

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ17,800 (từ VNĐ16,857)

Tiềm năng tăng/giảm: 58.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/1/2025)	11,200
Mã Bloomberg	GEG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,650-16,143
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	11,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,013
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	158
Slg CP lưu hành (tr.đv)	358
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	176
Slg CP NN được mua (tr.đv)	18.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	43.7%
Tỷ lệ freefloat	41.8%
Cổ đông lớn	JERA (35.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.82	(7.82)	(8.13)
So với chỉ số	5.16	(2.85)	(17.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	312	379	(17.7)
2025F	985	686	43.5
2026F	1,154	1,004	15.0

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 81 MW thủy điện, hơn 300 MWp điện mặt trời và 230 MW điện gió vào cuối năm 2023. GEG có kế hoạch mở rộng công suất khá tham vọng trong giai đoạn 2023-2030.

Chuyên viên phân tích

Natalie Nguyễn

Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Sẵn sàng để phục hồi; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 6% giá mục tiêu lên 17.800đ (tiềm năng tăng giá 58%) khi GEG tiến gần hơn đến việc hoàn tất đàm phán giá điện chuyển tiếp cho dự án điện gió TPD1. Tác động đến giá mục tiêu của việc trì hoãn kết thúc đàm phán đã được bù đắp hoàn toàn nhờ các giá định định giá mới.
- Chúng tôi giảm 46% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 nhưng tăng 18% dự báo cho năm 2025 để phản ánh sự chậm trễ trong cả việc hoàn tất đàm phán giá điện cho dự án TPD1 và trong việc triển khai các dự án mới.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Tại giá mục tiêu theo phương pháp DCF, P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 18,1 lần và 15,4 lần.

Sự kiện: Việc trì hoãn đàm phán giá FIT ảnh hưởng đến lợi nhuận năm 2024

Giống như các công ty phát triển năng lượng tái tạo khác, GEG đã không thể hoàn tất đàm phán về giá bán điện chuyển tiếp cho dự án điện gió Tân Phú Đông 1 (TPD1). HSC đã kỳ vọng GEG sẽ đạt được thỏa thuận với EVN để bán điện thành phẩm của TPD1 trong năm 2024 ở mức trần của khung giá điện chuyển tiếp (khoảng 1.816đ/kWh). Trên thực tế, GEG chỉ có thể bán điện năng của mình bằng cách sử dụng cơ chế giá tạm cho các dự án chuyển tiếp ở mức 908đ/kWh, tương đương 50% mức giá trần trong suốt năm 2024.

Gác lại các dự án mới, GEG hiện đang tập trung toàn lực vào việc đàm phán với EVN.

Tác động: Chuyển lợi nhuận từ năm 2024 sang năm 2025

HSC giảm 46% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 trong khi tăng 18% dự báo cho năm 2025; điều này phản ánh việc chậm trễ 1 năm trong việc đạt được phê duyệt khung giá điện chuyển tiếp cho dự án TPD1 và trong việc triển khai các dự án mới. Chúng tôi kỳ vọng các cuộc đàm phán sẽ kết thúc vào nửa đầu năm 2025 với giá bán điện được ấn định ở mức 1.362đ/kWh (thấp hơn 25% so với mức trần của khung giá điện chuyển tiếp, là cơ sở cho các dự báo trước đây); và GEG sẽ nhận được khoản hồi tố 202 tỷ đồng trong năm 2025 cho sản lượng điện bán cho EVN trong 2 năm qua.

Trong khi đó, hai dự án mới đáng chú ý trong kế hoạch ngắn hạn là nhà máy điện mặt trời Đức Huệ 2 công suất 49 MWp và nhà máy điện gió VPL 2 công suất 30 MW. HSC hiện dự báo các dự án này sẽ bổ sung 10% vào tổng sản lượng điện của GEG bắt đầu từ năm 2026 (so với năm 2025 trong dự báo trước đây).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2017 ở mức 25,4 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 6% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 17.800đ, nhờ (1) điều chỉnh giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống mức 7,5% (so với 8,5% trước đó) và (2) chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025. Giá mục tiêu mới tương ứng với P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 18,1 lần và 15,4 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 15/1.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,516	1,660	1,663 ▼	1,983	1,949
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	316	137	118 ▼	371 ▲	435
EPS ĐC (đồng)	867	367	312 ▼	985 ▲	1,154
DPS (đồng)	0	0	0 ▼	0 ▼	0
BVPS (đồng)	11,939	12,141	12,335 ▼	13,239 ▼	14,340
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.98	8.36	7.96	6.11	5.60
P/E ĐC (lần)	12.9	30.5	35.9	11.4	9.70
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.94	0.92	0.91	0.85	0.78
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	52.2	(57.7)	(15.0)	216	17.2
ROAE (%)	8.25	3.18	2.68	8.10	8.81

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nền tảng cơ bản vững chắc, sẵn sàng phục hồi trong năm 2025

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GEG nhưng tăng 6% giá mục tiêu khi đánh giá lại tiến trình đàm phán giá bán với EVN và việc quản lý danh mục dự án của Công ty. Chúng tôi giảm 46% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 đồng thời tăng 18% dự báo cho năm 2025; những điều chỉnh này phản ánh sự chậm trễ trong việc có được phê duyệt khung giá điện chuyển tiếp cho TPĐ1 và trong việc triển khai các dự án mới. Nhìn chung, GEG có sức hấp dẫn với nền tảng cơ bản vững chắc và P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức thấp là 11,4 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Khuyến nghị Mua vào.

Trong báo cáo này, trước tiên HSC cung cấp thông tin cập nhật về danh mục các dự án điện của GEG, từ đó đưa ra đánh giá tổng quan về danh mục đầu tư của công ty. Sau đó, chúng tôi cập nhật dự báo lợi nhuận và định giá.

Cập nhật danh mục các dự án điện của GEG

Về cập nhật danh mục đầu tư của GEG, HSC bắt đầu với điện gió, lĩnh vực mà chúng tôi tin rằng có tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận lớn nhất, nhờ vào dự án chuyển tiếp dự kiến sẽ được hưởng lợi từ giá bán cao hơn và một nhà máy điện gió mới dự kiến đi vào hoạt động trong năm tới. Tiếp theo là điện mặt trời, với triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ được thúc đẩy bởi các dự án sắp tới, bao gồm cả nhà máy điện mặt trời trên mặt đất và điện mặt trời áp mái. Cuối cùng, chúng tôi thảo luận về thủy điện, mặc dù lĩnh vực này phải đối mặt với thách thức tái ký hợp đồng mua bán điện (PPA) cho các nhà máy cũ với mức giá có thể thấp hơn nhưng đây vẫn là một nguồn doanh thu đáng tin cậy, được hỗ trợ bởi một dự án mới đi vào hoạt động vào năm tới và các nỗ lực mua bán và sáp nhập (M&A) đang diễn ra nhằm vào các nhà máy thủy điện nhỏ.

Điện gió: Dự kiến đạt được thỏa thuận về khung giá điện chuyển tiếp chính thức trong nửa đầu năm 2025

Vào tháng 1/2023, Bộ Công Thương đã ban hành quyết định về khung giá đối với các dự án điện gió và điện mặt trời bị lỡ thời hạn hưởng giá FIT (ngày 30/12/2020 đối với điện mặt trời và ngày 31/10/2021 đối với các dự án điện gió). Có 85 nhà máy điện với tổng công suất 4,7GW đã ký hợp đồng mua bán điện (PPA) nhưng không đủ điều kiện hưởng giá FIT. Những dự án này, được gọi là "dự án năng lượng tái tạo chuyển tiếp", sau đó sẽ đàm phán với EVN dựa trên khung giá đã quy định mức giá trần tương ứng cho các dự án điện mặt trời và điện gió (Bảng 1).

Bảng 1: Trần giá điện cho các dự án điện năng lượng tái tạo chuyển tiếp

Giá thấp hơn 20-30% so với giá FIT trước đó

Loại hình	Trần giá điện (đồng/kWh)	FIT		Điều chỉnh So với giá trần
		(US cents/kWh)	(đồng/kWh)	
Điện mặt trời (mặt đất)	1,184.90	7.09	1,725.49	-31%
Điện mặt trời (nổi)	1,508.27	7.69	1,871.52	-19%
Điện gió (đất liền)	1,587.12	8.50	2,068.65	-23%
Điện gió (trên biển)	1,815.95	9.80	2,385.03	-24%

Nguồn: HSC ước tính

Do chưa thể đạt được thỏa thuận giá chính thức/giá cuối cùng với EVN, tính đến cuối năm 2024, 29 trong số 85 dự án và một phần của các dự án đủ điều kiện với tổng công suất khoảng 1,6 GW đã vận hành thương mại với cơ chế định giá tạm một phần bằng 50% mức giá trần đã đề cập ở trên. TPĐ1, nhà máy điện gió 100 MW của GEG, là một trong những dự án nêu trên và đã bán điện cho EVN với giá 908đ/kWh kể từ tháng 5/2023.

Giống như tất cả các dự án năng lượng tái tạo chuyển tiếp khác, TPĐ1 vẫn đang trong quá trình đàm phán với EVN. Chúng tôi dự đoán rằng TPĐ1 có thể đạt được giá bán chính thức trong nửa đầu năm 2025 với mức chiết khấu 25% so với giá trần đối với các dự án điện gió gần bờ. Ước tính của HSC là dựa trên những quan sát gần đây, bao gồm:

EVN đã đề xuất lên Bộ Công Thương và Công ty TNHH MTV Vận hành Hệ thống Điện và Thị trường Điện Quốc gia (NSMO) một khung giá mới cho các dự án điện gió sẽ được áp dụng từ năm 2025 trở đi. Với thời gian xem xét của Bộ Công Thương và NSMO, chúng tôi kỳ vọng thông báo chính thức về giá sẽ được đưa ra trong Q1/2025.

- Theo trao đổi gần đây của chúng tôi với GEG, Công ty đã tiến thêm một bước gần hơn đến việc đạt được thỏa thuận cuối cùng với EVN. Chúng tôi tin rằng tài liệu đầy đủ và khung giá được đề xuất gần đây cho các dự án điện gió sẽ giúp hoàn tất các cuộc đàm phán vào nửa đầu năm 2025.
- Khung giá mới do Công ty Mua bán Điện (EPTC, một công ty con của EVN) đề xuất cho các dự án điện gió trên bờ và gần bờ cao hơn một chút so với mức giá trần chuyển tiếp (cao hơn 1,5% đối với trên bờ, cao hơn 4,1% đối với gần bờ). Điều này sẽ hỗ trợ GEG và các công ty phát triển năng lượng tái tạo khác trong việc đàm phán khung giá điện chuyển tiếp thuận lợi hơn.
- Chúng tôi tin rằng không chỉ GEG mà cả các công ty phát triển năng lượng tái tạo khác cũng sẽ ưu tiên hoàn tất việc này càng sớm càng tốt ngay cả khi phải chiết khấu so với giá trần, nhất là khi một số giấy tờ có thể hết hạn vào năm 2025. Ví dụ, một công ty phát triển điện gió ở miền Tây, cũng đang trong quá trình đàm phán với EVN, đã chia sẻ với giới truyền thông rằng Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư của họ sẽ hết hạn vào nửa đầu năm 2025.

Là một trong những dự án sẽ được bổ sung vào danh mục Quy hoạch Phát triển Điện lực VIII, nhà máy điện gió VPL (giai đoạn 2) của GEG với công suất 30 MW dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy điện này sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu 160 tỷ đồng mỗi năm từ đầu năm 2026 (khoảng 12% tổng doanh thu của mảng điện gió).

Điện mặt trời: Dự án mới đi vào hoạt động và tiếp tục mở rộng điện mặt trời áp mái

Trong năm 2024, GEG tập trung nỗ lực vào đàm phán giá bán điện chuyển tiếp và không đạt được tiến triển trong bất kỳ dự án mới nào. Cụ thể, nhà máy điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MWp) tại tỉnh Long An, dự kiến bắt đầu vận hành thương mại vào cuối năm 2023, đã bị trì hoãn do (1) dự án bị chậm so với thời hạn được hưởng giá FIT năm 2020, (2) dự án không được đưa vào danh sách các dự án chuyển tiếp, và (3) chưa có khung giá cho các dự án điện mặt trời để hỗ trợ việc ký kết PPA với EVN. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đi vào hoạt động vào năm 2026 với giả định rằng GEG có thể ký hợp đồng PPA với EVN với mức giá gần nhất với giá chuyển tiếp (1.184,9đ/kWh) trước khi có khung giá chính thức cho các dự án điện mặt trời.

Ngoài ra, GEG cũng là một phần của Tập đoàn Thành Thành Công (TTC; chưa niêm yết), một tập đoàn kinh doanh đa ngành nghề từ nông nghiệp, BĐS, năng lượng đến khu công nghiệp. Các dự án điện mặt trời áp mái của công ty đang được mở rộng song song với sự phát triển của Khu công nghiệp TTC (TTC-IZ), mang lại lợi thế cạnh tranh cho GEG để phát triển mạng lưới điện mặt trời áp mái trong dài hạn. Trong năm 2025, HSC dự báo công suất điện mặt trời áp mái của GEG sẽ tăng thêm 1 MWp, tận dụng không gian mái nhà của một dự án trong TTC-IZ. Nhìn xa hơn, các quy định mới ưu tiên các dự án điện mặt trời áp mái tự sản xuất, tự tiêu thụ dự kiến sẽ mang lại lợi ích đáng kể cho GEG, nhờ mối liên kết chặt chẽ với TTC-IZ.

Thủy điện: Sẵn sàng gia hạn hợp đồng mua bán điện cho các nhà máy thủy điện cũ

Như trong Bảng 2 dưới đây, năm nhà máy thủy điện lâu đời nhất của GEG sắp hết tuổi thọ kinh tế với ngày chấm dứt PPA sẽ diễn ra vào năm 2025. Năm nhà máy thủy điện này nằm trong cụm ChuProng và đóng góp tổng cộng 11,8 MW (khoảng 15% tổng công suất thủy điện của GEG).

Bảng 2: Vận hành các dự án thủy điện, GEG

Các dự án thủy điện nhỏ đang vận hành có tổng công suất 81 MW; Cụm nhà máy ChuProng sẽ hết hạn hợp đồng PPA vào năm 2025

	Các nhà máy thủy điện	Công suất (MW)	Đời sống kinh tế (theo TT07)	Ngày kết thúc hợp đồng	Ghi chú
1	Ia Đrăng 2	1.2	25	2025	Giá áp dụng cho 5 nhà máy thủy điện thuộc Cụm ChuProng sẽ bắt đầu được đàm phán vào cuối Q1/2025
2	Ia Đrăng 1	0.6	25	2025	
3	Ia Đrăng 3	1.6	25	2025	
4	Ia Meur 3	1.8	25	2025	
5	Ia Puch 3	6.6	35	2039	
6	H'Chan	12	35	2026	
7	ĐăkPiHao 2	10	35	2028	
8	Đa Khai	8.1	35	2030	
9	H'Mun	16.2	35	2030	
10	AYT 1A	12	35	2031	
11	ĐăkPiHao 1	5	35	2034	
12	Thượng Lộ	6	35	2035	

Nguồn: GEG, HSC

Theo GEG, Công ty đã chuẩn bị sẵn các thủ tục giấy tờ và sẽ bắt đầu đàm phán với EVN vào cuối Q1/2025. Trong dự báo của mình, HSC giả định rằng năm nhà máy thủy điện nhỏ này sẽ được ký lại với mức giá thấp hơn 50% xuống còn 500đ/kWh vì các nhà máy điện này cần đàm phán PPA dựa trên giá trị tài sản còn lại. Giá bán dự kiến tương tự như giá bán của các nhà máy thủy điện vừa và lớn (công suất trên 30 MW) ở Việt Nam (khoảng 500 đ/kWh), điều này sẽ kéo giá bán bình quân của sản lượng thủy điện của GEG giảm 5,6%.

Về các nhà máy thủy điện còn lại, GEG cũng đã lên kế hoạch tối ưu hóa hoạt động và thực hiện bảo trì để nâng cao hiệu quả dự án nhằm hỗ trợ cho việc gia hạn hợp đồng trong tương lai. Để bù đắp cho việc giảm doanh thu trong tương lai do các nhà máy thủy điện cũ sắp hết tuổi thọ kinh tế, GEG đang tìm kiếm các cơ hội mua bán và sáp nhập (M&A) để mua lại các nhà máy thủy điện nhỏ mới.

Ngoài ra, HSC kỳ vọng GEG sẽ bổ sung thêm dự án thủy điện Ea Tih với công suất 8,6 MW, nâng tổng công suất phát điện thủy điện của GEG lên 89,6 MW vào nửa đầu năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy thủy điện mới này sẽ bổ sung 25 triệu kWh vào công suất phát điện thủy điện hằng năm của công ty (tăng 8% so với mức hiện tại) bắt đầu từ năm 2026.

Đánh giá lại danh mục đầu tư

Sau khi đánh giá lại danh mục các dự án điện của GEG, HSC tin rằng nền tảng cơ bản của Công ty vẫn vững chắc với các dự án mới đi vào hoạt động khi các quy định đã được nới lỏng hơn. GEG vẫn có thể hưởng lợi từ làn sóng năng lượng xanh nhờ có hồ sơ năng lực mạnh mẽ trong việc phát triển các dự án năng lượng tái tạo, nhất là khi Việt Nam đặt mục tiêu không phát thải carbon vào năm 2050.

Bảng 3: Danh sách các dự án nhà máy điện hiện tại, GEG

3 dự án mới đang thi công sẽ sớm được đưa vào hoạt động

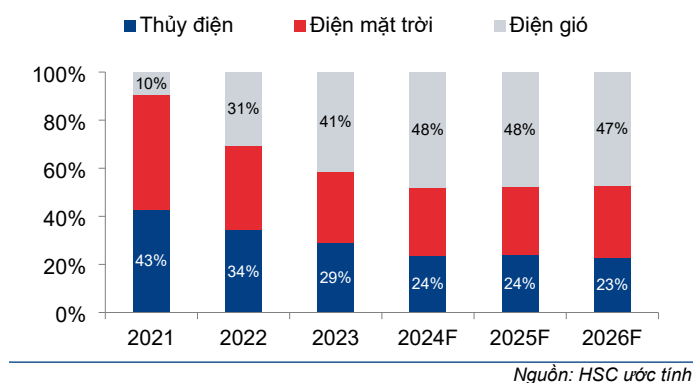
	Dự án	Vị trí	Công suất (MW)	Ngày bắt đầu
	Thủy điện		89.7	
1	Ia Đrăng 2	Gia Lai	1.2	1989
2	Ia Đrăng 1	Gia Lai	0.6	2002
3	Ia Đrăng 3	Gia Lai	1.6	2005
4	Ia Muer 3	Gia Lai	1.8	2005
5	H'Chan	Gia Lai	12	2006
6	Đak Pi Hao 2	Gia Lai	10	2008
7	Ia Puch 3	Gia Lai	6.6	2009
8	H'Mun	Gia Lai	16.2	2010
9	Đa Khai	Gia Lai	8.1	2010
10	Ayun Thuong 1A	Gia Lai	12	2011
11	Dak Pi Hao 1	Gia Lai	5	2014
12	Thượng Lộ	Huế	6	2015
13	<i>Ea Tih</i>	<i>Gia Lai</i>	<i>8.6</i>	<i>In progress</i>
	Điện mặt trời		297	
14	Phong Điền	Huế	40	2018
15	Krông Pa	Huế	58	2018
16	Hàm Phú 2	Lâm Đồng	41	2019
17	Đức Huệ 1	Long An	41	2019
18	Trúc Sơn	Lâm Đồng	38	2019
19	Đức Huệ 2	<i>Long An</i>	<i>41</i>	<i>In progress</i>
20	Áp mái		39	N/a
	Điện gió		260	
21	Ia Bàng 1	Huế	50	2021
22	Tân Phú Đông 2	Bến Tre	50	2021
23	VPL 1	Bến Tre	30	2021
24	TPD1	Bến Tre	100	2023
25	VPL 2	<i>Bến Tre</i>	<i>30</i>	<i>In progress</i>
	Tổng công suất của GEG		647	
	Công suất của GEG (đang vận hành)		567	

Ghi chú: Chúng tôi đổi tổng công suất dựa trên giả định rằng 1 MW = 1,2 MWp
 Nguồn: GEG, HSC

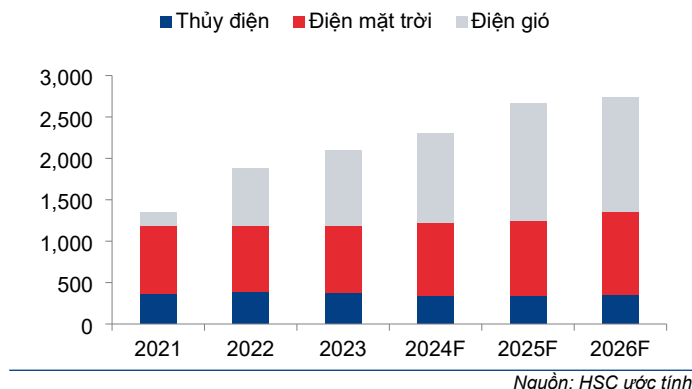
Công ty được hỗ trợ đáng kể nhờ dòng tiền ổn định từ mảng thủy điện trong khi có cơ hội tăng trưởng từ các dự án điện gió và điện mặt trời trong tương lai. GEG đã chuyển trọng tâm sang các dự án điện gió với tỷ trọng đóng góp của mảng thủy điện vào tổng sản lượng giảm từ mức 43% năm 2021 xuống 24% năm 2024 và mảng điện gió tăng từ mức 10% năm 2021 lên khoảng 50% năm 2024.

Biểu đồ 4: Tỷ lệ % sản lượng điện theo nguồn phát, GEG

...với việc mở rộng công suất phát điện từ 10% năm 2021 lên 50% năm 2026


Biểu đồ 5: Doanh thu điện theo nguồn phát (tỷ đồng), GEG

...doanh thu các dự án điện gió tăng trưởng với CAGR là 54% từ năm 2021 đến 2026



Bảng 6: Dự báo cũ và dự báo mới, GEG

Tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
	2024	2025	2024	2025	2026	2024	2025
Doanh thu thuần	2,777	2,860	2,538	2,900	2,961	-9%	1%
Doanh thu từ TPD1	490	490	272	607	400	-44%	24%
Bao gồm: khoản hồi tố	-	-	-	202	-	N/m	N/m
Lợi nhuận gộp	1,391	1,427	1,116	1,456	1,420	-20%	2%
Thu nhập/(chi phí) lãi vay	(897)	(796)	(813)	(762)	(645)	-9%	-4%
LNTT	289	421	158	497	583	-45%	18%
Lợi nhuận thuần	216	314	118	371	435	-46%	18%
Tổng sản lượng (triệu kWh)	1,407	1,447	1,355	1,348	1,510	-4%	-7%
Lợi nhuận gộp/ kWh (đồng)	968	966	803	1,059	921	-17%	10%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, GEG

	2024	2025	2026	CAGR (2023-26)
Doanh thu thuần	17%	14%	2%	11.0%
Lợi nhuận gộp	0%	30%	-3%	8.2%
Lợi nhuận thuần	-14%	216%	17%	46.9%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo mới: Điều chỉnh thời điểm ghi nhận doanh thu và triển khai dự án

Các dự báo của HSC đang được điều chỉnh chủ yếu để phản ánh sự chậm trễ trong cả việc phê duyệt giá bán điện chuyển tiếp cho TPD1 và các dự án mới đi vào hoạt động. Theo đó, chúng tôi giảm 46% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 trong khi tăng 18% dự báo cho năm 2025, do các giả định cơ bản dưới đây:

- giá bán điện chuyển tiếp:** Ban đầu HSC dự báo GEG sẽ hoàn tất đàm phán giá bán điện chuyển tiếp với EVN vào cuối năm 2024, với việc EVN đồng ý trả mức giá trần là 1.815,95đ/kWh cho sản lượng của TPD1, nhưng không có bất kỳ khoản thanh toán hồi tố nào cho các năm trước (TPD1 bắt đầu hoạt động vào tháng 5/2023). Tuy nhiên, với việc đàm phán chậm trễ một năm, hiện chúng tôi chuyển việc điều chỉnh giá bán điện dự kiến và khoản thanh toán hồi tố sang năm 2025. Ngoài ra, HSC đã điều chỉnh giá bán điện chuyển tiếp đã thỏa thuận với EVN để phản ánh mức chiết khấu 25% so với giá trần, so với ước tính trước đây của chúng tôi là chiết khấu 0% (như đã giải thích ở trên).

Giá bán mới sẽ vào khoảng 1.362đ/kWh, tương đương 133 tỷ đồng doanh thu bổ sung và 202 tỷ đồng thanh toán hồi tố trong năm 2025. Chúng tôi coi khoản thanh toán hồi tố do tăng giá bán là khoản doanh thu thêm sẽ được ghi nhận vào năm 2025.

- Sản lượng tiêu thụ:** Theo quan sát của mình, HSC cũng điều chỉnh ước tính sản lượng tiêu thụ để tính đến công suất bổ sung cho TPD1 và các dự án điện mặt trời áp mái cũng như tính đến việc loại bỏ sản lượng của các dự án bị trì hoãn như Đức Huệ 2 và VPL 2. Chúng tôi điều chỉnh giảm lượt 4% và 7% giả định tổng sản lượng tiêu thụ ước tính của GEG trong năm 2024 và 2025.
- Chi phí lãi vay giảm:** Với việc trì hoãn hai dự án, GEG sẽ không phải chịu các chi phí tài chính liên quan đến các dự án đó với số tiền lần lượt là 104 tỷ đồng và 100 tỷ đồng trong năm 2024-2025.

*Thanh toán hồi tố = (Giá mới - Giá cũ) * (Tổng sản lượng tiêu thụ từ tháng 5/2023 đến tháng 12/2024)*

Bảng 8: Điều chỉnh dự báo doanh thu, GEG

Triệu kWh	Dự báo cũ		Dự báo mới		Điều chỉnh	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Cộng: thêm vào						
TPD1	270	270	300	297	11%	10%
Điện mặt trời áp mái	42	42	59	61	42%	46%
Trừ: tạm hoãn						
Đức Huệ 2	65	65	-	-	-100%	-100%
VPL 2	35	81	-	-	-100%	-100%
Tổng sản lượng điện đầu ra của GEG	1,407	1,447	1,355	1,348	-4%	-7%

Nguồn: HSC ước tính

Duy trì khuyến nghị Mua vào; tăng nhẹ 6% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá GEG khi Công ty tiếp tục tăng cường danh mục các dự án năng lượng tái tạo của mình.

Chúng tôi thực hiện một số điều chỉnh đối với các giả định trước đây:

- Duy trì giả định về lãi suất phi rủi ro ở mức 4,0% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% (từ 8,5%) để phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ mới của HSC. Chúng tôi giữ nguyên hệ số beta ở mức 1,2. Do đó, giả định WACC đối với GEG giảm xuống mức 10,2% (so với 10,7% trước đó).
- Tăng chi phí vốn trong năm cuối cùng (2028) để phù hợp với tổng chi phí khấu hao vì chúng tôi dự kiến GEG sẽ cần đầu tư vào chi phí bảo trì để ký lại hợp đồng mua bán điện (PPA) với EVN sau khi các dự án hết tuổi thọ kinh tế.
- Giảm giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn xuống mức 1% (so với 2% trước đây) do danh mục dự án kém rõ ràng hơn sau năm 2028.
- Chuyển cơ sở định giá cho GEG sang cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024).

Theo đó, giá trị hiện tại của giá trị dài hạn mà HSC tính toán ra chiếm 60% (so với 62% trước đây) giá trị doanh nghiệp của GEG, chưa được điều chỉnh cho khoản nợ thuần của công ty.

Với phương pháp định giá này, giá mục tiêu mới là 17.800đ, tăng 5,6% so với dự báo trước đó của HSC (16.857đ), tương ứng khuyến nghị Mua vào. Tại giá mục tiêu theo phương pháp DCF của chúng tôi, P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 18,1 lần và 15,4 lần.

Phân tích độ nhạy

Dưới đây là phân tích độ nhạy đối với các điều chỉnh chính, bao gồm (1) giả định về giá bán cuối cùng cho sản lượng TPĐ1 sau đàm phán giá điện chuyển tiếp (Bảng 9) và (2) giả định về phần bù rủi ro vốn CSH (Bảng 10).

Bảng 9: Độ nhạy của doanh thu thuần với chiết khấu trên mức giá trần của giá chuyển tiếp cho dự án điện gió TPĐ1

Chúng tôi hiện áp dụng mức chiết khấu 25% để đưa ra mức giá chuyển tiếp cho TPĐ1

Tỷ đồng		2025F	2026F
Chiết khấu cho mức giá trần chuyển tiếp	0%	616.8	533.0
	10%	518.6	493.9
	20%	420.4	454.9
	25%	371.3	435.3
	30%	322.2	415.8
	40%	224.1	376.7
	50%	125.9	337.7

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định, GEG

Chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	6.5%	21,100	20,300	19,500	18,800	18,100
	7.0%	20,100	19,400	18,700	18,000	17,300
	7.5%	19,200	18,500	17,800	17,200	16,500
	8.0%	18,400	17,700	17,100	16,400	15,800
	8.5%	17,600	16,900	16,300	15,700	15,100

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Diễn biến giá cổ phiếu, GEG và VN-Index

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
GEG	2.3%	-4.7%	-7.7%
VN30 Index	-2.6%	-4.7%	9.6%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, GEG (từ năm 2017)

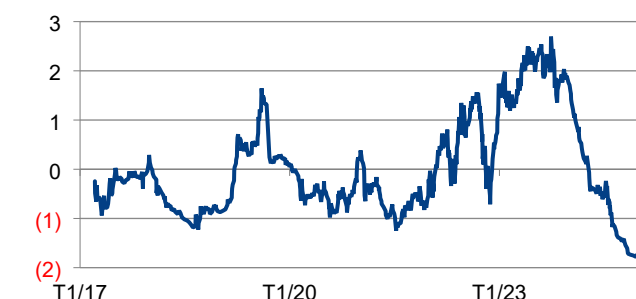
GEG hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn với giá trị bình quân, GEG

...thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân P/E quá khứ ở mức 25,4 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Diễn biến giá cổ phiếu của GEG đã cải thiện trong những tháng gần đây, đi ngược chiều với VN Index, điều này có thể là do các quy định/chính sách thuận lợi hơn cho ngành điện như Quy hoạch Phát triển Điện lực VIII và Luật Điện lực sửa đổi. Cụ thể, giá cổ phiếu GEG đã giảm 4,7% trong 3 tháng qua, trong khi VN30 cũng giảm 4,7% trong cùng kỳ.

GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 11,4 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 3/2017 ở mức 25,4 lần. Trong khi đó, GEG đang có P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn 5% so với bình quân các cổ phiếu ngành Tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị của HSC (Bảng 14).

Bảng 14: So sánh với các công ty ngành điện HSC, GEG

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2024	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2024	P/E điều chỉnh 2025	P/B 2024	P/B 2025	Lợi nhuận/vốn CSH 2025
PetroVietnam Power (POW)	1,075.4	8.6	7.2	16.6	13.7	0.9	0.8	6.1%
Power Construction (PC1)	304.5	7.1	7.0	17.8	13.2	1.3	1.2	10.4%
Gialai Electricity (GEG)	159.6	7.9	6.1	35.8	11.4	0.9	0.9	8.1%
Refrigeration Electrical Eng. (REE)	1,035.9	6.9	6.3	10.5	10.2	1.4	1.2	12.8%
Bình quân ngành điện	643.8	7.6	6.7	20.2	12.1	1.1	1.0	9.4%

Ghi chú: P/E được điều chỉnh cho quỹ khen thưởng

Nguồn: HSC ước tính

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Rủi ro giảm giá bao gồm khả năng trì hoãn thêm trong việc đàm phán cho TPD1 và trì hoãn thêm trong việc triển khai các dự án mới.

Trong khi đó, tiềm năng tăng giá bao gồm thỏa thuận cuối cùng với EVN về khung giá điện chuyển tiếp có thể cao hơn dự kiến của HSC, cùng như giá đàm phán sắp tới cho 5 nhà máy thủy điện nhỏ trong cụm ChuProng có thể cao hơn dự kiến của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	2,093	2,163	2,538	2,900	2,961
Lợi nhuận gộp	1,011	1,121	1,116	1,456	1,420
Chi phí BH&QL	(161)	(159)	(152)	(204)	(201)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	851	961	964	1,253	1,219
Lãi vay thuần	(443)	(770)	(813)	(762)	(645)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	12.8	5.21	6.73	6.86	8.75
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(13.6)	(1.53)	0	0	0
LNTT	407	195	158	497	583
Chi phí thuế TNDN	(36.2)	(51.7)	(15.8)	(49.7)	(58.3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(54.9)	(6.08)	(24.1)	(76.1)	(89.2)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	316	137	118	371	435
Lợi nhuận thuần ĐC	311	132	112	353	414
EBITDA ĐC	1,516	1,660	1,663	1,983	1,949
EPS (đồng)	881	383	328	1,036	1,215
EPS ĐC (đồng)	867	367	312	985	1,154
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	334	229	644	1,000	690
Đầu tư ngắn hạn	491	233	233	70.0	35.0
Phải thu khách hàng	750	829	878	872	893
Hàng tồn kho	155	127	167	112	163
Các tài sản ngắn hạn khác	389	40.3	52.1	52.8	56.3
Tổng tài sản ngắn hạn	2,118	1,458	1,974	2,107	1,838
TSCĐ hữu hình	14,789	14,378	13,767	13,311	12,585
TSCĐ vô hình	28.9	25.2	32.5	34.3	36.0
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	113	168	172	175	178
Tài sản dài hạn khác	69.3	102	127	122	123
Tổng tài sản dài hạn	15,000	14,674	14,098	13,642	12,923
Tổng cộng tài sản	17,118	16,132	16,073	15,749	14,761
Nợ ngắn hạn	663	1,415	1,015	1,160	1,184
Phải trả người bán	1,225	74.9	142	142	143
Nợ ngắn hạn khác	133	130	67.6	89.2	85.8
Tổng nợ ngắn hạn	2,071	1,679	1,287	1,452	1,474
Nợ dài hạn	9,264	8,682	8,849	7,930	6,412
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	152	1.82	0.07	0.07	0.07
Tổng nợ dài hạn	9,418	8,686	8,850	7,931	6,412
Tổng nợ phải trả	11,488	10,365	10,136	9,383	7,887
Vốn chủ sở hữu	4,278	4,350	4,420	4,743	5,138
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,352	1,417	1,516	1,623	1,736
Tổng vốn chủ sở hữu	5,630	5,767	5,936	6,366	6,874
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,118	16,132	16,073	15,749	14,761
BVPS (đ)	11,939	12,141	12,335	13,239	14,340
Nợ thuần*/(tiền mặt)	9,593	9,867	9,220	8,090	6,906

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	851	961	964	1,253	1,219
Khấu hao	(652)	(697)	(699)	(730)	(730)
Lãi vay thuần	(443)	(770)	(813)	(762)	(645)
Thuế TNDN đã nộp	(36.2)	(51.7)	(15.8)	(49.7)	(58.3)
Thay đổi vốn lưu động	(336)	307	(30.5)	81.1	(77.5)
Khác	(192)	(81.1)	(84.4)	(109)	(108)
LCT thuần từ HKKD	496	1,063	719	1,143	1,061
Đầu tư TS dài hạn	(4,599)	(1,580)	(93.7)	(274)	(5.23)
Góp vốn & đầu tư	(776)	(392)	0	163	35.0
Thanh lý	634	58.6	0	0	0
Khác	336	550	66.6	138	134
LCT thuần từ HĐĐT	(4,405)	(1,363)	(27.1)	27.0	164
Cổ tức trả cho CSH	(57.1)	(84.3)	(38.5)	(38.5)	(38.5)
Thu từ phát hành CP	1,232	114	(5.12)	0	0
Tăng/giảm nợ	2,823	169	(233)	(774)	(1,494)
Khác	(4.10)	(4.10)	(1.58)	(1.58)	(1.58)
LCT thuần từ HĐTC	3,993	195	(278)	(814)	(1,534)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	250	334	229	644	1,000
LCT thuần trong kỳ	83.9	(105)	415	356	(309)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.11)	0.16	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	334	229	644	1,000	690
Dòng tiền tự do	(4,103)	(517)	626	869	1,056

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	48.3	51.8	44.0	50.2	47.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	72.4	76.7	65.5	68.4	65.8
Tỷ suất LNT (%)	15.1	6.34	4.64	12.8	14.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	8.90	26.5	10.00	10.00	10.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	51.6	3.35	17.3	14.3	2.10
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	53.7	9.51	0.19	19.2	(1.69)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	52.2	(57.7)	(15.0)	216	17.2
Tăng trưởng EPS (%)	11.6	(56.5)	(14.3)	216	17.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	52.2	(57.7)	(15.0)	216	17.2
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.25	3.18	2.68	8.10	8.81
ROACE (%)	6.39	6.52	6.59	8.61	8.84
Vòng quay tài sản (lần)	0.14	0.13	0.16	0.18	0.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.58	1.11	0.75	0.91	0.87
Số ngày tồn kho	52.3	44.3	43.0	28.3	38.5
Số ngày phải thu	253	290	225	220	212
Số ngày phải trả	413	26.2	36.5	36.0	33.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	224	227	209	171	134
Nợ/tài sản (%)	58.0	62.6	61.4	57.7	51.5
EBIT/lãi vay (lần)	1.92	1.25	1.19	1.64	1.89
Nợ/EBITDA (lần)	6.61	6.09	5.93	4.59	3.90
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.02	0.87	1.53	1.45	1.25
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.50	6.42	5.21	4.17	3.69
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.98	8.36	7.96	6.11	5.60
P/E (lần)	12.7	29.2	34.1	10.8	9.22
P/E ĐC (lần)	12.9	30.5	35.9	11.4	9.70
P/B (lần)	0.94	0.92	0.91	0.85	0.78
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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 W: www.hsc.com.vn