

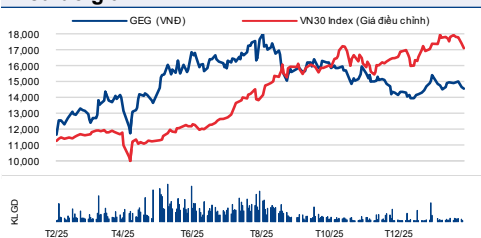
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ19,200
Tiềm năng tăng/giảm: 32.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/1/2026)	14,550
Mã Bloomberg	GEG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,650-18,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,617
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,213
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	200
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



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	2,325	3,270	2,945
EBITDA đc (tỷ đồng)	1,742	2,392	1,992
LNTT (tỷ đồng)	182	1,189	639
LNT ĐC (tỷ đồng)	109	888	453
FCF (tỷ đồng)	811	1,489	(1,142)
EPS ĐC (đồng)	304	2,478	1,265
DPS (đồng)	0	0	0
BVPS (đồng)	12,350	14,622	15,892
T.trưởng EBITDA (%)	4.93	37.3	(16.7)
T.trưởng EPS ĐC (%)	(16.3)	714	(49.0)
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	74.9	73.1	67.7
Tỷ suất LNTT (%)	7.81	36.4	21.7
Tỷ suất LNT ĐC (%)	4.94	28.6	16.2
Tỷ lệ LN trả CT (%)	0	0	0
Nợ thuần/VCSH (%)	204	158	167
ROAE (%)	2.62	19.3	8.73
ROACE (%)	6.50	11.6	8.02
EV/doanh thu (lần)	6.13	4.12	4.99
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.18	5.64	7.38
P/E ĐC (lần)	47.8	5.87	11.5
P/B (lần)	1.18	1.00	0.92
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	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 2024.

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

Lợi nhuận Q4/2025 thấp hơn kỳ vọng do chi phí quản lý tăng vọt

- Lợi nhuận thuần Q4/2025 của GEG đạt 83 tỷ đồng (tăng 169% so với cùng kỳ) trên doanh thu 590 tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ), nhờ giá bán bình quân điện gió tăng 24%. Tuy nhiên, lợi nhuận thấp hơn dự báo là do chi phí quản lý Q4/2025 tăng mạnh 169% so với cùng kỳ.
- Trong năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 702 tỷ đồng (tăng trưởng 512%) trên mức tăng trưởng doanh thu 29%, chủ yếu được thúc đẩy bởi lợi nhuận không thường xuyên từ việc ghi nhận các khoản thanh toán truy thu giá điện và thoái vốn từ nhà máy thủy điện. Lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng 157% so với cùng kỳ nhưng chỉ đạt 85% dự báo của chúng tôi do chi phí quản lý tăng cao.
- Trước khi đưa ra xem xét kỹ lưỡng hơn, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GEG và giữ nguyên giá mục tiêu.

Sự kiện: KQKD năm 2025 thấp hơn kỳ vọng của HSC

GEG ghi nhận 83 tỷ đồng lợi nhuận thuần trong Q4/2025 (tăng 169% so với cùng kỳ) trên doanh thu 590 tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ), nhờ 1) giá bán bình quân tăng 4% so với cùng kỳ, với giá bán bình quân điện gió tăng 24% sau khi chốt giá bán điện chuyển tiếp cho dự án điện gió 100 MW Tân Phú Đông 1 từ Q1/2025 và 2) sản lượng phát điện tăng 2% so với cùng kỳ, với mảng thủy điện tăng mạnh nhất (tăng 17% so với cùng kỳ, đóng góp khoảng 44% tổng sản lượng điện trong Q4/2025). Tuy nhiên, lợi nhuận thấp hơn dự báo của HSC do chi phí quản lý tăng mạnh, có khả năng là do việc ghi nhận trước chi phí cho năm 2026.

Trong năm 2025, lợi nhuận thuần tăng 512% so với cùng kỳ đạt 702 tỷ đồng trên mức tăng trưởng doanh thu 29%, được thúc đẩy bởi lợi nhuận không thường xuyên từ việc ghi nhận các khoản thanh toán truy thu giá điện từ dự án TPD1 và thoái vốn từ nhà máy thủy điện. Nếu loại trừ các khoản này, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi vẫn tăng 157% so với cùng kỳ nhưng chỉ đạt 85% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi do chi phí quản lý cao hơn 22% so với dự kiến.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/1/

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q4 và cả năm 2025, GEG

Tỷ đồng	Q4/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	2025	Tăng trưởng	% dự báo của HSC
Doanh thu	590	6%	-12%	2,999	29%	92%
Giá vốn hàng bán	-298	-15%	-15%	-1,284	3%	
Lợi nhuận gộp	293	42%	-9%	1,714	60%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	50%	+13ppts	+2ppts	57%	+10ppts	
Chi phí BH&QL	-80	169%	111%	-200	48%	122%
Thu nhập tài chính	7	-21%	2%	142	273%	
Chi phí tài chính	-129	-17%	-34%	-683	-15%	
Thu nhập từ công ty liên kết	0.2	-98%	-68%	5	-7%	
Thu nhập thuần khác	-1	N/m	-236%	1	-59%	
LNTT	91	108%	-8%	979	439%	
Lợi nhuận thuần	83	169%	12%	702	512%	
Lợi nhuận cốt lõi	83	169%	12%	295	157%	85%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	0	N/m	N/m	-407	N/m	

Nguồn: GEG, HSC

Bảng 2: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ Q4 và cả năm 2025, GEG

Triệu kWh kWh	Q4/25	So với cùng kỳ	2025	Tăng trưởng	% dự báo của HSC
Điện gió	124	-5%	606	-6%	95%
Thủy điện	153	17%	375	19%	117%
Điện mặt trời	57	-15%	319	-7%	98%
Điện mặt trời áp mái	9	-2%	41	-2%	67%
Tổng	343	2%	1,341	-0.5%	99%

Nguồn: GEG, HSC

Bảng 3: Cơ cấu doanh thu Q4 và cả năm 2025, GEG

Tỷ đồng	Q4/25	So với cùng kỳ	2025	Tăng trưởng	% dự báo của HSC
Điện gió	258	18%	1,679	59%	93%
Thủy điện	139	8%	371	13%	110%
Điện mặt trời	134	-12%	747	-4%	98%
Điện mặt trời áp mái	18	-1%	83	0%	58%
Tổng	549	6%	2,879	28%	95%

Nguồn: GEG, HSC

Dự án Đức Huệ 2 tiên phong áp dụng cơ chế mua bán điện trực tiếp tại Việt Nam

GEG đã xây dựng xong dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 và dự kiến sẽ bắt đầu vận hành thương mại trong vài tuần tới, kỳ vọng đạt sản lượng điện hàng năm 70 triệu kWh, mang về khoảng 100 tỷ đồng doanh thu. Đáng chú ý, đây có thể là dự án đầu tiên tại Việt Nam ký hợp đồng DPPA với khách hàng FDI, với mức giá khoảng 0,04 USD/kWh, gần sát mức giá trần của nhà máy điện mặt trời mặt đất có tích hợp hệ thống lưu trữ năng lượng BESS (0,046 USD/kWh).

Duy trì khuyến nghị và giữ nguyên giá mục tiêu

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua, GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 33,6 lần. Trước khi đưa ra xem xét kỹ lưỡng hơn, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu đối với GEG.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	2,163	2,325	3,270	2,945	3,152
Lợi nhuận gộp	1,121	1,073	1,826	1,429	1,519
Chi phí BH&QL	(159)	(136)	(164)	(201)	(209)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	961	938	1,662	1,228	1,310
Lãi vay thuần	(770)	(763)	(480)	(598)	(539)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	5.21	5.37	6.86	8.75	17.8
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(1.53)	1.57	0	0	0
LNTT	195	182	1,189	639	789
Chi phí thuế TNDN	(51.7)	(89.5)	(63.0)	(63.9)	(78.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(6.08)	22.7	(191)	(97.7)	(121)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	137	115	935	477	589
Lợi nhuận thuần ĐC	132	109	888	453	560
EBITDA ĐC	1,660	1,742	2,392	1,992	2,075
EPS (đồng)	383	320	2,608	1,331	1,645
EPS ĐC (đồng)	367	304	2,478	1,265	1,563
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	358	358	358	358	358
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	229	164	693	755	417
Đầu tư ngắn hạn	233	239	263	290	319
Phải thu khách hàng	829	823	939	890	940
Hàng tồn kho	127	119	112	160	164
Các tài sản ngắn hạn khác	40.3	36.5	64.8	68.0	73.3
Tổng tài sản ngắn hạn	1,458	1,382	2,072	2,163	1,912
TSCĐ hữu hình	14,378	13,477	13,402	15,143	15,885
TSCĐ vô hình	25.2	21.4	22.1	22.6	22.9
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	168	174	175	178	182
Tài sản dài hạn khác	102	120	137	129	136
Tổng tài sản dài hạn	14,674	13,792	13,736	15,474	16,226
Tổng cộng tài sản	16,132	15,174	15,808	17,637	18,138
Nợ ngắn hạn	1,415	597	1,308	1,178	1,261
Phả trả người bán	74.9	32.3	32.5	33.1	33.3
Nợ ngắn hạn khác	130	106	72.9	85.6	90.2
Tổng nợ ngắn hạn	1,679	785	1,474	1,348	1,445
Nợ dài hạn	8,682	8,596	7,660	9,060	8,810
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	25.6	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1.82	0.29	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	8,686	8,624	7,661	9,061	8,811
Tổng nợ phải trả	10,365	9,409	9,135	10,409	10,256
Vốn chủ sở hữu	4,350	4,425	5,239	5,694	6,241
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,417	1,339	1,433	1,534	1,641
Tổng vốn chủ sở hữu	5,767	5,764	6,672	7,228	7,882
Tổng nợ phải trả và VCSH	16,132	15,174	15,808	17,637	18,138
BVPS (đ)	12,141	12,350	14,622	15,892	17,418
Nợ thuần/(tiền mặt)	9,867	9,029	8,275	9,483	9,654

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	961	938	1,662	1,228	1,310
Khấu hao	(697)	(804)	(730)	(764)	(765)
Lãi vay thuần	(770)	(763)	(480)	(598)	(539)
Thuế TNDN đã nộp	(51.7)	(89.5)	(63.0)	(63.9)	(78.9)
Thay đổi vốn lưu động	307	24.4	(92.3)	1.11	(44.0)
Khác	(81.1)	(1.13)	386	31.6	(10.3)
LCT thuần từ HKKD	1,063	913	2,144	1,363	1,403
Đầu tư TS dài hạn	(1,580)	(102)	(655)	(2,504)	(1,505)
Góp vốn & đầu tư	(392)	(14.5)	(23.9)	(26.3)	(29.0)
Thanh lý	58.6	98.0	0	0	0
Khác	550	31.0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,363)	12.4	(678)	(2,531)	(1,534)
Cổ tức trả cho CSH	(84.3)	(76.2)	(38.5)	(38.5)	(38.5)
Thu từ phát hành CP	114	0.20	0	0	0
Tăng/giảm nợ	169	(906)	(896)	1,270	(167)
Khác	(4.10)	(8.46)	(1.58)	(1.58)	(1.58)
LCT thuần từ HĐTC	195	(990)	(936)	1,230	(207)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	334	229	164	693	755
LCT thuần trong kỳ	(105)	(65.4)	529	61.7	(338)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.16	0.05	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	229	164	693	755	417
Dòng tiền tự do	(517)	811	1,489	(1,142)	(102)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	51.8	46.2	55.8	48.5	48.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	76.7	74.9	73.1	67.7	65.8
Tỷ suất LNT (%)	6.34	4.94	28.6	16.2	18.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	26.5	49.3	5.30	10.0	10.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	3.35	7.48	40.6	(9.95)	7.04
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.51	4.93	37.3	(16.7)	4.15
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(57.7)	(17.1)	714	(49.0)	23.6
Tăng trưởng EPS (%)	(56.5)	(16.3)	714	(49.0)	23.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.7)	(17.1)	714	(49.0)	23.6
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	3.18	2.62	19.3	8.73	9.88
ROACE (%)	6.52	6.50	11.6	8.02	7.95
Vòng quay tài sản (lần)	0.13	0.15	0.21	0.18	0.18
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	1.11	0.97	1.29	1.11	1.07
Số ngày tồn kho	44.3	34.6	28.3	38.5	36.6
Số ngày phải thu	290	240	237	214	210
Số ngày phải trả	26.2	9.41	8.21	7.96	7.44
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	227	204	158	167	155
Nợ/tài sản (%)	62.6	60.6	56.8	58.1	55.5
EBIT/lãi vay (lần)	1.25	1.23	3.46	2.05	2.43
Nợ/EBITDA (lần)	6.09	5.28	3.75	5.14	4.86
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.87	1.76	1.41	1.60	1.32
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.97	6.13	4.12	4.99	4.72
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.08	8.18	5.64	7.38	7.16
P/E (lần)	38.0	45.4	5.58	10.9	8.84
P/E ĐC (lần)	39.6	47.8	5.87	11.5	9.31
P/B (lần)	1.20	1.18	1.00	0.92	0.84
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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