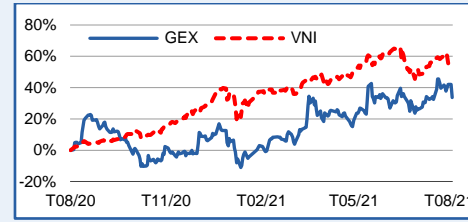


Ngành	Đa ngành		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	27/08/2021	Tăng trưởng DT	17,2%	57,4%	21,3%	14,9%
Giá hiện tại	23.800VND	Tăng trưởng EPS	18,5%	-14,7%	39,2%	33,5%
Giá mục tiêu	25.000VND	LNST (tỷ đồng)	791	1.093	1.522	2.032
Giá mục tiêu trước đây	26.000VND	LNST* (tỷ đồng)	549	1.163	1.871	2.381
TL tăng	+5,0%	EV/EBITDA	10,7x	9,4x	6,4x	5,3x
Lợi suất cổ tức	+0,0%	P/E**	15,3x	17,9x	12,9x	9,6x
Tổng mức sinh lời	+5,0%	P/B	1,7x	1,6x	1,5x	1,3x



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 VCV) 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.

	772tr USD		GEX	Peers***	VNI
GT vốn hóa	772tr USD	P/E (trượt)	15,4x	14,9x	15,9x
Room KN	287tr USD	P/B (hiện tại)	1,9x	1,9x	2,6x
GTGD/ngày (30n)	6,9tr USD	Nợ ròng/CSH	96,0%	12,1%	N/A
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	12,4%	10,5%	16,3%
SL cổ phiếu lưu hành	781 tr	ROA	2,0%	2,2%	2,6%
Pha loãng	781 tr				
PEG	1,1				

* 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; ** P/E dựa theo EPS pha loãng hoàn toàn; *** CT cùng ngành mảng thiết bị điện

Lê Phước Đức
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

VGC hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận, làm giảm tỷ lệ pha loãng EPS

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% giá mục tiêu xuống 25.000 đồng/CP và điều chỉnh khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG dành cho CTCP Tập đoàn GELEX (GEX). Giá mục tiêu của chúng tôi thấp hơn do định giá giảm cho phân khúc thiết bị điện cao ảnh hưởng đến định giá cao hơn cho phân khúc bất động sản.
- Đối với mảng thiết bị điện, chúng tôi giảm định giá 15% chủ yếu do ước tính giá trị hợp lý thấp hơn cho CAV và tỷ lệ P/E mục tiêu thấp hơn. Đối với CAV, chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo LNST tổng hợp cho giai đoạn 2021-2025 do tác động tiêu cực của dịch COVID-19 đối với nhu cầu cáp. Đây là lý do chính khiến tổng LNST của GEX giảm khoảng 4% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi dự báo LNST năm 2021 của GEX sẽ tăng 38% YoY do đóng góp cao hơn và lợi nhuận tăng mạnh từ VGC cũng như lợi nhuận đi ngang đối với mảng thiết bị điện.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kéo (CAGR) EPS pha loãng hoàn toàn giai đoạn 2020-2023 là 17% do công suất cáp tăng, mở rộng thị phần, đóng góp thêm lợi nhuận từ VGC và hiệu suất hoạt động cao hơn từ các nhà máy điện mặt trời và điện gió.
- GEX hiện có định giá khá phù hợp với P/E năm 2021 là 17,9 lần, dựa trên dự báo của chúng tôi.
- Yếu tố hỗ trợ: Tốc độ IPO của GEX Electric nhanh hơn dự kiến.
- Rủi ro: Lỡ từ kinh doanh chứng khoán; rủi ro trong các dự án gió cao hơn dự kiến.

Dịch COVID-19 mang lại những thách thức lớn hơn đối với phân khúc thiết bị điện. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận của CAV xuống 3%/13% cho năm 2021/2022 khi chúng tôi giả định sự xuất hiện trở lại của dịch COVID-19 tại Việt Nam sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu dây cáp điện trong năm 2021 cũng như tốc độ phục hồi năm 2022. Chúng tôi dự báo LNST năm 2021 sẽ giảm 18% YoY chủ yếu do biên LN gộp giảm (do giá đồng cao hơn và cạnh tranh gay gắt) và nhu cầu cáp yếu. Trong năm 2022, chúng tôi dự báo LNST của CAV sẽ tăng trở lại 37% YoY nhờ nhu cầu phục hồi.

Các dự án điện gió đang đi đúng hướng để đi vào vận vào tháng 10. GEX đã đặt kế hoạch các dự án trang trại điện gió mới với tổng công suất 140 MW (Hướng Phùng 2 & 3 và Gelex 1, 2 & 3) sẽ đi vào hoạt động vào tháng 10/2021 để nhận được mức giá ưu đãi 8,5 cent/kWh. GEX đã giải ngân khoảng 50% vốn đầu tư cho các dự án này vào quý 2/2021. Do đó, chúng tôi dự báo rằng các dự án điện tái tạo này sẽ bắt đầu đóng góp 158 tỷ đồng vào lợi nhuận của GEX năm 2022.

VGC hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận và phần nào giảm tỷ lệ pha loãng EPS. Chúng tôi hiện dự báo LNST báo cáo của VGC tăng 58% YoY nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh từ mảng cho thuê khu công nghiệp. Chúng tôi hiện dự báo VGC có thể cho thuê 175 ha (+30% YoY) chủ yếu từ các

khu công nghiệp trọng điểm như Đông Mai, Phú Hà, Yên Phong và Tiên Hải. Do đó, tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ từ VGC cùng với đóng góp cả năm từ 50% cổ phần của VGC (so với mức đóng góp 3 tháng vào năm 2020) đã thúc đẩy tăng trưởng LNST của GEX lên 38% YoY vào năm 2021 và giúp giảm tỷ lệ pha loãng EPS do GEX đã tăng vốn cổ phần lên 60% thông qua phát hành quyền mua.

Báo cáo Tài chính

Doanh thu	2020A	2021F	2022F	2023F	B/S (tỷ VND)	2020A	2021F	2022F	2023F	
Giá vốn hàng bán	17.949	28.245	34.269	39.366	Tiền và tương đương	1.562	1.190	2.545	4.457	
Lợi nhuận gộp	-15.320	-23.243	-27.531	-31.815	Đầu tư TC ngắn hạn	1.728	1.809	1.809	1.809	
Chi phí bán hàng	2.629	5.001	6.738	7.551	Các khoản phải thu	6.274	6.670	7.765	8.302	
Chi phí quản lí DN	-470	-1.096	-1.349	-1.485	Hàng tồn kho	3.227	7.280	6.848	7.639	
<i>Trong đó, khấu hao lợi thế thương mại</i>	-640	-1.313	-1.641	-1.777	TS ngắn hạn khác	261	619	619	619	
LN thuần HĐKD	-288	-348	-348	-348	Tổng TS ngắn hạn	13.052	17.568	19.586	22.826	
Doanh thu tài chính	1.519	2.592	3.748	4.289	TS dài hạn (gộp)	9.175	18.370	23.774	23.774	
Chi phí tài chính	687	536	103	160	- Khấu hao lũy kế	-3.775	-10.151	-11.462	-12.771	
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-1.120	-1.238	-1.084	-998	TS dài hạn (ròng)	5.399	8.218	12.312	11.002	
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-766	-982	-854	-737	Đầu tư TC dài hạn	5.798	2.461	2.461	2.461	
Lợi nhuận/(chi phí) khác	37	126	26	26	TS dài hạn khác	2.882	19.795	14.629	13.862	
LNTT	64	0	0	0	Tổng TS dài hạn	14.080	30.474	29.403	27.326	
Thuế TNDN	1.187	2.017	2.792	3.478	Tổng Tài sản	27.131	48.042	48.988	50.152	
LNST trước lợi ích CĐTS	-221	-399	-515	-611	Phải trả ngắn hạn	3.196	3.856	3.890	4.261	
Lợi ích CĐTS	966	1.618	2.278	2.866	Nợ ngắn hạn	4.331	5.350	6.523	6.055	
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	-175	-524	-755	-834	Nợ ngắn hạn khác	3.379	7.441	7.441	7.441	
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh¹	791	1.093	1.522	2.032	Tổng nợ ngắn hạn	10.906	16.647	17.854	17.757	
	549	1.163	1.871	2.381	Nợ dài hạn	7.752	7.871	5.368	4.207	
EBITDA					Nợ dài hạn khác	281	6.768	7.074	6.970	
EPS pha loãng hoàn toàn, VND	2.185	3.859	5.339	5.930	Tổng nợ	8.033	14.639	12.442	11.177	
EPS điều chỉnh ¹ , VND	1.559	1.330	1.851	2.471	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	
DPS, VND	1.138	1.489	2.395	3.048	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	
Doanh thu	0	0	0	0	Lợi nhuận giữ lại	1.878	2.800	4.152	6.014	
(1) không bao gồm các khoản bất thường, lãi từ đánh giá lại và khấu hao lợi thế thương mại					Vốn khác	84	84	84	84	
TỶ LỆ	2020A	2021F	2022F	2023F	Lợi ích CĐTS	1.361	5.487	6.072	6.735	
Tăng trưởng					Vốn chủ sở hữu	8.192	16.756	18.693	21.218	
Tăng trưởng doanh thu	17,2%	57,4%	21,3%	14,9%	Tổng cộng nguồn vốn	27.131	48.042	48.988	50.152	
Tăng trưởng LN HĐKD	0,0%	70,7%	44,6%	14,4%	CP lưu hành cuối năm	482	781	781	781	
Tăng trưởng EPS, cơ bản	34,5%	3,9%	13,0%	33,5%	Trung bình CP lưu hành cuối năm	482	634	781	781	
Tăng trưởng EPS, pha loãng	18,5%	-14,7%	39,2%	33,5%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	(tỷ VND)	2020A	2021F	2022F	2023F
Khả năng sinh lời					Tiền đầu năm	921	1.562	1.190	2.545	
Biên LN gộp %	14,6%	17,7%	19,7%	19,2%	Lợi nhuận sau thuế	791	1.093	1.522	2.032	
Biên LN từ HĐKD %	8,5%	9,2%	10,9%	10,9%	Khấu hao	667	1.267	1.590	1.639	
Biên EBITDA	12,2%	13,7%	15,6%	15,1%	Thay đổi vốn lưu động	131	-85	-630	-957	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	4,4%	3,9%	4,4%	5,2%	Điều chỉnh khác	-1.122	6.199	0	0	
ROE	12,0%	12,1%	12,7%	15,0%	Tiền từ hoạt động KD	467	8.474	2.483	2.715	
ROA	3,3%	2,9%	3,1%	4,1%	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.968	-4.900	-882	74	
Chỉ số hiệu quả vận hành					Đầu tư, ròng	-1.069	-19.041	363	363	
Số ngày tồn kho	70	82	94	83	Tiền từ HĐ đầu tư	-3.036	-23.941	-519	437	
Số ngày phải thu	99	84	77	74	Cổ tức đã trả	0	0	0	0	
Số ngày phải trả	52	55	51	47	Tăng (giảm) vốn	-152	3.515	0	0	
TG luân chuyển tiền	118	111	119	111	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	20.903	1.019	1.173	-468	
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ dài hạn	-17.487	119	-2.503	-1.161	
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,1	1,1	1,3	Tiền từ các hoạt động TC khác	-55	10.443	720	389	
CS thanh toán nhanh	0,9	0,6	0,7	0,9	Tiền từ hoạt động TC	3.210	15.096	-610	-1.240	
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,3	Tổng lưu chuyển tiền tệ	641	-371	1.355	1.912	
Nợ/Tài sản	44,5%	27,5%	24,3%	20,5%	Tiền cuối năm	1.561	1.190	2.545	4.457	
Nợ/Vốn sử dụng	59,6%	44,1%	38,9%	32,6%						
Nợ/Vốn CSH	1,3	0,7	0,5	0,3						
Khả năng thanh toán lãi vay	2,9	3,9	6,3	8,0						

Nguồn: số liệu công ty, VCSC;

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 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

- 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 Nguyên, 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, ext 173

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.