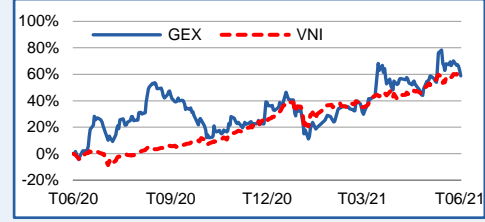


Tổng CTCP Thiết bị điện GELEX (GEX) [KHẢ QUAN +18,2%]

Cập nhật

Ngành	Đa ngành		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	30/06/2021	Tăng trưởng DT	17,2%	65,8%	23,9%	8,0%
Giá hiện tại	22.000VND	Tăng trưởng EPS	18,5%	-10,0%	44,0%	24,0%
Giá mục tiêu	26.000VND	LNST (tỷ đồng)	791	1.155	1.662	2.061
Giá mục tiêu trước đây	30.000VND	LNST* (tỷ đồng)	549	1.194	2.011	2.410
TL tăng	+18,2%	EV/EBITDA	10,3x	9,0x	5,9x	5,0x
Lợi suất cổ tức	+0,0%	P/E**	14,1x	15,7x	10,9x	8,8x
Tổng mức sinh lời	+18,2%	P/B	1,6x	1,5x	1,3x	1,2x



			GEX	Peers***	VNI
GT vốn hóa	742tr USD	P/E (trượt)	13,0x	14,9x	19,2x
Room KN	300tr USD	P/B (hiện tại)	1,9x	1,9x	2,8x
GTGD/ngày (30n)	5,6tr USD	Nợ ròng/CSH	131,8%	12,1%	N/A
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	13,8%	10,5%	15,0%
SL cổ phiếu lưu hành	488 tr	ROA	3,3%	2,2%	2,4%
Pha loãng	781 tr				
PEG	0,9				

*** CT cùng ngành mạng thiết bị điện; ** P/E dựa theo EPS pha loãng hoàn toàn;
* LNST điều chỉnh không bao gồm các khoản bất thường, lãi từ tái định giá và thêm chi phí khấu hao lợi thế thương mại

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 50% 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.

Lê Phước Đức
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Lãi từ định giá lại thấp hơn dự kiến từ VGC

- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 13% dành cho CTCP Tập đoàn GELEX (GEX) từ mức 30.000 đồng/cổ phiếu xuống 26.000 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN.
- Chúng tôi giả định giá VGC xuống 11% sau khi GEX cho rằng tiến độ tái cơ cấu của VGC có thể cần nhiều thời gian hơn dự kiến. Chúng tôi giảm ước tính lợi nhuận từ đánh giá lại từ việc hợp nhất VGC từ 1,4 nghìn tỷ đồng trong báo cáo cập nhật trước xuống còn 249 tỷ đồng sau nhận định của ban lãnh đạo tại ĐHCĐ gần đây của GEX.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo LNST giai đoạn 2021-2025 nhưng giảm khoảng 5% dự báo LNST tổng giai đoạn 2022-2025 của chúng tôi, do điều chỉnh giảm 18% trong dự báo LNST tổng 2022-2025 cho CAV do áp lực chi phí từ đồng dự kiến cao hơn trong dài hạn.
- Chúng tôi dự báo LNST năm 2021 của GEX sẽ tăng trưởng 46% do đóng góp cao hơn từ VGC và thu nhập từ mảng thiết bị điện phục hồi (+4% YoY). GEX công bố LNTT sơ bộ 6 tháng đầu năm 2021 là 891 tỷ đồng (+68% YoY), đạt 43% dự báo cả năm đã điều chỉnh của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS pha loãng hoàn toàn giai đoạn 2020-2023 đạt 17% do công suất cấp tăng, mở rộng thị phần, đóng góp thêm lợi nhuận từ VGC và tỷ lệ sử dụng cao hơn từ các nhà máy điện mặt trời và điện gió. GEX ghi nhận PEG hấp dẫn là 0,9, dựa trên dự báo của chúng tôi.
- Yếu tố hỗ trợ: tiến độ IPO nhanh hơn dự kiến của các công ty con do GEX nắm giữ; lãi tiềm năng từ việc thoái vốn dự án điện gió 50 MW.
- Rủi ro: Lỗi từ hoạt động kinh doanh chứng khoán; rủi ro cao hơn dự kiến của các dự án điện gió.

Lãi định giá lại từ hợp nhất VGC thấp hơn dự kiến. Tại ĐHCĐ ngày 18/6, các cổ đông thắc mắc về kế hoạch LNTT chính thức cho năm 2021 là 1,3 nghìn tỷ đồng - giảm đáng kể so với kế hoạch LNTT sơ bộ là 1,8 nghìn tỷ đồng được đưa ra tại ĐHCĐ tháng 12/2020. Chủ tịch cho biết, theo tư vấn từ các kiểm toán viên, GEX có thể sử dụng phương pháp định giá của bên thứ ba, dẫn đến lợi nhuận từ định giá lại thấp hơn và giảm chi phí khấu hao lợi thế thương mại (GWA) trong tương lai, có thể giúp giảm thiểu các tác động và chênh lệch về tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm tương ứng khoản lợi nhuận từ định giá lại ước tính.

Việc tái cơ cấu tại VGC có thể sẽ diễn ra chậm hơn dự kiến. Vào tháng 4, GEX đã nâng thành công tỷ lệ sở hữu tại VGC từ 46% lên 50,2%. Tuy nhiên, do Chính phủ vẫn sở hữu 38,5% cổ phần tại VGC nên việc tái cơ cấu VGC có thể cần nhiều thời gian hơn. GEX kỳ vọng rằng sau khi Chính phủ hoàn tất thoái vốn vào năm 2022, GEX sẽ có thể tái cơ cấu các mảng vật liệu xây dựng và khu công nghiệp của VGC. Chúng tôi hiện đưa ra mô hình định giá cho GEX dựa trên việc hợp nhất VGC.

CAV phải đối mặt với khó khăn do giá đồng cao và cạnh tranh ngày càng gay gắt. Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận cho CAV trong giai đoạn 2022-2025 do dự báo giá đồng cao hơn, vốn đã dự kiến tăng khoảng 25% trong giai đoạn 2021-2024 lên 8.600 USD/tấn kể từ đầu tháng 3/2021. Chúng tôi cho rằng mức tăng này một phần do nhu cầu đồng cao từ ngành năng lượng tái tạo toàn cầu cũng như ngành xe điện.

Báo cáo Tài chính (*)

KQLN (tỷ VND)	2020A	2021F	2022F	2023F	B/S (tỷ VND)	2020A	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	17.949	29.753	36.873	39.823	Tiền và tương đương	1.562	531	2.101	4.428
Giá vốn hàng bán	-15.320	-24.575	-29.762	-32.167	Đầu tư TC ngắn hạn	1.728	1.809	1.809	1.809
Lợi nhuận gộp	2.629	5.177	7.111	7.656	Các khoản phải thu	6.274	7.522	8.244	8.572
Chi phí bán hàng	-470	-1.141	-1.421	-1.511	Hàng tồn kho	3.227	7.154	7.250	7.735
Chi phí quản lí DN	-640	-1.359	-1.709	-1.796	TS ngắn hạn khác	261	619	619	619
<i>Trong đó, khấu hao lợi thế thương mại</i>	-288	-348	-348	-348	Tổng TS ngắn hạn	13.052	17.635	20.022	23.164
LN thuần HĐKD	1.519	2.677	3.981	4.349	TS dài hạn (gộp)	9.175	18.370	23.774	23.774
Doanh thu tài chính	687	460	90	159	- Khấu hao lũy kế	-3.775	-10.151	-11.462	-12.771
Chi phí tài chính	-1.120	-1.211	-1.100	-998	TS dài hạn (ròng)	5.399	8.218	12.312	11.002
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-766	-982	-854	-737	Đầu tư TC dài hạn	5.798	2.461	2.461	2.461
Lợi nhuận từ công ty LDLK	37	126	26	26	TS dài hạn khác	2.882	19.795	14.629	13.862
Lợi nhuận/(chi phí) khác	64	0	0	0	Tổng TS dài hạn	14.080	30.474	29.403	27.326
LNTT	1.187	2.052	2.996	3.537	Tổng Tài sản	27.131	48.109	49.425	50.489
Thuế TNDN	-221	-361	-553	-620	Phải trả ngắn hạn	3.196	3.850	4.087	4.308
LNST trước lợi ích CĐTS	966	1.691	2.444	2.917	Nợ ngắn hạn	4.331	5.350	6.523	6.055
Lợi ích CĐTS	-175	-536	-781	-856	Nợ ngắn hạn khác	3.379	7.441	7.441	7.441
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	791	1.155	1.662	2.061	Tổng nợ ngắn hạn	10.906	16.641	18.051	17.805
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh¹	549	1.194	2.011	2.410	Nợ dài hạn	7.752	7.871	5.368	4.207
EBITDA	2.185	3.944	5.571	5.990	Nợ dài hạn khác	281	6.768	7.074	6.970
EPS pha loãng hoàn toàn, VND	1.559	1.404	2.021	2.506	Tổng nợ	8.033	14.639	12.442	11.177
EPS điều chỉnh ¹ , VND	1.048	1.447	2.456	2.938	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	0	0	0	0	Vốn cổ phần	4.882	7.812	7.812	7.812
DPS/EPS	0	0	0	0	Thặng dư vốn CP	13	599	599	599
(1) không bao gồm các khoản bất thường, lãi từ đánh giá lại và khấu hao lợi thế thương mại					Lợi nhuận giữ lại	1.878	2.862	4.353	6.244
TỶ LỆ	2020A	2021F	2022F	2023F	Vốn khác	84	84	84	84
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	1.361	5.499	6.110	6.796
Tăng trưởng doanh thu	17,2%	65,8%	23,9%	8,0%	Vốn chủ sở hữu	8.192	16.830	18.932	21.508
Tăng trưởng LN HĐKD	0,0%	76,3%	48,7%	9,3%	Tổng cộng nguồn vốn	27.131	48.109	49.425	50.489
Tăng trưởng EPS, cơ bản	34,5%	9,7%	16,8%	24,0%	CP lưu hành cuối năm	482	781	781	781
Tăng trưởng EPS, pha loãng	18,5%	-10,0%	44,0%	24,0%	Trung bình CP lưu hành cuối năm	482	634	781	781
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)	2020A	2021F	2022F	2023F
Biên LN gộp %	14,6%	17,4%	19,3%	19,2%	Tiền đầu năm	921	1.562	531	2.101
Biên LN từ HĐKD %	8,5%	9,0%	10,8%	10,9%	Lợi nhuận sau thuế	791	1.155	1.662	2.061
Biên EBITDA	12,2%	13,3%	15,1%	15,0%	Khấu hao	667	1.267	1.590	1.639
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	4,4%	3,9%	4,5%	5,2%	Thay đổi vốn lưu động	131	-818	-581	-592
ROE	12,0%	12,7%	13,8%	15,0%	Điều chỉnh khác	-1.122	6.199	0	0
ROA	3,3%	3,1%	3,4%	4,1%	Tiền từ hoạt động KD	467	7.803	2.672	3.108
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.968	-4.900	-882	74
Số ngày tồn kho	70	77	88	85	Đầu tư, ròng	-1.069	-19.041	363	363
Số ngày phải thu	99	85	78	77	Tiền từ HĐ đầu tư	-3.036	-23.941	-519	437
Số ngày phải trả	52	52	49	48	Cổ tức đã trả	0	0	0	0
TG luân chuyển tiền	118	109	118	114	Tăng (giảm) vốn	-152	3.515	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	20.903	1.019	1.173	-468
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,1	1,1	1,3	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-17.487	119	-2.503	-1.161
CS thanh toán nhanh	0,9	0,6	0,7	0,9	Tiền từ các hoạt động TC khác	-55	10.455	746	411
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,0	0,1	0,2	Tiền từ hoạt động TC	3.210	15.108	-584	-1.218
Nợ/Tài sản	44,5%	27,5%	24,1%	20,3%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	641	-1.031	1.570	2.328
Nợ/Vốn sử dụng	59,6%	44,0%	38,6%	32,3%	Tiền cuối năm	1.561	531	2.101	4.428
Nợ/Vốn CSH	1,3	0,8	0,5	0,3					
Khả năng thanh toán lãi vay	2,9	4,0	6,5	8,1					

Nguồn: số liệu công ty, VCSC; (*) Chúng tôi chưa ghi nhận BCTC hợp nhất với VGC nhưng đã ghi nhận đóng góp LNST của VGC trong khoản mục lợi nhuận từ công ty LDLK

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Phước Đức, 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 HOẢN	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

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- 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, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

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, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyễn, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên

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.