.6%	17.7%	6.6%	14.1%	16.2%
Giá trị sổ cách (VND/cp)	11,121	11,078	10,729	11,038	11,830
Cổ tức (VND/cp)	400	0	0	0	0

Rủi ro

(1) Rủi ro về khả năng thanh toán phát sinh do đòn bẩy tài chính lớn; (2) Rủi ro chậm trễ/bất ổn trong chính sách; (3) Rủi ro dòng tiền do EVN chậm thanh toán.

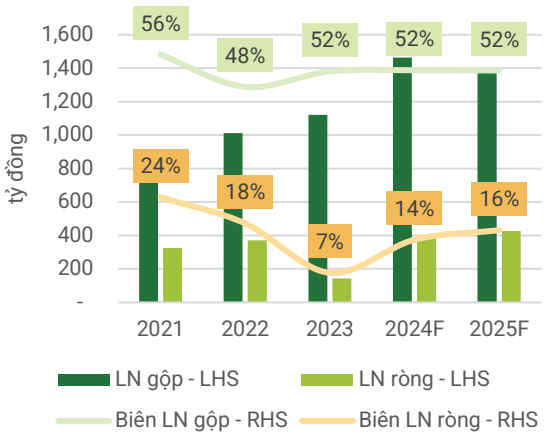
Dự phóng các chỉ số và kết quả kinh doanh của GEG

Hình 1 Sản lượng điện và doanh thu của công ty



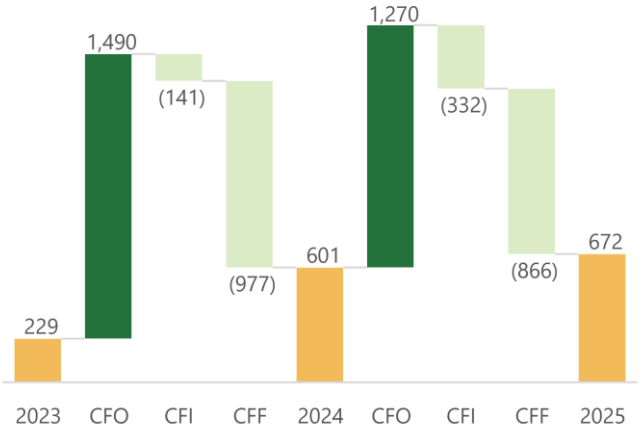
Nguồn: GEG, PHS tổng hợp và dự báo

Hình 2 Tình hình lợi nhuận và Biên lợi nhuận



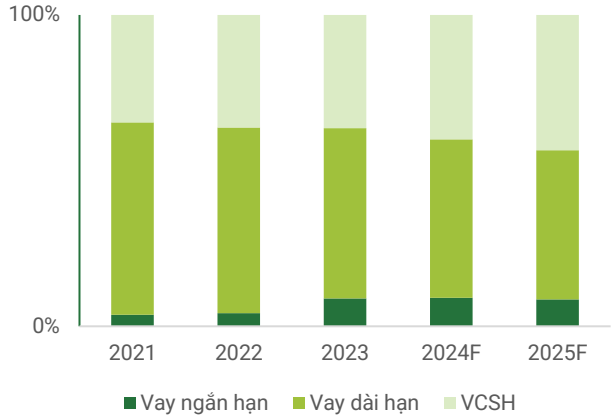
Nguồn: GEG, PHS tổng hợp và dự báo

Hình 3 Tình hình luân chuyển dòng tiền: Dòng tiền hoạt động có thể tăng nhanh và giúp chi trả Nợ vay ngắn hạn



Nguồn: GEG, PHS tổng hợp và dự báo

Hình 4 Từ đó, tỷ lệ Nợ vay/VCSH có thể giảm đáng kể trong thời gian tới



Nguồn: GEG, PHS tổng hợp và dự báo

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E với tỷ số 19.0 lần theo tỷ trọng 70:30 để ước tính giá hợp lý là 18,300 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 31%. Định giá của chúng tôi chưa tính đến dự án điện gió VPL2 (công suất 30 MW) và dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (công suất 49 MWp) do sự không chắc chắn liên quan đến chính sách giá bán liên quan và thời điểm tiếp tục triển khai.

Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	NA	17,583	70%
P/E	19.0	19,998	30%
Giá trị hợp lý			**18,308**

Bảng tính P/E cho GEG

Hình 5 Toàn cảnh P/E trong 5 năm của GEG

Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Định giá bằng P/E	
P/E trung bình 5 năm (đã điều chỉnh) của GEG	19
P/E mục tiêu cho GEG	**19**
Forward EPS (VND)	1,053
Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	**19,998**

Định giá bằng DCF

Bảng: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ 9M2024 đến năm 2028F

Năm tài chính	9M2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận ròng	305	427	473	548	639
Cộng: Khấu hao TSCĐ	615	800	787	773	759
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	418	43	(53)	5	(68)
Trừ: Mua sắm TSCĐ	(59)	(319)	(314)	(365)	(385)
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	480	601	564	492	420
Trừ: Cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi	(39)	(39)	(39)	(39)	(39)
FCFF	**1,720**	**1,512**	**1,417**	**1,413**	**1,326**

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta	0.95
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	3.0%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	10.0%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần	**12.5%**
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	8.4%
Thuế suất thuế TNDN bình quân	12%
Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)	**7.4%**
E/V	0.32
D/V	0.68
WACC	**9.1%**
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền (g)	1%
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value)	11,015
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	5,927
Cộng: Tiền & tương đương tiền	215
Cộng: Đầu tư tài chính ngắn hạn	233
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(9,936)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(1,454)
Tổng giá trị cổ phần	**6,000**
Số cổ phiếu phổ thông đang lưu hành	341,249,401
Giá trị hợp lý	**17,583**

(Nguồn: PHS tổng hợp)

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	1,493	1,381	2,093	2,163	2,811	2,638
Giá vốn hàng bán	(733)	(614)	(1,082)	(1,043)	(1,348)	(1,267)
Lợi nhuận gộp	761	767	1,011	1,121	1,463	1,371
Chi phí bán hàng	(2)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
Chi phí QLDN	(114)	(114)	(160)	(158)	(206)	(193)
Lợi nhuận từ HĐKD	645	653	851	961	1,256	1,177
Lợi nhuận tài chính	31	37	214	101	44	41
Chi phí lãi vay	(354)	(384)	(592)	(842)	(770)	(683)
Lợi nhuận trước thuế	309	369	407	195	449	485
Lợi nhuận sau thuế	295	325	371	143	395	427
LNST của cổ đông Công ty mẹ	257	283	316	137	360	392
Cân đối kế toán	**2020A**	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024F**	**2025F**
Tài Sản Ngắn Hạn	**1,779**	**1,316**	**2,118**	**1,458**	**2,397**	**2,332**
Tiền và tương đương tiền	135	250	334	229	601	672
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	6	491	233	383	373
Phải thu ngắn hạn	321	314	359	474	586	545
Hàng tồn kho	152	146	155	127	178	168
Tài sản ngắn hạn khác	1,171	600	780	396	648	574
Tài Sản Dài Hạn	**5,994**	**11,156**	**15,000**	**14,674**	**13,831**	**13,370**
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	5,347	10,468	9,941	14,045	13,538	13,095
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	541	499	4,877	359	117	80
Đầu tư tài chính dài hạn	-	100	113	168	95	119
Tài sản dài hạn khác	105	89	69	102	81	75
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	**7,773**	**12,473**	**17,118**	**16,132**	**16,228**	**15,702**
Nợ phải trả	**4,305**	**8,735**	**11,488**	**10,365**	**10,118**	**9,259**
Nợ ngắn hạn	1,101	878	2,071	1,679	2,343	2,160
Nợ dài hạn	3,204	7,857	9,418	8,686	7,774	7,099
Vốn chủ sở hữu	**3,468**	**3,738**	**5,630**	**5,767**	**6,110**	**6,443**
Vốn góp	2,712	3,037	3,861	4,054	4,225	4,225
Lợi ích cổ đông thiểu số	411	360	1,352	1,417	1,446	1,444
Tổng nguồn vốn	**7,773**	**12,473**	**17,118**	**16,132**	**16,228**	**15,702**

Lưu chuyển tiền tệ	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	421	2,542	496	1,063	1,490	1,270
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(937)	(5,883)	(4,405)	(1,363)	(141)	(332)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	547	3,456	3,993	195	(977)	(866)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	30	115	84	(105)	372	71
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	105	135	250	334	229	601
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	135	250	334	229	601	672
Chỉ số tài chính	**2020A**	**2021A**	**2022A**	**2023A**	**2024F**	**2025F**
Tăng trưởng						
Doanh thu	28.8%	-7.5%	51.6%	3.4%	29.9%	-6.2%
Lợi nhuận sau thuế	1.5%	10.3%	13.9%	-61.3%	175.7%	8.0%
Tổng tài sản	14.9%	60.5%	37.2%	-5.8%	0.6%	-3.2%
Tổng vốn chủ sở hữu	34.4%	7.8%	50.6%	2.4%	5.9%	5.4%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	50.9%	55.5%	48.3%	51.8%	52.1%	52.0%
Tỷ suất EBIT	43.2%	47.3%	40.6%	44.4%	44.7%	44.6%
Tỷ suất EBITDA	66.9%	77.5%	71.8%	76.7%	73.6%	74.9%
Tỷ suất lãi ròng	19.8%	23.6%	17.7%	6.6%	14.1%	16.2%
ROA	3.8%	2.6%	2.2%	0.9%	2.4%	2.7%
ROE	8.5%	8.7%	6.6%	2.5%	6.5%	6.6%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	78	83	63	80	76	75
Số ngày tồn kho	76	87	52	44	48	48
Số ngày phải trả	187	187	413	26	200	190
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.62	1.50	1.02	0.87	1.02	1.08
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.84	0.69	0.61	0.57	0.73	0.77
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.55	0.70	0.67	0.64	0.62	0.59
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.10	1.90	1.76	1.75	1.50	1.30
Vay ngắn hạn/VCSH	0.17	0.11	0.12	0.25	0.23	0.20
Vay dài hạn/VCSH	0.92	1.79	1.65	1.51	1.27	1.10

(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 trừ trách nhiệm

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 **Fax:** (84-28) 5 413 5472
Customer Service: 1900 25 23 58 **Call Center:** (84-28) 5 413 5488
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn **Web:** www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1
Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

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 Quận 3
Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận 3, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Hà Nội
Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đống Mác,
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Phone: (+84-24) 3 933 4566
Fax: (+84-24) 3 933 4820

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 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 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