

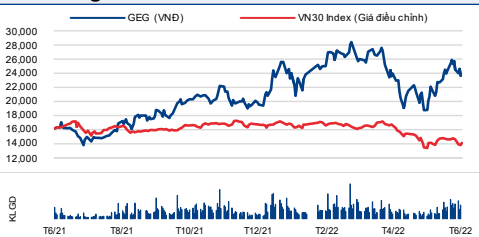
## Mua vào

Giá mục tiêu: VND28,208  
Tiềm năng tăng/giảm: 18.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (16/6/2022)	23,850
Mã Bloomberg	GEG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,808-28,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,025
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,678
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	330
Slg CP lưu hành (tr.đv)	322
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	149
Slg CP NN được mua (tr.đv)	39.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	35.8%
Tỷ lệ freefloat	47.7%
Cổ đông lớn	AVH Pte. Ltd (20.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

## Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-21A	12-22F	12-23F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	1,381	2,189	3,112
EBITDA đc (tỷ đồng)	986	1,664	2,407
LNTT (tỷ đồng)	369	375	458
LNT ĐC (tỷ đồng)	217	312	381
FCF (tỷ đồng)	(3,222)	(5,080)	564
EPS ĐC (đồng)	674	968	1,095
DPS (đồng)	0	566	755
BVPS (đồng)	10,491	12,180	11,800
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(0.82)	68.8	44.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(9.50)	10.1	13.1
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	33.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	71.4	76.0	77.3
Tỷ suất LNTT (%)	26.7	17.1	14.7
Tỷ suất LNT ĐC (%)	20.5	14.2	12.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	58.5	69.0
Nợ thuần/VCSH (%)	203	308	291
ROAE (%)	8.79	8.54	9.49
ROACE (%)	7.18	7.71	9.65
EV/doanh thu (lần)	10.5	9.03	6.50
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.7	11.9	8.40
P/E ĐC (lần)	35.4	24.6	21.8
P/B (lần)	2.27	1.96	2.02
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.37	3.16

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mô tả doanh nghiệp

GEG là một doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực năng lượng tái tạo ở Việt Nam với 300 MWp điện mặt trời và 100 MW điện gió vào cuối năm 2021. GEG có kế hoạch mở rộng công suất khá tham vọng trong giai đoạn 2022-2030.

## Chuyên viên phân tích

**Trương Thu Mỹ**  
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng  
my.tt@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4806

## Cổ đông chiến lược mới & dự án điện gió

- Một nhà phát triển năng lượng tái tạo quốc tế lớn sẽ mua lại 35% số lượng cổ phiếu đang lưu hành từ các cổ đông hiện hữu (AVH Pte. và IFC) và trở thành cổ đông chiến lược của GEG trong năm nay.
- 2 dự án điện gió đang trong quá trình phát triển; TPD1 (100MW) dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2022 theo kế hoạch, và VPL2 (30MW), sẽ bị trì hoãn sang năm 2023 do đang chờ chính sách giá năng lượng tái tạo mới sẽ được áp dụng cùng với Quy hoạch phát triển điện 8 (PDP8).
- HSC hiện khuyến nghị Mua vào đối với GEG với tiềm năng tăng giá là 18,3%.

## Sự kiện: Những thông tin chính từ hội thảo Emerging Vietnam 2022

BLĐ đã tham dự hội thảo Emerging Vietnam 2022 của HSC tổ chức vào ngày 16/6/2022. Những thông tin chính như sau:

### Cổ đông chiến lược mới sẽ được công bố trong nửa cuối năm 2022

Một NĐT mới sẽ mua lại cổ phần của 2 cổ đông hiện tại của GEG, AVH Pte. (21%) và IFC (15%), và trở thành cổ đông chiến lược duy nhất của GEG với 36% cổ phần. GEG chia sẻ rằng NĐT mới này là một doanh nghiệp năng lượng tái tạo lớn có chung quan điểm với BLĐ về kế hoạch mở rộng chiến lược tham vọng.

AVH Pte. và IFC là cổ đông chiến lược của GEG từ năm 2016 và sẽ thoái vốn khỏi GEG. Hiện tại, phần lớn các thủ tục giấy tờ đã được hoàn thành. Danh tính của cổ đông chiến lược mới sẽ được công bố trong nửa cuối năm 2022 khi thương vụ hoàn tất.

### Dự án điện gió TPD1 sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2022 trong khi VPL2 có thể sẽ bị trễ sang năm 2023

GEG có 2 dự án điện gió, TPD1 (100MW) và VPL2 (30MW), trong kế hoạch năm 2022. TPD1 đã ký hợp đồng mua bán điện (PPA) với EVN (thời hạn 20 năm nhưng chưa xác định giá bán), trong khi VPL2 chưa ký hợp đồng mua bán điện.

Do đã ký PPA nguyên tắc với EVN, dự án điện gió TPD1 đủ điều kiện được hưởng chính sách giá đặc biệt áp dụng cho các dự án điện gió chuyển tiếp đã ký PPA với EVN vào năm 2021. Nguyên tắc chính của chính sách giá đặc biệt này là IRR không được vượt quá 12% đối với công ty dự án, thấp hơn một chút so với IRR khoảng 14% của 130MW điện gió hiện tại của GEG. Do mức giá đặc biệt này, GEG có thể ưu tiên xây dựng dự án TPD1 và bắt đầu hoạt động trong nửa cuối năm 2022 theo kế hoạch.

Trong khi đó, dự án VPL2 sẽ phải chờ cơ chế định giá mới cho các dự án năng lượng tái tạo hiện đang được xem xét và dự kiến sẽ được đưa ra cùng với Quy hoạch điện 8. Theo GEG, nếu PDP8 không được phê duyệt trong tháng 8/2022, dự án VPL2 sẽ bị trì hoãn đến năm 2023.

## Dự báo đang được xem xét

Trong mô hình dự báo giai đoạn 2022-2024, HSC giả định cả TPD1 và VPL2 sẽ đi vào hoạt động từ nửa cuối năm 2022 theo chính sách giá đặc biệt được áp dụng với các dự án điện gió chuyển tiếp. Tuy nhiên, HSC đang xem xét lại dự báo sau khi cập nhật về thời điểm hoàn tất 2 dự án này.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/6.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Doanh thu	1,493	1,381	2,189	3,112	3,093
Lợi nhuận gộp	761	767	1,239	1,786	1,758
Chi phí BH&QL	(116)	(116)	(167)	(238)	(237)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>645</b>	<b>651</b>	<b>1,071</b>	<b>1,548</b>	<b>1,521</b>
Lãi vay thuần	(341)	(371)	(703)	(1,097)	(1,022)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	6.32	7.01	7.15	7.29
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	4.66	82.3	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>309</b>	<b>369</b>	<b>375</b>	<b>458</b>	<b>506</b>
Chi phí thuế TNDN	(13.6)	(43.3)	(16.9)	(20.6)	(22.8)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(37.6)	(42.6)	(46.6)	(56.9)	(62.8)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>257</b>	<b>283</b>	<b>312</b>	<b>381</b>	<b>421</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>254</b>	<b>217</b>	<b>312</b>	<b>381</b>	<b>421</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>994</b>	<b>986</b>	<b>1,664</b>	<b>2,407</b>	<b>2,381</b>
EPS (đồng)	971	879	968	1,095	1,209
EPS ĐC (đồng)	957	674	968	1,095	1,209
DPS (đồng)	377	0	566	755	943
Slg CP bình quân (triệu đv)	265	322	322	348	348
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	287	322	322	348	348
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	287	322	322	348	348

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Tiền & tương đương tiền	135	256	175	176	103
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	1,434	772	955	1,216	1,208
Hàng tồn kho	152	146	190	265	267
Các tài sản ngắn hạn khác	57.6	142	72.4	101	102
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1,779</b>	<b>1,316</b>	<b>1,393</b>	<b>1,759</b>	<b>1,679</b>
TSCĐ hữu hình	5,872	10,946	16,140	15,598	14,992
TSCĐ vô hình	16.7	21.2	22.5	23.9	25.2
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	100	102	104	106
Tài sản dài hạn khác	105	89.0	99.6	126	124
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>5,994</b>	<b>11,156</b>	<b>16,364</b>	<b>15,851</b>	<b>15,247</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>7,773</b>	<b>12,473</b>	<b>17,757</b>	<b>17,610</b>	<b>16,926</b>
Nợ ngắn hạn	601	408	875	1,245	1,237
Phả trả người bán	376	440	447	448	448
Nợ ngắn hạn khác	83.4	89.5	72.8	102	101
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1,101</b>	<b>1,006</b>	<b>1,444</b>	<b>1,856</b>	<b>1,853</b>
Nợ dài hạn	3,201	6,695	11,386	10,867	10,149
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.33	1,031	619	371	223
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>3,201</b>	<b>7,726</b>	<b>12,004</b>	<b>11,238</b>	<b>10,371</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4,305</b>	<b>8,735</b>	<b>13,451</b>	<b>13,095</b>	<b>12,226</b>
Vốn chủ sở hữu	3,057	3,378	3,921	4,103	4,259
Lợi ích cổ đông thiểu số	411	360	385	412	441
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,468</b>	<b>3,738</b>	<b>4,307</b>	<b>4,515</b>	<b>4,701</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>7,773</b>	<b>12,473</b>	<b>17,757</b>	<b>17,610</b>	<b>16,926</b>
BVPS (đ)	10,636	10,491	12,180	11,800	12,251
Nợ thuần*/(tiền mặt)	3,666	6,847	12,086	11,936	11,283

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBIT	645	651	1,071	1,548	1,521
Khấu hao	(354)	(417)	(592)	(859)	(860)
Lãi vay thuần	(341)	(371)	(703)	(1,097)	(1,022)
Thuế TNDN đã nộp	(13.6)	(43.3)	(16.9)	(20.6)	(22.8)
Thay đổi vốn lưu động	(189)	85.3	(151)	(323)	11.2
Khác	(34.5)	(45.0)	(86.8)	(86.2)	(163)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>421</b>	<b>694</b>	<b>706</b>	<b>880</b>	<b>1,184</b>
Đầu tư TS dài hạn	(779)	(3,916)	(5,786)	(316)	(254)
Góp vốn & đầu tư	(414)	(233)	0	0	0
Thanh lý	43.8	65.1	0	0	0
Khác	212	132	0	(15.2)	(13.9)
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(937)</b>	<b>(3,952)</b>	<b>(5,786)</b>	<b>(332)</b>	<b>(268)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(35.6)	(140)	0	(197)	(262)
Thu từ phát hành CP	673	217	243	0	0
Tăng/giảm nợ	(90.4)	3,305	4,758	(349)	(726)
Khác	(0.62)	(3.70)	(1.58)	(1.58)	(1.58)
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>547</b>	<b>3,378</b>	<b>5,000</b>	<b>(547)</b>	<b>(990)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	105	135	256	175	176
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>30.1</b>	<b>120</b>	<b>(80.6)</b>	<b>1.21</b>	<b>(73.7)</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.09)	0.02	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>135</b>	<b>256</b>	<b>175</b>	<b>176</b>	<b>103</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(359)</b>	<b>(3,222)</b>	<b>(5,080)</b>	<b>564</b>	<b>930</b>

Các chỉ số tài chính	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	50.9	55.5	56.6	57.4	56.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	66.6	71.4	76.0	77.3	77.0
Tỷ suất LNT (%)	17.2	20.5	14.2	12.2	13.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	4.41	11.7	4.50	4.50	4.50
Tăng trưởng doanh thu (%)	28.8	(7.51)	58.5	42.2	(0.61)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	20.7	(0.82)	68.8	44.7	(1.08)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	0.94	(14.5)	43.6	22.2	10.5
Tăng trưởng EPS (%)	(10.2)	(9.50)	10.1	13.1	10.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(11.6)	(29.6)	43.6	13.1	10.5
Tăng trưởng DPS (%)	nm	(100)	nm	33.3	25.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	38.9	0	58.5	69.0	78.0
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	9.57	8.79	8.54	9.49	10.1
ROACE (%)	10.2	7.18	7.71	9.65	9.87
Vòng quay tài sản (lần)	0.21	0.14	0.14	0.18	0.18
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.65	1.07	0.66	0.57	0.78
Số ngày tồn kho	75.7	87.0	73.0	73.0	73.0
Số ngày phải thu	715	459	367	335	330
Số ngày phải trả	187	262	172	123	122
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	120	203	308	291	265
Nợ/tài sản (%)	48.9	57.0	69.1	68.8	67.3
EBIT/lãi vay (lần)	1.89	1.75	1.52	1.41	1.49
Nợ/EBITDA (lần)	3.81	6.65	7.37	5.03	4.78
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.62	1.31	0.96	0.95	0.91
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	7.05	10.5	9.03	6.50	6.33
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	14.7	11.9	8.40	8.22
P/E (lần)	24.6	27.1	24.6	21.8	19.7
P/E ĐC (lần)	24.9	35.4	24.6	21.8	19.7
P/B (lần)	2.24	2.27	1.96	2.02	1.95
Lợi suất cổ tức (%)	1.58	0	2.37	3.16	3.96

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)