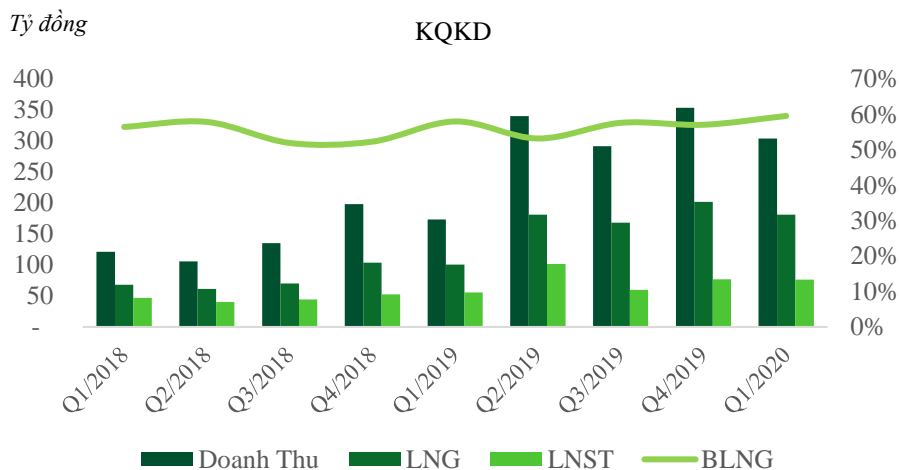


BÁO CÁO NHANH

Ngày 12 tháng 05 năm 2020

CẬP NHẬT KQKD

KQKD Q1.2020: Doanh thu đạt 303,8 tỷ đồng (+75,1% yoy), biên LNG lên tới 59,5%. Chi phí lãi vay giảm 3 tỷ đồng so với Q4.2019 do giảm 81 tỷ đồng nợ vay. Theo đó, LNST hợp nhất đạt 76,3 tỷ đồng (+37% yoy), LNST cổ đông công ty mẹ đạt 66 tỷ đồng (+32% yoy). Quý 1 thường sẽ là quý thấp điểm nhất trong năm do có kỳ nghỉ Tết Nguyên đán khiến mọi hoạt động công nghiệp dừng làm giảm nhu cầu sử dụng điện, đồng thời cũng là mùa khô tại Miền Nam, Tây Nguyên.



Nguồn: GEG

Biên LNG công ty luôn duy trì ở mức cao lên tới 50% - 60% và càng được cải thiện khi BLNG của các nhà máy ĐMT đạt cao hơn với 63% - 68%.

Cấu trúc tài sản và nguồn vốn: Năm 2019 công ty đã đưa vào hoạt động các dự án ĐMT như Trúc Sơn, Hàm Phú 2, Đức Huệ 1. Tổng vốn đầu tư của 05 nhà máy ĐMT lên tới 5.000 tỷ đồng bằng cách sử dụng vốn góp cổ đông và vốn vay dài hạn khiến cho cơ cấu tài chính với phần nợ cao so với trước đó.

Tại thời điểm Q1.2020, cơ cấu tài chính có cải thiện so với cuối năm 2019 với hệ số D/E giảm còn 1,5 lần so với 1,51 lần cuối 2019 và D/A còn 0,57 lần so với 0,58 cuối năm 2019 do công ty giảm 72 tỷ đồng nợ vay, đồng thời Nguồn vốn tăng do lợi nhuận giữ lại tăng.

Điểm chung của các dự án đầu tư sản xuất năng lượng tái tạo là sử dụng vốn lớn và chủ yếu sử dụng nguồn vốn vay nên việc công ty tăng đòn bẩy tài chính là điều hoàn toàn bình thường. D/A đạt mức 0,58, tuy nhiên EBIT/I năm 2019 đạt 2,45 lần cho thấy lợi nhuận trước thuế, trước lãi vay hoàn toàn đáp ứng đủ chi phí lãi vay. Mức nợ vay vẫn ở mức cho phép khiến công ty không bị mất cân đối tài chính.

Ngoài ra, các dự án xây dựng điện mặt trời chỉ tốn thời gian lâu nhất ở khâu hoàn thiện giấy phép đầu tư và không tốn nhiều vốn. Quá trình xây dựng là quá trình cần nhiều vốn nhất nhưng diễn ra rất nhanh. Các tấm panel năng lượng mặt trời sẽ được nhập khẩu về lắp đặt trên các trụ có cấu trúc đơn giản, có thể thi công trong thời gian ngắn. Như vậy, dự án sẽ đem lại dòng tiền nhanh chóng khi được đấu nối thành công lên hệ thống điện quốc gia. Cơ cấu tài chính sẽ tốt

Chuyên viên phân tích

Trịnh Văn Hà

tvha@vcbs.com.vn

+84-28 3820 0751 (Ext: 643)

dần lên qua các năm sau khi vận hành ổn định và dự kiến hoàn vốn trong khoảng 13 - 15 năm hoạt động trong khi tuổi thọ của Panel quang điện lên tới 25 năm.

Dòng tiền:

Dòng tiền hoạt động kinh doanh Q1.2020 đã cải thiện đáng kể với 85,2 tỷ đồng. Điều đó đã giúp công ty trả nợ ròng với 67 tỷ đồng làm giảm áp lực lãi vay (CP lãi vay Q1.2020 thấp hơn 3 tỷ so với Q4.2019). Các dự án điện mặt trời đã đi vào hoạt động ổn định sẽ giúp cải thiện rất tốt dòng tiền của doanh nghiệp trong tương lai.

Ngoài 02 dự án đã đưa vào hoạt động cuối năm 2018 (Phong Điền – tháng 10/2018, Krông Pa – tháng 11/2019) đã đi vào hoạt động ổn định, trong năm 2019 có thêm sự đóng góp lớn từ các nhà máy điện mặt trời như: Đức Huệ Long An 1, Hàm Phú 2, Trúc Sơn đã đi vào hoạt động trước thời hạn 30/06/2019 để hưởng cơ chế bán giá điện ưu đãi 9,35 US cent/kWh theo Quyết định số 11/2017/QĐ-TTg do Thủ tướng ban hành hồi tháng 4/2017. Hợp đồng với giá ưu đãi này có thời hạn trong vòng 20 năm.

Các dự án ĐMT của GEG:

Nhà máy	Phong Điền	Krong Pa	Đức Huệ 1	Hàm Phú 2	Trúc Sơn	Đức Huệ 2 (đang đầu tư)
Công suất tối đa (MWp)	48	69	49	49	44,4	49
Công suất quy đổi (MW)	35	49	41	38	36	41
Thời gian vận hành	Oct-18	Nov-18	May-19	Apr-19	Jun-19	dự kiến cuối 2020
Giá mua điện (Cent)	9,35	9,35	9,35	9,35	9,35	7,09
Vốn đầu tư (Tỷ đồng)	902	1301	936	1017	825	947
Suất đầu tư (tỷ/MW)	25,8	26,6	22,8	26,8	22,9	23,1
Sở hữu	100%	100%	100%	51%	99,96%	100%
Diện tích đất (ha)	45	70,23	67	54,2	50	58
Sản lượng 2019 (Triệu kWh)	69	105	52	55	34	-
Địa điểm	Huế	Gia Lai	Long An	Bình Thuận	Dak Nong	Long An
Bức xạ (Kwh/m2/ngày)	4,6	4,8-5,2	4,9	5,3	5,1	4,9
Doanh thu 2019	148	226	113	118	73	-
BLNG	63%	68%	63%	66%	63%	-
LNG	93,24	153,68	71,19	77,88	45,99	-

Nguồn: GEG, VCBS

CẬP NHẬT MỘT SỐ THÔNG TIN MỚI

Biểu giá mới (FIT2) được ban hành thông qua Quyết định số 13/2020/QĐ-TTg, ngày 6/4/2020 về cơ chế khuyến khích phát triển điện mặt trời ở Việt Nam như sau:

TT	Công nghệ điện mặt trời	Giá điện	
		VNĐ/kWh	Tương đương UScent/kWh
1	Dự án điện mặt trời nổi	1.783	7,69
2	Dự án điện mặt trời mặt đất	1.644	7,09
3	Hệ thống điện mặt trời mái nhà	1.943	8,38

- ✓ Giá điện được điều chỉnh theo biến động của tỷ giá của đồng Việt Nam với đô la Mỹ (tính tương đương UScents/kWh), tỷ giá áp dụng là tỷ giá trung tâm của đồng Việt Nam với đô la Mỹ do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố vào ngày Bên bán điện xuất hóa đơn thanh toán.
- ✓ Điều kiện áp dụng biểu giá: Dự án điện mặt trời nổi lưới đã được cơ quan có thẩm quyền quyết định chủ trương đầu tư trước ngày 23 tháng 11 năm 2019 và có ngày vận hành thương mại của dự án hoặc một phần dự án trong giai đoạn từ ngày 01 tháng 7 năm 2019 đến hết ngày 31 tháng 12 năm 2020; các dự án phải có hiệu suất của tế bào quang điện (solar cell) lớn hơn 16% hoặc module lớn hơn 15%.
- ✓ Đối với tỉnh Ninh Thuận, giá mua điện từ các dự án điện mặt trời nổi lưới đã có trong quy hoạch phát triển điện lực các cấp và có ngày vận hành thương mại trước ngày 01 tháng 01 năm 2021 với tổng công suất tích lũy không quá 2.000 MW là 2.086 đồng/kWh (chưa bao gồm thuế giá trị gia tăng, tương đương với 9,35 UScents/kWh, theo tỷ giá trung tâm của đồng Việt Nam với đô la Mỹ do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố ngày 10 tháng 4 năm 2017 là 22.316 đồng/USD), được áp dụng 20 năm kể từ ngày vận hành thương mại. Giá mua điện được điều chỉnh theo biến động của tỷ giá đồng/USD. Tỷ giá áp dụng là tỷ giá trung tâm của đồng Việt Nam với đô la Mỹ do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam công bố vào ngày Bên bán điện xuất hóa đơn thanh toán.

Năm 2019, công ty đã hoàn thành M&A xong Cty Cp Năng lượng VPL và thành lập Cty Cp điện gió La Bang trong năm 2020 để tiến hành đầu tư mảng điện gió.

Biểu giá điện gió (US cent):

Biểu giá điện gió	Đất liền	Ngoài biển	Thời hạn
Trước 1/11/2021	8,5	9,8	20 năm
Sau 1/11/2021		Đấu thầu	

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

GEG có định hướng mở rộng danh mục dự án năng lượng tái tạo với việc phát triển điện gió, điện mặt trời áp mái và điện mặt trời mặt nước tận dụng các lòng hồ thủy điện sẵn có.

Theo kế hoạch của công ty năm 2020, dự kiến dự án ĐMT Đức Huệ 2 với công suất 49 MWp hòa vào lưới điện 100kV cùng với dự án ĐMT Đức Huệ 1 sẵn có. Hiện công ty cũng đang triển khai hợp đồng hợp tác đầu tư điện mặt trời áp mái với các hộ gia đình, công ty để hưởng ưu đãi giá điện cao nhất.

Theo kế hoạch đến 2025 của công ty, công suất điện mặt trời mặt đất dự kiến sẽ tăng gấp đôi với công suất 500 – 700 MWp, điện gió với công suất 500 – 700 MWp, điện mặt trời nổi với công suất 249 MWp và 52 MWp điện mặt trời áp mái đảm bảo tăng trưởng tốt trong 5 năm tới.

Tuy nhiên, theo đó nhu cầu vốn cũng tăng lên rất mạnh. Với đặc điểm sử dụng nhiều nợ vay để tài trợ cho dự án, cơ cấu tài chính của GEG sẽ nghiêng về nợ nhiều hơn trong thời gian tới.

Các nhà máy ĐMT Đức Huệ 1, Hàm Phú 2, và Trúc Sơn chỉ hoạt động khoảng nửa năm trong 2019, sẽ tiếp tục đóng góp lớn vào tăng trưởng doanh thu khoảng 30% trong năm 2020 đạt khoảng 1.500 tỷ đồng. Theo đó, LNST hợp nhất dự kiến đạt 440 tỷ đồng, EPS đạt 1.962 đồng/cp. Hiện GEG đang giao dịch tại mức giá 20.700đ/cp tương ứng với P/E Trailing 15,6x và P/E forward đạt 10,55x. P/B đạt mức 1,8 lần.

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và P/B để định giá nhanh đối với GEG với lý do: các nhà máy đã hoạt động ổn định, công ty đang trong chu kỳ tăng trưởng tốt với doanh thu và lợi nhuận có thể tính toán được. Tiếp tục mở rộng các nhà máy năng lượng tái tạo khiến cho doanh thu, lợi nhuận sẽ duy trì được đà tăng trưởng. Hoạt động chủ yếu sử dụng tài sản cố định như đặc điểm chung của ngành năng lượng.

Trước khi có thông tin GEG chuyển sang phát triển các dự án điện mặt trời, GEG hoạt động khá ổn định trong lĩnh vực sản xuất điện từ thủy điện, mức P/E giao dịch trung bình khoảng 8x – 10x. Sau đó, nhờ kỳ vọng lớn vào các dự án ĐMT, P/E được đẩy lên mức rất cao khoảng 25x – 30x. Hiện nay P/E forward cho năm 2020 đang đạt mức khá hợp lý ở mức 10,55x với kỳ vọng tăng trưởng sẽ chậm dần khi các dự án đã hoạt động ổn định.

Cơ cấu tài chính vẫn ở mức rủi ro thấp và các nhà máy đã đi vào hoạt động ổn định đem về dòng tiền tốt để giảm bớt nợ vay. Tuy nhiên, cần chú ý đến các khoản cho vay tín chấp với giá trị lớn trong bối cảnh công ty rất đang cần vốn để phát triển các dự án mới.

Chúng tôi tiến hành so sánh các công ty trong ngành có các đặc điểm như cùng hoạt động lĩnh vực thủy điện, và các công đầu tư năng lượng mặt trời như sau:

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	EV/EBITDA	P/B
CHP	2633	17,22	20,50	1,51
HJS	436	8,77	4,81	1,49
SBA	843	10,86	8,04	1,07
SHP	2155	9,55	5,61	1,69
SJD	1159	7,65	4,89	1,23
TBC	1428	13,81	9,81	1,65
TMP	2275	6,54	5,68	1,55
VSH	3609	23,22	33,19	1,2
S4A	1160	12,75	11,37	2,46
Mean		12,26	11,55	1,54
Median		10,86	8,04	1,51
GEG	4220	16,49	9,35	1,83

Tổng hợp các phương pháp định giá:

	Giá trị trung vị	EPS Forward 2020 (đồng)	BV (đồng)	Giá 1 cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng
Phương pháp so sánh P/B	1,51		13.047	19.701	50%
Phương pháp so sánh P/E	10,86	1.962		21.307	50%
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu GEG theo phương pháp so sánh (đồng)					20.500

Khuyến nghị: NẮM GIỮ

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

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