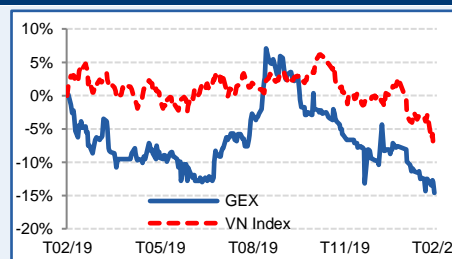


Tổng CTCP Thiết bị điện Việt Nam (GEX) [MUA +28,4%]

Cập nhật

Ngành:	Đa ngành		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	03/03/2020	Tăng trưởng DT	11,8%	17,5%	12,4%	11,5%
Giá hiện tại:	17.600VND	Tăng trưởng EPS. cơ bản	-38,8%	35,5%	33,7%	14,7%
Giá mục tiêu:	22.600VND	Tăng trưởng EPS (FD)	-37,7%	35,5%	33,7%	14,7%
Giá mục tiêu trước đây:	22.600VND	Biên LN ròng	4,1%	4,9%	5,8%	6,0%
TL tăng:	28,4%	EV/EBITDA	8,7x	6,2x	6,1x	4,9x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	P/E (FD)	14,2x	10,3x	7,7x	6,7x
Tổng mức sinh lời:	28,4%	P/E cơ bản	14,2x	10,3x	7,7x	6,7x



GT vốn hóa:	369tr USD		GEX	Peers*	VNI
Room KN:	120tr USD	P/E (trượt)	14,2x	12,4x	13,9x
GTGD/ngày (30n):	572.000USD	P/B (hiện tại)	1,3x	1,2x	2,1x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	0,9x	0,1x	n/a
SL cổ phiếu lưu hành:	488tr	ROE	10,6%	9,3%	15,1%
Pha loãng:	488tr	ROA	3,3%	6,1%	2,5%

Tổng quan Công ty:

Tổng CTCP Thiết bị điện Việt Nam là công ty hàng đầu trong mảng thiết bị điện với cổ phần kiểm soát tại CAV (cáp) và THI (máy biến áp). Công ty được cổ phần hóa vào năm 2015 và mở rộng sang các mảng kinh doanh khác, bao gồm phát điện, nước sạch (thông qua VCW) và logistics (thông qua STG). GEX hiện đang sở hữu 25% cổ phần tại VGC (công ty hàng đầu trong mảng vật liệu xây dựng với 4.000ha đất KCN). GEX cũng phát triển khách sạn/văn phòng cho thuê.

* các công ty cùng ngành thiết bị điện tử

Lê Phước Đức
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Diễn biến kinh doanh ổn định tại CAV, VGC hỗ trợ lợi nhuận phục hồi

- Chúng tôi duy trì giá mục tiêu 22.600 đồng/CP, tuy nhiên, chúng tôi nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA khi giá cổ phiếu đã giảm ~10% trong 3 tháng qua.
- Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu khi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giảm 6% trong năm 2020 và 2021 (chủ yếu do đóng góp thấp hơn từ công ty nước VCW) được bù đắp bởi dự báo lợi nhuận tăng 5% trong giai đoạn 2022-2024 (đến từ đóng góp của nhà máy điện gió Hương Phùng, vốn XDCB 100 triệu USD).
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2019-2024 đạt 23%. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng có khả năng điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS trong trung hạn nhờ các thương vụ M&A (tiếp tục thu tóm VGC, ~113 triệu USD) và các dự án mới (bao gồm khách sạn 5 sao, 180 triệu USD).
- Chúng tôi cho rằng GEX có khả năng tận dụng bối cảnh cơ sở hạ tầng chưa phát triển tại Việt Nam, đặc biệt liên quan đến triển vọng thiếu hụt điện năng và dòng vốn FDI dồi dào. GEX là công ty đầu ngành cáp điện và máy biến áp và có quỹ đất khu công nghiệp lớn để cho thuê.
- GEX hiện được giao dịch tại P/E năm 2020 là 10,3 lần theo dự báo EPS của chúng tôi – thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực (12,1 lần).
- Yếu tố hỗ trợ: GEX đặt mục tiêu hoàn thành kế hoạch thu tóm VGC (công ty sản xuất VLXD và phát triển khu công nghiệp) thông qua thu tóm thêm 25% cổ phần, đạt 51% trong năm 2020.
- Rủi ro: rủi ro pha loãng từ gia tăng vốn nhằm tài trợ cho các thương vụ M&A mới và các khoản đầu tư.

Chúng tôi kỳ vọng mảng thiết bị điện (~60% LNST sau lợi ích CĐTTS của GEX) sẽ tăng trưởng. Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2020 cho CAV (công ty sản xuất cáp điện) thêm 3% dựa theo giả định giá đồng giảm. Chúng tôi kỳ vọng CAV sẽ ghi nhận tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS lần lượt đạt 15% và 22% YoY trong năm 2020 và 2021, đến từ triển vọng doanh số ổn định. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS của THI (công ty sản xuất máy biến áp) sẽ phục hồi từ mức cơ sở thấp năm 2019 và tăng 16,6% YoY sau khi triển khai các sản phẩm mới và tập trung vào các khách hàng ngoài EVN.

Triển vọng của VGC (~20% LNST sau lợi ích CĐTTS của GEX) tích cực khi dịch virus corona có khả năng thúc đẩy quá trình chuyển đổi cơ sở sản xuất sang Việt Nam – dù các tác động tiêu cực trong ngắn hạn. Chúng tôi dự báo đóng góp từ VGC cho GEX sẽ tăng 63% YoY với đóng góp 12 tháng trong năm 2020 so với 9 tháng trong năm 2019. Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2020 đạt 12,3% cho VGC sau khi tăng 16,1% trong năm 2019. Chúng

tôi giả định mảng VLXD sẽ duy trì lợi nhuận ổn định sau khi tái cơ cấu thành công mảng gạch ceramic. Ngoài ra, khoản trả trước từ khách hàng của VGC tăng mạnh từ 268 tỷ đồng lên 1,9 nghìn tỷ đồng, hỗ trợ doanh thu từ mảng khu công nghiệp tiếp tục tăng trưởng từ mức cơ sở cao năm 2019.

Mảng tiện ích (~12% LNST sau lợi ích CĐTTS của GEX) có lợi nhuận thấp hơn từ VCW, chúng tôi giả định dự án điện gió Hướng Phùng sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2022. Chúng tôi giảm 35,3% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cho VCW do chính sách khấu hao nhanh, dù tăng trưởng sản lượng nước thương phẩm mạnh mẽ, sau khi mở rộng công suất bơm trong năm 2019. Chúng tôi đã ghi nhận dự án điện gió Hướng Phùng vào trong dự báo khi GEX hoàn thành việc phát hành 50 triệu USD trái phiếu vào cuối năm trước nhằm tài trợ cho dự án này.

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2019A	2020F	2021F	2022F	B/S (tỷ VND)	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	15.314	17.993	20.216	22.549	Tiền và tương đương	928	1.135	593	1.253
Giá vốn hàng bán	-12.573	-14.839	-16.685	-18.587	Đầu tư TC ngắn hạn	1.207	0	0	0
Lợi nhuận gộp	2.741	3.155	3.531	3.962	Các khoản phải thu	3.433	3.775	3.987	4.252
Chi phí bán hàng	-489	-508	-569	-629	Hàng tồn kho	2.716	2.492	2.768	3.060
Chi phí quản lí DN	-735	-773	-835	-898	TS ngắn hạn khác	122	122	122	122
LN thuần HĐKD	1.517	1.873	2.128	2.436	Tổng TS ngắn hạn	8.406	7.525	7.470	8.687
Doanh thu tài chính	341	158	142	162	TS dài hạn (gộp)	9.424	9.792	10.160	12.160
Chi phí tài chính	-839	-781	-636	-692	- Khấu hao lũy kế	-3.758	-4.714	-5.446	-6.305
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-617</i>	<i>-678</i>	<i>-633</i>	<i>-688</i>	TS dài hạn (ròng)	5.667	5.078	4.714	5.855
Lợi nhuận từ công ty LDLK	145	166	170	135	Đầu tư TC dài hạn	4.352	4.352	4.352	4.352
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-63	0	0	0	TS dài hạn khác	2.834	3.805	4.787	3.188
LNTT	1.100	1.417	1.803	2.041	Tổng TS dài hạn	12.852	13.235	13.854	13.395
Thuế TNDN	-243	-258	-306	-345	Tổng Tài sản	21.258	20.759	21.323	22.082
LNST trước CĐTS	857	1.159	1.498	1.696	Phải trả ngắn hạn	1.178	1.300	1.452	1.601
Lợi ích CĐ thiểu số	-222	-282	-326	-352	Nợ ngắn hạn	4.009	4.209	4.409	4.609
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	635	877	1.172	1.344	Nợ ngắn hạn khác	2.505	1.881	1.881	1.882
LN ròng sau CĐTS, cốt lõi	603	833	1.113	1.277	Tổng nợ ngắn hạn	7.692	7.390	7.743	8.091
EBITDA	2.138	2.866	2.889	3.324	Nợ dài hạn	4.562	3.555	2.549	1.542
EPS báo cáo, VND	1.259	1.706	2.280	2.615	Nợ dài hạn khác	323	323	323	323
EPS pha loãng ⁽¹⁾ , VND	1.259	1.706	2.280	2.615	Tổng nợ	4.885	3.878	2.871	1.865
DPS, VND	0	0	0	0	Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-
DPS/EPS (%)	0	0	0	0	Vốn cổ phần	4.882	4.882	4.882	4.882
					Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
TỶ LỆ	2019A	2020F	2021F	2022F	Lợi nhuận giữ lại	1.201	1.938	2.970	4.175
Tăng trưởng					Vốn khác	85	85	85	85
Tăng trưởng doanh thu	11,8%	17,5%	12,4%	11,5%	Lợi ích CĐTS	2.299	2.441	2.627	2.839
Tăng trưởng LN HĐKD	23,8%	23,5%	13,6%	14,5%	Vốn chủ sở hữu	8.682	9.492	10.710	12.126
Tăng trưởng LNTT	-38,8%	35,5%	33,7%	14,7%	Tổng cộng nguồn vốn	21.258	20.759	21.323	22.082
Tăng trưởng EPS, pha loãng	-37,7%	35,5%	33,7%	14,7%	CP lưu hành cuối năm	488	488	488	488
					Trung bình CP lưu hành cuối năm	488	488	488	488
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	17,9%	17,5%	17,5%	17,6%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)	2019A	2020F	2021F	2022F
Biên LN từ HĐ %	9,9%	10,4%	10,5%	10,8%	Tiền đầu năm	923	928	1.135	593
Biên EBITDA	14,0%	15,9%	14,3%	14,7%	Lợi nhuận sau thuế	635	877	1.172	1.344
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	4,1%	4,9%	5,8%	6,0%	Khấu hao	621	994	761	889
ROE %	10,6%	13,1%	15,5%	15,5%	Thay đổi vốn lưu động	-195	-621	-335	-408
ROA %	3,3%	4,2%	5,6%	6,2%	Điều chỉnh khác	132	-69	0	0
					Tiền từ hoạt động KD	1.193	1.181	1.599	1.825
Chỉ số hiệu quả vận hành									
Số ngày tồn kho	70	64	58	57	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.718	-1.563	-1.550	-600
Số ngày phải thu	78	73	70	67	Đầu tư, ròng	-2.212	1.393	170	170
Số ngày phải trả	47	30	30	30	Tiền từ HĐ đầu tư	-3.930	-169	-1.380	-430
TG luân chuyển tiền	101	107	98	94	Cổ tức đã trả	0	0	0	0
					Tăng (giảm) vốn	231	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-14.843	-1.007	-1.007	-1.007
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,0	1,0	1,1	Tăng (giảm) nợ dài hạn	17.528	200	200	200
CS thanh toán nhanh	0,7	0,7	0,6	0,7	Tiền từ các hoạt động TC khác	-175	2	46	72
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,1	0,2	Tiền từ hoạt động TC	2.741	-805	-761	-735
Nợ/Tài sản	40,3%	37,4%	32,6%	27,9%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	5	207	-542	660
Nợ/Vốn sử dụng	49,7%	45,0%	39,4%	33,7%	Tiền cuối năm	928	1.135	593	1.253
Nợ/Vốn CSH	0,9	0,7	0,6	0,4					
Khả năng thanh toán lãi vay	3,5	4,2	4,6	4,8					

Nguồn: Số liệu của công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Phước Đức / Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.