

CTCP Điện Gia Lai (HSX: GEG)

Thiết lập nền lợi nhuận mới từ 2025

- LN ròng Q2/25 tăng 675% svck hỗ trợ bởi tăng giá bán Tân Phú Đông 1 (1,813đ/kWh, gấp đôi mức giá tạm 2024), cùng với khoản lãi từ thoái vốn Thủy điện Trường Phú.
- Bước ngoặt LN trong 2025 với động lực từ giá bán mới cho TPD1, LN ròng dự kiến tăng 514% svck. Giai đoạn 2026-27, kỳ vọng doanh nghiệp ghi nhận mức nền LN mới ~500-550 tỷ từ mức khiêm tốn chỉ ~150 tỷ đồng giai đoạn 2021-24.
- Khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu 19.800đ/cp.

Tăng trưởng LN ấn tượng tiếp tục duy trì trong Q2/25

Doanh thu Q2/25 28% svck trong bối cảnh sản lượng điện duy trì ổn định trong khi giá bán điện tăng mạnh, hỗ trợ bởi Tân Phú Đông 1 ghi nhận giá bán chính thức 1.813đ/kWh, cao gấp đôi mức giá tạm năm ngoái. Theo đó, LN gộp cải thiện tương ứng 29% svck với biên LN gộp đi ngang đạt 43%. Đáng chú ý, doanh thu tài chính tăng mạnh 12 lần svck chủ yếu do ghi nhận LN từ thoái vốn CTCP Thủy điện Trường Phú 112 tỷ, trong khi doanh thu tiền gửi cơ bản đi ngang. Chi phí tài chính đi ngang trong bối cảnh chi phí lãi vay tiếp tục giảm, chủ yếu do các chi phí dịch vụ cho thương vụ thoái vốn. Theo đó, LN ròng Q2/25 tăng 685% svck, hỗ trợ LN ròng 6T25 tăng 390% svck, hoàn thành 102% kế hoạch cả năm của doanh nghiệp.

2025 là bước ngoặt đưa nền LN của doanh nghiệp lên một tầm cao mới

Chúng tôi cho rằng 2025 sẽ là năm bản lề chứng kiến GEG đi ra khỏi khó khăn và ghi nhận mức nền LN mới nhờ 1) Chính thức đàm phán thành công giá bán của TPD1, hỗ trợ cải thiện mạnh quy mô doanh thu và dòng tiền; 2) Mặt bằng lãi suất thấp đang là điều kiện thuận lợi trong bối cảnh GEG có tỷ lệ đòn bẩy cao. Cùng với các khoản LN một lần từ thoái vốn công ty LDLK và hồi tố doanh thu TPD1, kỳ vọng LN ròng 2025 tăng đột biến 514% svck, LN cốt lõi từ HĐKD tăng ~227% svck. Nhìn sang 2026, việc không còn các khoản LN bất thường khiến LN ròng dự kiến giảm 22% svck. Tuy nhiên, LN cốt lõi từ HĐKD dự kiến sẽ vẫn tăng tích cực lần lượt đạt 43% svck và 3% svck trong 2026-27.

Trong trung hạn, GEG hiện đang triển khai 4 dự án điện quy mô công suất ~190MW, lần lượt đi vào hoạt động từ 2026-28, cùng tham vọng mở rộng quy mô công suất đạt ~3.000MW đến 2030. Với kinh nghiệm và năng lực vượt trội, chúng tôi tin tưởng vào khả năng duy trì vị thế dẫn đầu của GEG trong giai đoạn tới.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 19.800 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 19.800đ/cp (tiềm năng tăng giá 22%) dựa trên hai phương pháp DCF và EV/EBITDA tỷ trọng tương đương. Chúng tôi ưa thích doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng LN mạnh mẽ, phù hợp với xu hướng đầu tư chủ đạo của ngành, tập trung đẩy mạnh năng lượng tái tạo. Về mặt định giá, GEG đang có mức EV/EBITDA 2025-26 hấp dẫn 6,6x, thấp hơn so với trung bình của ngành (8,5x), phù hợp cho chiến lược đầu tư nửa cuối 2025 đầu 2026.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	2,325	2,941	2,801	2,955
Lợi nhuận ròng	115	705	562	590
Tăng trưởng doanh thu thuần	7.5%	26.5%	-4.8%	5.5%
Tăng trưởng LN ròng	-16.3%	514.2%	-20.3%	5.0%
Biên LN gộp	46.2%	54.4%	52.4%	52.2%
Biên EBITDA	74.9%	77.8%	78.1%	78.1%
ROAE	2.0%	11.4%	8.1%	7.8%
ROAA	0.7%	4.6%	3.6%	3.7%
EPS (VND/cổ phiếu)	320	1,968	1,569	1,648
BVPS (VND/cổ phiếu)	15,762	18,049	19,791	21,666

Nguồn: BCTC GEG, MBS dự phóng và tổng hợp

Khả quan

Giá mục tiêu

VND19.800

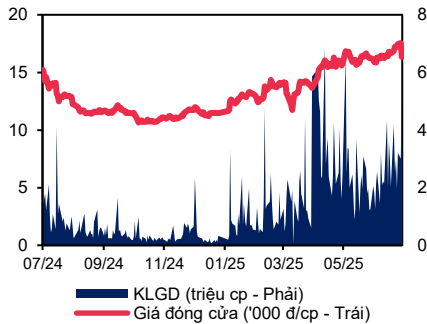
Tiềm năng tăng giá (bao gồm tỷ suất cổ tức)

22%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

na

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	16,350
Cao nhất 52 tuần (VND)	17,550
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,650
Vốn hóa (tỷ VND)	6,288
P/E (TTM)	15.6
P/B	1.3
Thị suất cổ tức (%)	0.6
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	46.4

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

JERA ASIA	35.1%
Tập đoàn TTC	16.8%
Thành Thành Công- Biên Hòa	11.0%
CTCP XNK Bến Tre	6.3%
CTCP Hàng tiêu dùng Biên Hòa	5.3%
Khác	25.5%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

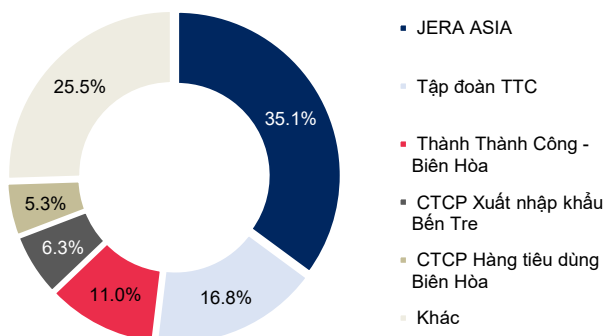
CTCP Điện Gia Lai (HSX: GEG)

Luận điểm đầu tư và khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

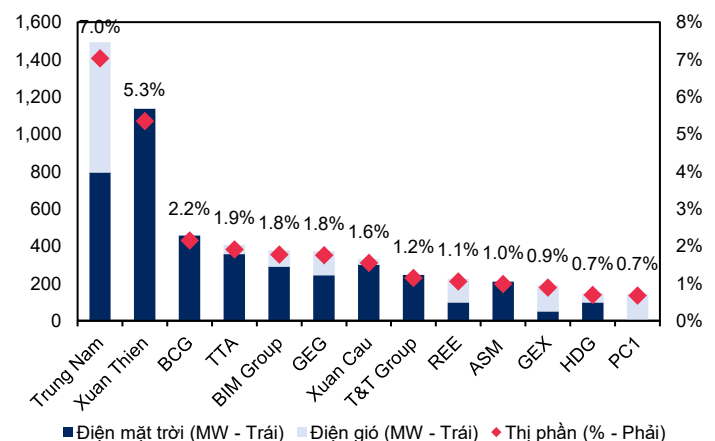
- Doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực NLTT tại Việt Nam, sở hữu danh mục gồm 21 nhà máy điện và 35 hệ thống điện mặt trời áp mái, tổng công suất đang vận hành đạt 672 MWp, chiếm ~1,9% thị phần điện NLTT toàn quốc và đứng top 3 doanh nghiệp NLTT niêm yết tại Việt Nam theo quy mô công suất. Trong đó, bao gồm 1) 82MW thủy điện nhỏ; 2) 310MW điện mặt trời trang trại và áp mái; 3) 230MW điện gió, bao gồm 1 dự án điện gió trên bờ và 3 dự án điện gió gần bờ.
- Doanh nghiệp hưởng lợi từ quá trình chuyển đổi năng lượng sạch của quốc gia, trong đó QHĐ8 Điều chỉnh tăng mạnh công suất điện gió từ 15%-40% sv QHĐ8 và gần gấp đôi công suất điện mặt trời từ nay đến 2030. Hơn nữa, sau vài năm “đóng băng” chính sách, nửa đầu năm 2025 chứng kiến nhiều động thái tháo gỡ khó khăn ngành như ban hành kế hoạch thực hiện QHĐ8 Điều chỉnh, theo sau là khung giá cho nhóm NLTT, cơ bản tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các nhà đầu tư bắt đầu một chu kỳ phát triển mới của ngành từ 2025. Tận dụng cơ hội đó, GEG đang triển khai 3 dự án điện mới bao gồm ĐMT Đức Huệ 2 (49MW); Điện gió V.P.L 2 Bến Tre (30MW); và thủy điện nhỏ Ea Tih (8,6MW). Ngoài ra, doanh nghiệp vừa trúng thầu dự án điện gió Tân Thành (100MW), đang tham gia đấu thầu thêm một số dự án tại Trà Vinh và tiếp tục tham vọng mở rộng tổng công suất NLTT lên ~2.500-3.000MW từ nay đến 2030.
- 2025 là bước ngoặt lợi nhuận nhờ 1) Điện gió Tân Phú Đông 1 (100MW) đàm phán được giá bán chính thức đạt 1.813đ/kWh, sau khi phải huy động với giá tạm chỉ bằng 50% trong 2024; 2) Chi phí lãi vay giảm, hỗ trợ đáng kể LN ròng do GEG có tỷ lệ đòn bẩy cao, nhạy cảm với các chi phí tài chính. Dự kiến 2025 sẽ ghi nhận mức LN ròng tăng trưởng đột biến 514% svck và duy trì ở nền cao trong 2026.

Hình 1: GEG nằm trong hệ sinh thái của tập đoàn Thành Thành Công, cùng với sự đồng hành của nhóm NĐT ngoại như JERA, DEG.



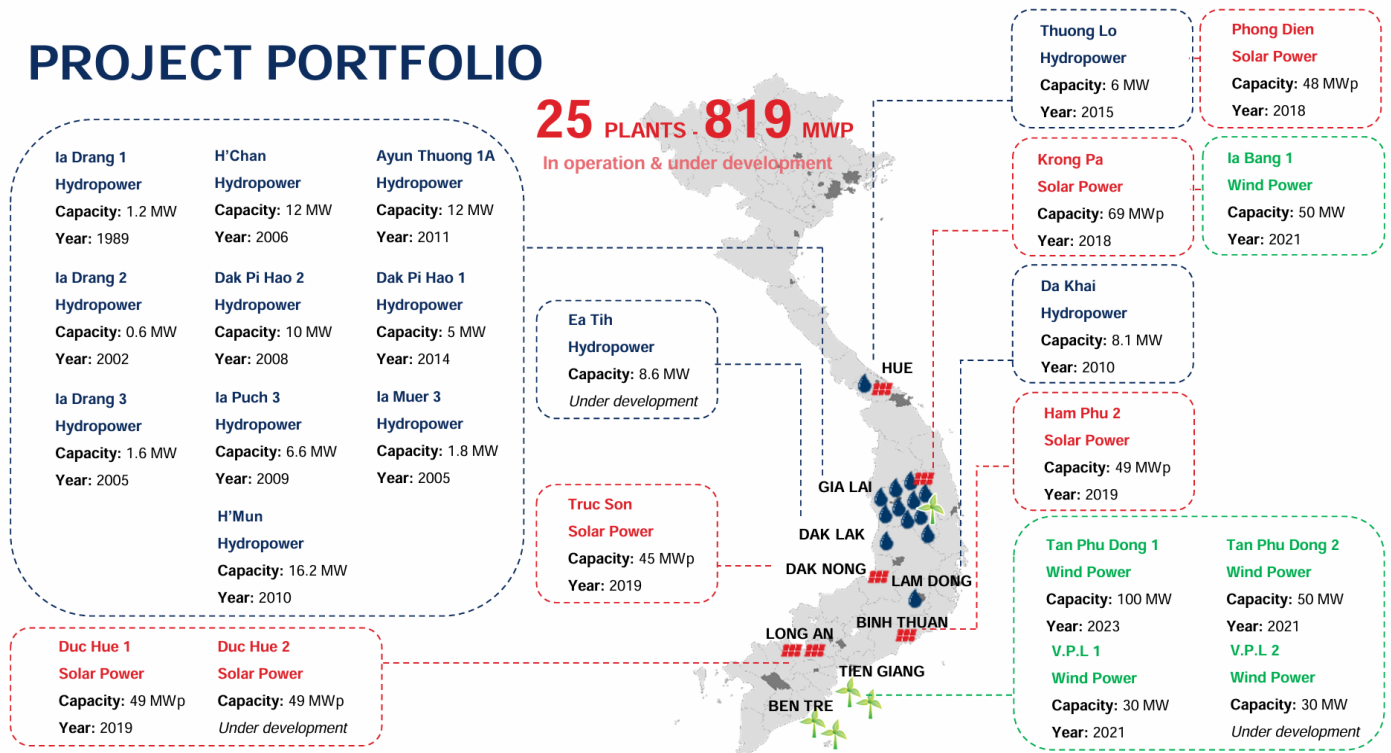
Nguồn: GEG, MBS Research

Hình 2: Doanh nghiệp nằm trong nhóm dẫn đầu về quy mô công suất NLTT, và thuộc top 3 trong nhóm doanh nghiệp niêm yết



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Hình 3: Danh mục các nhà máy của GEG



Nguồn: GEG, MBS Research

Định giá

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 19.800đ/cp (tiềm năng tăng giá 25%), chúng tôi ưa thích doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng LN mạnh mẽ, phù hợp với xu hướng đầu tư chủ đạo của ngành, tập trung đẩy mạnh năng lượng tái tạo. Về mặt định giá, GEG đang có mức EV/EBITDA 2025-26 hấp dẫn chỉ 6,6x, thấp hơn so với mức trung bình ngành (8,5x). Định giá dựa trên hai phương pháp hệ số EV/EBITDA và DCF với tỷ trọng tương đương:

- Phương pháp DCF-10 năm (WACC: 10,6%; COE: 14,7%; tăng trưởng dài hạn: 1%).
- EV/EBITDA mục tiêu 8,5x, tương đương mức trung bình ngành theo quan điểm thận trọng.

Hình 4: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	//	2035
EBITDA	1,982	1,999	2,014	2,043		2,185
(-) Chi phí khấu hao	(799)	(795)	(787)	(787)		(779)
EBIT	1,183	1,204	1,227	1,256		1,406
(-) Thuế	(75)	(88)	(102)	(108)		(277)
Thuế (%)	11%	11%	12%	11%		20%
EBIAT	1,108	1,116	1,126	1,148		1,129
(+) Chi phí khấu hao	799	795	787	787		779
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(167)	40	(36)	(15)		(3)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(50)	(650)	(1,370)	(50)		(50)
FCFF	1,690	1,301	507	1,870		1,855
Giá trị dòng tiền năm cuối						19,449

Nguồn: MBS Research

Hình 5: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.3
Phần bù rủi ro	9.0%
Chi phí vốn	14.7%

Nguồn: MBS Research

Hình 6: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	17,671
Nợ	(8,595)
Chi phí nợ	9.5%
Thuế (%)	20.0%
WACC	10.6%
Tăng trưởng dài hạn	1.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 7: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
		đồng/cp	%	đồng/cp
Trung bình EV/EBITDA 2025-26	8.5x	18,664	50%	9,332
DCF 10 năm		20,845	50%	10,423

Giá hợp lý	19,755
Giá mục tiêu (làm tròn)	19,800

Nguồn: MBS Research

Hình 8: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)		D/E
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ			TTM	2025	Hiện tại	2025	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025	Hiện tại
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	48,900	NA	KKN	440.6	16.2	na	2.4	na	8.0	na	15.1	na	8.8	na	67%
CTCP Thủy điện Hòa Na	HNA VN	24,400	NA	KKN	218.9	18.3	na	1.7	na	8.6	na	9.7	na	9.3	na	15%
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	34,300	NA	KKN	192.2	10.8	na	2.5	na	11.1	na	16.0	na	8.9	na	30%
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	66,800	75,700	Khả quan	1,380.1	17.0	14.7	1.9	1.6	5.9	7.1	11.5	12.1	10.9	9.1	44%
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	27,000	31,200	Khả quan	381.0	35.4	11.2	1.6	1.4	2.0	6.5	4.6	14.0	9.2	6.6	63%
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	24,400	28,500	Khả quan	332.8	21.7	19.4	1.6	1.3	2.1	2.4	7.4	7.6	7.6	7.3	143%
CTCP PT Trường Thành	TTA VN	11,300	NA	KKN	73.3	9.4	na	0.9	na	5.6	na	9.6	na	6.0	na	82%
Trung bình						18.4	15.1	1.8	1.4	6.2	5.3	10.5	11.2	8.7	7.7	0.6
Trung vị						17.7	14.9	1.7	1.4	6.0	5.9	10.1	11.7	8.9	7.5	0.6
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	16,350	19,800	Khả quan	223.4	14.9	8.3	1.4	0.9	2.5	4.6	9.8	11.3	7.7	6.6	142%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro về hồi tố đối với các dự án điện mặt trời
- Rủi về về đấu thầu dự án NLTT bao gồm 1) Tiến độ mở thầu dự án chậm trong bối cảnh Chính Phủ đang thực hiện sát nhập tỉnh; 2) Rủi ro về trượt thầu do cạnh tranh cao.
- Các rủi ro về đòn bẩy tài chính có thể ảnh hưởng lên tăng trưởng LN và dòng tiền của doanh nghiệp.

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 2/2025

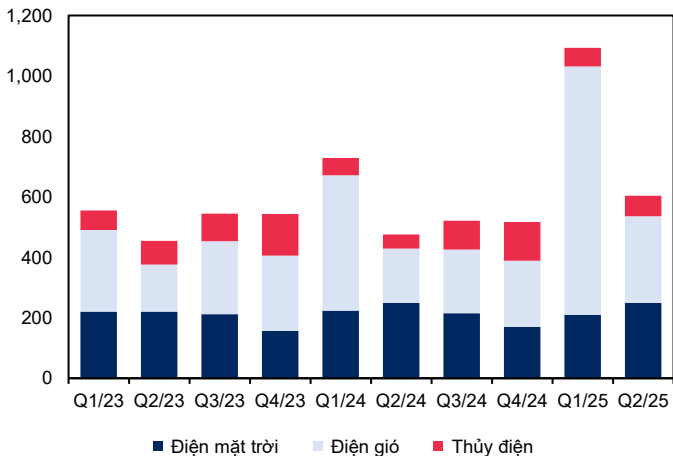
Tăng trưởng LN ấn tượng nhờ chốt giá chính thức cho Tân Phú Đông 1

Hình 9: Tổng hợp kết quả kinh doanh Q2/25

Các tiêu chí KQKD (Tỷ đồng)	Q2/25	svck(%)	6T25	svck(%)	Nhận xét
Tổng sản lượng (triệu kWh)	253	2%	581	-11%	Sản lượng Q2/25 duy trì ổn định, trong đó sản lượng thủy điện và điện gió tăng trưởng, bù đắp cho sản lượng ĐMT giảm nhẹ svck.
Thủy điện	45	65%	77	42%	Sản lượng thủy điện Q2/25 tiếp tục tăng 65% svck chủ yếu do thủy văn thuận lợi hơn
Điện mặt trời	107	-4%	199	-6%	
Điện gió	124	8%	330	-15%	
Giá bán bình quân (đ/kWh)	2,471	26%	2,990	59%	Giá bán bình quân Q2/25 tăng 26% svck, chủ yếu do giá bán điện gió tăng mạnh
Thủy điện	1,524	-12%	1,684	-13%	
Điện mặt trời	2,327	4%	2,307	3%	
Điện gió	2,315	48%	3,330	105%	Giá bán điện gió Q2/25 tăng 48% svck, chủ yếu do điện gió Tân Phú Đông 1 bắt đầu ghi nhận huy động theo giá chính thức 1.813đ/kWh cao gấp đôi so với giá tạm trong 2024
Doanh thu	624	28%	1,737	41.6%	Theo đó, doanh thu Q2/25 tăng 28% svck chủ yếu do giá bán điện gió tăng
Thủy điện	68	45%	129	24%	
Điện mặt trời	249	0%	459	-3%	
Điện gió	287	59%	1,109	77%	
LN gộp	273	29%	1,099	0%	LN gộp Q2/25 tăng trưởng tương ứng 29% svck
Biên LN gộp (%)	44%	0.2đ%	63%	11.9đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	37	30%	82	13%	Chi phí bán hàng & QLDN tăng trưởng tương ứng theo doanh thu
Doanh thu tài chính	119	1212%	127	591.3%	Trong Q2/25, doanh nghiệp ghi nhận khoản lãi từ thoái vốn CTCP Thủy điện Trường Phú 112 tỷ đồng, hỗ trợ doanh thu tài chính tăng mạnh 12 lần svck.
Chi phí tài chính	172	2%	360	-13%	Chi phí tài chính Q2/25 đi ngang chủ yếu do phí dịch vụ từ thương vụ thoái vốn, trong khi lãi vay giảm nhẹ svck.
Thu nhập ròng khác	1	-384%	1	-188%	
Lợi nhuận trước thuế	184	764%	789	400%	LNTT 6T25 tăng 400% svck đạt 789 tỷ đồng, hoàn thành kế hoạch cả năm là 777 tỷ đồng
Thuế	26	33%	19	-38%	
Lợi nhuận sau thuế	158	12763%	771	504%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	(8)	-60%	227	1290%	
LN ròng	166	675%	544	390%	LN ròng Q2/25 tăng 675% svck, kéo LN ròng 6T25 tăng 390% svck đạt 544 tỷ đồng.

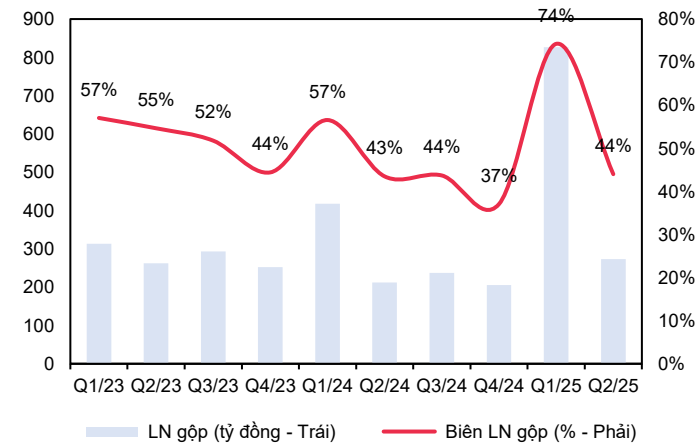
Nguồn: GEG, MBS Research

Hình 10: Doanh thu của GEG có tính chu kỳ theo quý, đặc biệt cao trong Q1 giai đoạn mùa gió và ổn định ở các quý sau (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: GEG, MBS Research

Hình 11: LN gộp và biên LN gộp theo quý



Nguồn: GEG, MBS Research

Triển vọng 2025-27: Doanh nghiệp tiên phong trong chu kỳ mới

Tổng hợp dự phóng KQKD 2025-27

Trong 2025, doanh nghiệp đặt kế hoạch doanh thu tăng 43% svck đạt 3.400 tỷ đồng, LNTT tăng 4 lần svck đạt 777 tỷ đồng, với động lực chính đến từ dự án điện gió Tân Phú Đông 1 được chốt giá bán chính thức, đem về khoản hồi tố cũng như điều chỉnh tăng giá bán lên gấp đôi so với 2024. Hơn nữa, việc mua lại trước hạn một số khoản trái phiếu cũng như xu hướng chi phí lãi vay giảm đang hỗ trợ cải thiện đáng kể các áp lực chi phí tài chính của doanh nghiệp, được kỳ vọng sẽ là một động lực nữa hỗ trợ cho tăng trưởng LN ròng. Trên thực tế LNTT 6T25 đã hoàn thành 102% kế hoạch cả năm của doanh nghiệp, theo đó, dự kiến LN thực tế 2025 sẽ vượt xa kế hoạch.

Hình 12: Dự phóng kết quả kinh doanh GEG 2025-27

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	%svck	2026	%svck	2027	%svck	Đánh giá
Sản lượng (triệu kWh)	1,365	1%	1,439	5%	1,508	5%	
Thủy điện	344	9%	339	-1%	333	-2%	Kỳ vọng sản lượng có sự phục hồi nhẹ từ nền thấp 2024, sau đó duy trì ở mức ổn định theo giả định trung bình 3 năm.
Điện mặt trời	379	-3%	455	20%	453	-1%	Sản lượng tăng trưởng 20% trong 2026 do kỳ vọng Đức Huệ 2 đi vào hoạt động từ đầu năm
Điện gió	642	-1%	645	0%	722	12%	Sản lượng dự kiến tăng trưởng 12% trong 2027 với giả định điện gió VPL2 Bến Tre đi vào hoạt động
Giá bán bình quân (đ/kWh)							
Thủy điện	1,216	2%	1,240	2%	1,265	2%	
Điện mặt trời	2,348	6%	2,159	-8%	2,178	1%	Giá bán điện tăng nhẹ trong 2025 chủ yếu do kỳ vọng tỷ giá tăng, trong khi dự kiến giảm 8% svck trong 2026 do Đức Huệ 2 với giá bán thấp hơn đi vào hoạt động.
Điện gió	2,122	30%	2,136	1%	2,112	-1%	Giá bán bình quân điện gió tăng 30% svck nhờ điều chỉnh tăng giá bán Tân Phú Đông 1 từ 902đ/kWh lên 1813đ/kWh sau khi đàm phán được giá chính thức. Từ 2026, giá bán điện gió giảm về mức ổn định ~2.136đ/kWh và tiếp tục giảm nhẹ từ 2027 do V.P.L 2 Bến Tre đi vào hoạt động với mức giá dự kiến thấp hơn.
Doanh thu	2,941	26%	2,801	-5%	2,955	5%	Trong 2025, động lực tăng trưởng chính của doanh thu chủ yếu đến từ tăng trưởng tăng giá bán.
Thủy điện	418	11%	421	1%	422	0%	
Điện mặt trời	889	3%	983	11%	986	0%	
Điện gió	1,613	52%	1,377	-15%	1,524	11%	Doanh thu điện gió 2025 tăng 52% svck hỗ trợ bởi khoản hồi tố và điều chỉnh tăng giá bán. Nếu loại bỏ khoản hồi tố 397 tỷ đồng, doanh thu thuần từ HDKD kỳ vọng tăng ~15% svck
Doanh thu khác	18	-18%	17	-2%	19	9%	
Giá vốn hàng bán	1,340	-207%	1,335	0%	1,411	6%	
LN gộp	1,602	49%	1,466	-8%	1,543	5%	LN gộp 2025 tăng trưởng mạnh mẽ 49% svck, hỗ trợ bởi thông tin tích cực từ TPD1, kéo theo biên LN gộp cải thiện.
Biên LN gộp (%)	54%		52%		52%		
Chi phí bán hàng & QLDN	172	-227%	164	-5%	173	5%	
EBIT	1,429	52%	1,303	-9%	1,371	5%	
Doanh thu tài chính	140	268%	28	-80%	42	50%	Doanh thu tài chính 2025 tăng mạnh 268% svck, chủ yếu do khoản thoái vốn 25% cổ phần tại công ty LDLK Thủy điện Trường Phú, ghi nhận khoản lãi từ thoái vốn 120 tỷ đồng trong Q2/25.
Chi phí tài chính	630	-179%	608	-3%	629	4%	Chi phí tài chính giảm mạnh 21% svck trong 2025, hỗ trợ bởi lãi vay giảm và doanh nghiệp có sự cải thiện về dòng tiền trả nợ. Nhìn sang 2026-27, chúng tôi kỳ vọng có sự tăng nhẹ trong chi phí lãi vay chủ yếu đến từ nhu cầu đầu tư thêm nhà máy mới.
LNTT	947	422%	730	-23%	791	8%	
Chi phí thuế	89	-199%	67	-24%	80	19%	
LNST	858	832%	663	-23%	710	7%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	153	572%	101	-34%	120	19%	
LN ròng	705	514%	562	-20%	590	5%	GEG cơ bản đã vượt qua được những khó khăn giai đoạn 2021-24, giải quyết được các vướng mắc dự án và đang trong quá trình khởi động lại một chu kỳ phát triển mới của ngành với những mục tiêu tham vọng từ nay đến 2030. Trong 2025, kỳ vọng LN ròng tăng trưởng 514% svck đạt 705 tỷ đồng, là nền cao khiến tăng trưởng LN ròng 2026 đạt mức âm 20% svck. Tuy nhiên, nếu nhìn về LN cốt lõi, năm 2025 sẽ là bước ngoặt về LN của GEG với động lực chính từ hoàn tất đàm phán giá cho TPD 1. Theo đó, nền LN ròng của GEG từ 2026 sẽ duy trì ở mức trên 500 tỷ so với mức khiêm tốn ~150 tỷ đồng giai đoạn 2021-24.
LN ròng cốt lõi*	376	227%	562	50%	590	5%	

*LN cốt lõi: Trừ đi các khoản LN bất thường trong năm sau thuế

Cơ chế giá mới cho NLTT mở ra cơ hội lớn cho tham vọng đẩy mạnh công suất của GEG từ 2025

Chúng tôi kỳ vọng 2025 sẽ là bước khởi đầu cho một chu kỳ phát triển mới của ngành NLTT, khi trong 6 tháng đầu năm chứng kiến hàng loạt chính sách quan trọng được ban hành, bao gồm QHĐ 8 Điều chỉnh + Kế hoạch thực hiện QHĐ 8 Điều chỉnh, thể hiện quan điểm rõ ràng hơn về tiếp tục đẩy mạnh công suất điện NLTT từ nay đến 2030, với các mũi nhọn chính là điện gió và điện mặt trời. Ngoài ra, khung giá chính thức cho các loại hình nguồn điện NLTT, liên tục được ban hành trong tháng 4-5/2025, cơ bản tháo các vướng mắc về đầu tư cho doanh nghiệp sau thời gian dài “đóng băng” chính sách.

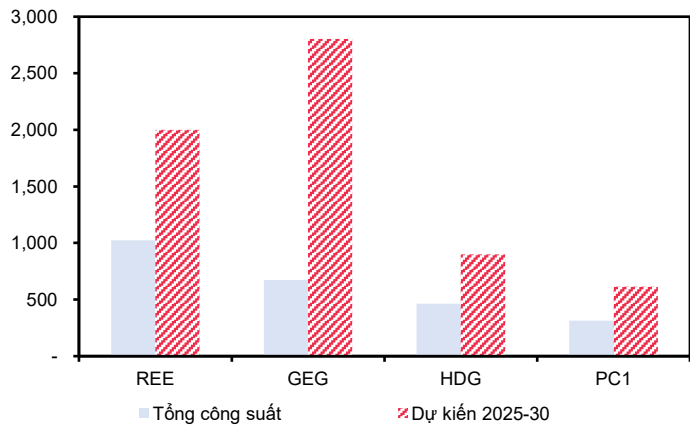
Đối với GEG, doanh nghiệp đang thực hiện triển khai đầu tư 3 dự án điện, bao gồm thủy điện nhỏ Ea Tih (8,6MW); điện gió gần bờ VPL2 Bến Tre (30MW) và ĐMT Đức Huệ 2 (50MW) dự kiến đi vào hoạt động trong 2026-27. Doanh nghiệp cũng vừa thông báo trúng thầu điện gió Tân Thành tại Tiền Giang (100MW) trong tháng 6/2025 kỳ vọng khởi công từ giữa 2026 và đi vào vận hành từ 2028. Hơn nữa, GEG đang tham gia đấu thầu các dự án tại Trà Vinh quy mô công suất ~130MW và chuẩn bị danh mục gói đầu với tham vọng mở rộng công suất toàn công ty lên quy mô ~2.500-3.000MW đến 2030. Với kinh nghiệm và năng lực vượt trội, chúng tôi tin tưởng vào khả năng duy trì vị thế dẫn đầu của GEG trong giai đoạn tới.

Hình 13: Khung giá mới mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp NLTT, sau khoảng 4 năm vướng mắc chính sách

		Khu vực	FIT1	FIT2	Chuyển tiếp	Khung giá 2025 (USD)	Khung giá 2025 (VND)	%sv giá chuyển tiếp
Điện mặt trời không có hệ thống lưu trữ (BESS)	Điện mặt trời nổi	Bắc Bộ				6.6	1685.8	42%
		Nam Trung Bộ	9.35	7.69	4.6	5.2	1336.1	13%
		Nam Bộ				4.8	1228.2	4%
	ĐMT trang trại	Bắc Bộ				5.4	1382.7	17%
		Nam Trung Bộ	9.35	7.09	4.6	4.3	1107.1	-7%
		Nam Bộ				3.9	1012.0	-15%
Điện mặt trời không có hệ thống lưu trữ (BESS)	Điện mặt trời nổi	Bắc Bộ				7.3	1876.6	na
		Nam Trung Bộ	9.35	7.69	4.6	5.8	1487.2	na
		Nam Bộ				5.3	1367.1	na
	ĐMT trang trại	Bắc Bộ				6.1	1572.0	na
		Nam Trung Bộ	9.35	7.09	4.6	4.9	1257.1	na
		Nam Bộ				4.5	1149.9	na
Điện gió trên bờ		Bắc Bộ				7.6	1959.4	23%
		Nam Trung Bộ	8.5		6.2	7.0	1807.4	14%
		Nam Bộ				7.2	1840.3	16%
Điện gió gần bờ		9.8		7.1	7.7	1987.4	9%	

Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Hình 14: GEG đặt tham vọng mở rộng công suất mạnh mẽ từ nay đến 2030, giữ vững vị thế một trong những doanh nghiệp NLTT hàng đầu



Nguồn: GEG, MBS Research

Hình 15: Một số địa phương bắt đầu mở thầu quan tâm dự án, và GEG là một trong số những doanh nghiệp chủ động tham gia đấu thầu

Dự án	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Nhà đầu tư quan tâm
Quảng Trị Win 1	48	1759	1) CTCP Phong điện Thuận Bình (REE); 2) liên danh AIT; 3) liên danh Win Quảng Trị - Wind Intl; 4) ASM
Quảng Trị Win 2	48	1609	1) CTCP Phong điện Thuận Bình (REE); 2) liên danh AIT; 3) liên danh Win Quảng Trị - Wind Intl
Quảng Trị Win 3	48	1689	1) CTCP Điện gió Nam Bình; 2) Liên danh WinQT-Win Power
Trà Vinh V1-5, 1-6	80	3864	1) REE; 2) Liên danh Phước Minh-Minhhyang; 3) GEG; 4) Liên danh ĐG Trà Vinh 1-Rev 1&2 (Singapore)
Trà Vinh V1-1 GD2	48	2546	1) Liên danh REE + Trung Nam; 2) Liên danh ĐG Trà Vinh 1-Rev 2; 3) GEG; 4) CTCP Bắc Phương-Viên An
Trà Vinh V1-2 MR	48	2393	1) Liên danh Phước Minh - Minhhyang; 2) TTVN; 3) Liên danh ĐG Trà Vinh 1-Rev 2
Trà Vinh V1-3 GD2	48	2257	1) REE; 2) Liên danh Phước Minh - Minhhyang; 3) Liên danh Điện gió Trà Vinh 1 và Rev2
Đồng Hải 3 (V3-3)	48	2771	1) Liên danh Phước Minh - Minhhyang; 2) Liên danh ĐG Trà Vinh 1 và Rev1&2; 3) TTVN

Nguồn: Báo đấu thầu, MBS Research

Hình 16: Danh mục dự án của GEG

STT	Dự án	Vị trí	Công suất (MW)	Năm vận hành	Số giờ vận hành (giờ/năm)	Giá bán bình quân năm 2024	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)
Thủy điện			89.7			đồng/kWh	
1	Ia Drăng 2	Gia Lai	1.2	1989	5,416	943	25
2	Ia Drăng 1	Gia Lai	0.6	2002	5,500	852	25
3	Ia Drăng 3	Gia Lai	1.6	2005	5,800	887	25
4	Ia Meur 3	Gia Lai	1.8	2005	4,333	871	25
5	H'Chan	Gia Lai	12.0	2006	4,700	1,178	14
6	Đắc Pi Hao 2	Gia Lai	10.0	2008	4,161	1,238	17
7	Ia Puch 3	Gia Lai	6.6	2009	4,638	973	25
8	H'Mun	Gia Lai	16.2	2010	4,100	1,250	19
9	Đa Khai	Lâm Đồng	8.1	2010	4,568	1,161	25
10	Ayun thượng	Gia Lai	12.0	2011	4,200	1,285	25
11	Đắc Pi Hao 1	Gia Lai	5.0	2014	4,200	1,219	25
12	Thượng Lộ	Huế	6.0	2015	3,000	1,350	25
13	Ea Tih*	Đắk Lắk	8.6	2027*	na	na	na
Điện mặt trời			359			UScent/kWh	
1	Phong Điền	Huế	60	2018	1,000	9.35	16
2	Krông Pa	Gia Lai	69	2018	1,493	9.35	20
3	Đức Huệ 1	Long An	49	2019	1,490	9.35	20
4	Hàm Phú 2	Bình Thuận	49	2019	1,571	9.35	21
5	Trúc Sơn	Đắk Nông	44	2019	1,545	9.35	19
6	Áp mái	na	39	2019	1,205	8.38	17
7	Đức Huệ 2*	Long An	49	2026*	1,531	3.97*	13*
Điện gió			360			UScent/kWh	
1	Ia Bang 1	Gia Lai	50	2021	3,260	8.5	37
2	Tân Phú Đông 2	Tiền Giang	50	2021	3,220	9.8	47
3	V.P.L 1	Bến Tre	30	2021	3,067	9.8	46
4	Tân Phú Đông 1	Tiền Giang	100	2023	3,070	7.3	47
5	V.P.L 2*	Bến Tre	30	2027*	3,067	7.3*	47*
6	Tân Thành*	Tiền Giang	100	2028*	2,640	na	na

Nguồn: GEG, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2024	2025	2026	2027		2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	2,325	2,941	2,801	2,955	LN trước thuế	182	947	730	791
Giá vốn hàng bán	(1,252)	(1,340)	(1,335)	(1,411)	Khấu hao	804	860	886	937
Lợi nhuận gộp	1,073	1,602	1,466	1,543	Thuế đã nộp	(61)	(89)	(67)	(80)
Chi phí quản lý DN	(135)	(171)	(163)	(172)	Các khoản điều chỉnh khác	785	461	555	560
Chi phí bán hàng	(0)	(1)	(1)	(0)	Thay đổi VLĐ	7	(167)	40	(36)
LN từ HĐKD	938	1,429	1,303	1,371	LCTT từ HĐKD	913	1,371	1,564	1,555
EBITDA thuần	1,742	2,289	2,189	2,308	Đầu tư TSCĐ	(102)	(50)	(650)	(1,370)
LN trước thuế & lãi vay	938	1,429	1,303	1,371	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	40	-	-	-
Thu nhập lãi	38	140	28	42	LCTT từ đầu tư	12	(675)	(1,278)	(271)
Chi phí tài chính	(801)	(630)	(608)	(629)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	-	-	-
Thu nhập ròng khác	2	(0)	1	0	Tiền vay ròng nhận được	(906)	(598)	1	(1,066)
TN từ các Cty LK & LD	5	7	7	7	Dòng tiền từ HĐTC khác	(8)	-	-	-
LN trước thuế	182	947	730	791	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(76)	(39)	(39)	(39)
Thuế TNDN	(89)	(89)	(67)	(80)	LCTT từ hoạt động TC	(990)	(600)	(48)	(1,095)
Lợi nhuận sau thuế	92	858	663	710	Tiền & tương đương tiền đầu kì	229	164	260	498
Lợi ích cổ đông thiểu số	23	(153)	(101)	(120)	LC tiền thuần trong năm	(65)	96	238	189
Lợi nhuận ròng	115	705	562	590	Tiền & tương đương tiền cuối kì	164	260	498	687
Chi trả cổ tức	-	(39)	(39)	(39)					
Lợi nhuận giữ lại	115	667	524	552					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2024	2025	2026	2027		2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	164	260	498	687	Tăng trưởng doanh thu thuần	7.5%	26.5%	-4.8%	5.5%
Đầu tư ngắn hạn	239	310	572	753	Tăng trưởng EBITDA	5.0%	31.4%	-4.4%	5.4%
Phải thu khách hàng	823	1,059	1,002	1,061	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-2.5%	52.5%	-8.9%	5.2%
Hàng tồn kho	119	123	121	122	Tăng trưởng LN trước thuế	-6.9%	421.5%	-22.9%	8.3%
Các tài sản ngắn hạn khác	36	38	37	38	Tăng trưởng LN ròng	-16.3%	514.2%	-20.3%	5.0%
Tổng tài sản ngắn hạn	1,382	1,790	2,231	2,660	Tăng trưởng EPS	-16.3%	514.2%	-20.3%	5.0%
Tài sản cố định	13,209	12,399	12,163	12,596					
Tài sản vô hình	21	21	21	21	Biên LN gộp	46.2%	54.4%	52.4%	52.2%
Xây dựng cơ bản dở dang	268	962	1,356	118	Biên EBITDA	74.9%	77.8%	78.1%	78.1%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	4.9%	24.0%	20.1%	20.0%
Đầu tư vào công ty LDLK	174	180	187	194	ROAE	2.0%	11.4%	8.1%	7.8%
Khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROAA	0.7%	4.6%	3.6%	3.7%
Tài sản dài hạn khác	91	99	102	103	ROIC				
Tổng tài sản dài hạn	13,792	13,709	13,869	13,077					
Tổng tài sản	15,174	15,499	16,100	15,737	Vòng quay tài sản	14.9%	19.2%	17.7%	18.6%
					Cổ tức chi trả/LN ròng	0.0%	5.5%	6.9%	6.5%
Vay & nợ ngắn hạn	597	499	1,566	1,535	Tổng nợ vay/VCSH	163.2%	134.1%	122.5%	98.8%
Phải trả người bán	32	57	57	60	Nợ vay ròng/VCSH	152.5%	121.2%	104.0%	76.9%
Phải trả ngắn hạn khác	156	205	185	206	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	57.9%	51.8%	46.7%	38.7%
Tổng nợ ngắn hạn	785	762	1,808	1,802	Khả năng thanh toán lãi vay	1.2	2.4	2.2	2.3
Vay & nợ dài hạn	8,596	8,096	7,030	5,995					
Các khoản phải trả khác	28	20	26	24	Số ngày phải thu	130	131	131	131
Tổng nợ dài hạn	8,624	8,116	7,057	6,019	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	36	36	36	36
Tổng nợ	9,409	8,878	8,865	7,821	Số ngày phải trả tiền bán	16	16	16	16
Vốn điều lệ	3,583	3,583	3,583	3,583	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.8	2.3	1.2	1.5
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Khả năng thanh toán nhanh	1.6	2.1	1.1	1.4
Cổ phiếu quỹ	642	642	642	642	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.5	0.7	0.6	0.8
LN giữ lại	83	750	1,273	1,825					
Các quỹ thuộc VCSH	-	-	-	-	Định giá				
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	320	1,968	1,569	1,648
Vốn chủ sở hữu	5,648	6,467	7,091	7,763	BVPS (đồng/cp)	15,762	18,049	19,791	21,666
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,339	1,492	1,593	1,713	P/E (lần)	51.5	8.4	10.5	10.0
Tổng vốn chủ sở hữu	5,764	6,621	7,235	7,916	P/B (lần)	1.0	0.9	0.8	0.8
Tổng nợ và VCSH	15,174	15,499	16,100	15,737					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyến</i> <i>Nguyễn Đức Hào</i>	Bất động sản <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i>
	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>