

# CTCP Dây cáp điện Việt Nam (CAV - HOSE)

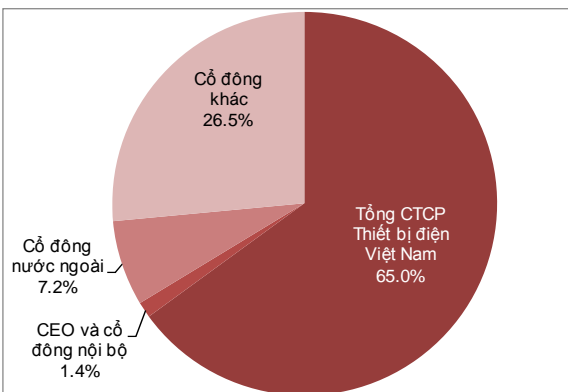
**Khuyến nghị: MUA**

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá cổ phiếu (VND)	51,500
Giá mục tiêu (VND)	69,800
Tiềm năng tăng/giảm (%)	35.5
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	2.0
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	42.7
Tăng trưởng giá so với VNI- (%)	45.1
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1,483.2
SL CP lưu hành (triệu cp)	28.8
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	5.8
P/E fwd (x)	9.2
P/B (x)	2.5
P/E VN-Index (x)	11.9

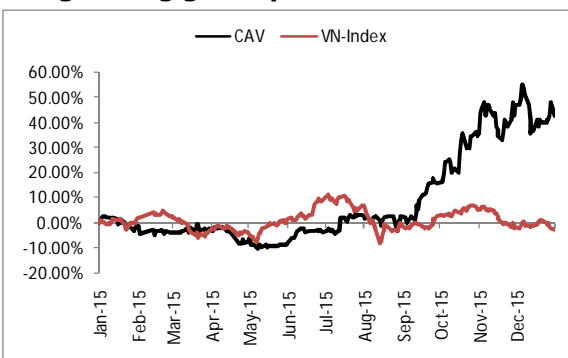
Nguồn: CAV, MSI

## Cơ cấu cổ đông (cập nhật tháng 1/2016)



Nguồn: CAV, MSI

## Tăng trưởng giá cổ phiếu



Nguồn: HOSE, MSI

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Dây cáp điện Việt Nam được thành lập vào năm 1975, tiền thân là Công ty Dây đồng Việt Nam, có tên thương mại là CADIVI, thuộc Tổng Công ty Cổ phần Thiết bị Điện Việt Nam (GELEX). Cadivi là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất các loại dây và cáp điện nhằm phục vụ cho các ngành kinh tế quốc dân và các nhu cầu sử dụng điện trong sinh hoạt thường ngày và cho cả xuất khẩu sang các nước khác như Mỹ, Myanmar, Campuchia và Nhật Bản.

Sản phẩm dây và cáp điện được cung cấp bởi Cadivi rất phong phú đa dạng, bao gồm: cáp điện dân dụng, các loại cáp chuyên dụng được dùng trong lĩnh vực công nghiệp và dòng cáp truyền tải điện. Cụ thể, các dòng sản phẩm đóng góp chính vào nguồn doanh thu của CAV có thể kể đến là cáp ngầm trung thế, cáp điện lực và cáp xuất khẩu. Khách hàng chính của CAV là các công ty Điện lực, các nhà thầu xây dựng và xây lắp điện dân dụng - công nghiệp, các nhà sản xuất có sử dụng máy móc thiết bị công nghiệp và các hộ gia đình.

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cadivi hiện có cơ cấu cổ đông tập trung, chủ yếu là cổ đông lớn và cổ đông nội bộ. Tổng Công ty cổ phần Thiết bị điện Việt Nam là cổ đông lớn nhất của CAV và hiện đang nắm giữ 65% cổ phần. Ban Lãnh đạo cùng nội bộ Công ty giữ 1,4% cổ phần. Các nhà đầu tư nước ngoài liên tục tăng tỷ lệ sở hữu CAV lên 7,2%. Các cổ đông khác giữ lượng cổ phần còn lại (26,5%).

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Chúng tôi có sự thay đổi trong khuyến nghị từ GIỮ trong báo cáo nhanh ngày 10/12/2015 sang khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CAV cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn vì những lý do sau:

- Cổ phiếu CAV được định giá theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền Công ty với giá trị hợp lý là 69.800 đồng, cao hơn mức giá hiện tại là 35,5%.
- Mức cổ tức cao 30% và tỷ suất cổ tức trong 2015 là 5,8%.
- Cadivi là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất dây và cáp điện với 40 năm kinh nghiệm tại Việt Nam. Cadivi hiện đang đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Mỹ, Myanmar, Campuchia và mở rộng vào thị trường Nhật Bản, Châu Âu.
- Sự tăng trưởng mạnh của sản lượng điện và nhu cầu sử dụng điện với tỷ lệ tăng trưởng trên 10% /năm, qua đó thúc đẩy doanh số các sản phẩm dây và cáp điện của Việt Nam trong những năm tới.
- Ảnh hưởng tích cực đến từ việc thoái vốn của Bộ Công Thương tại GELEX - Công ty mẹ của CAV, qua đó giúp CAV không còn mang nhiều tính chất Nhà nước trong sở hữu và quản trị Công ty. Những thông tin về các chủ sở hữu mới tại GELEX sẽ có tác động tích cực đến giá cổ phiếu của CAV.

**Chuyên viên Phân tích**

Trần Minh Đức - ductm1@msi.com.vn

- Gần đây, các nhà đầu tư đã liên tục nâng tỷ lệ sở hữu CAV lên 7,2%, điều này cho thấy CAV là một trong những cổ phiếu đang được các nhà đầu nước ngoài quan tâm.
- Kết quả kinh doanh trong 9T.2015 với doanh thu 4.291,8 tỷ đồng doanh thu, tăng 6,6% so với cùng kỳ, hoàn thành 79,5% kế hoạch của Công ty. Lợi nhuận đạt 122,7 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ tăng trưởng 31,7% so với cùng kỳ năm trước. Với mức lợi nhuận này, CAV đã đạt 92,5% kế hoạch kinh doanh mà Công ty đặt ra cho năm 2015.
- Năm 2016, kết quả kinh doanh của Cadivi dự báo tiếp tục đạt mức tăng trưởng cao, trong đó ước tính doanh thu 2016 sẽ đạt được 6.042,7 tỷ đồng và lợi nhuận đạt 195,6 tỷ đồng, tương ứng với tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng là 5,6% và tăng trưởng lợi nhuận là 21,3% so với 2015.
- Giá đồng chiếm đến 75% giá nguyên vật liệu đầu vào, đang có xu hướng giảm và dự báo sẽ tiếp tục giảm trong hai năm tới 2016-2017, điều này sẽ có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của CAV.

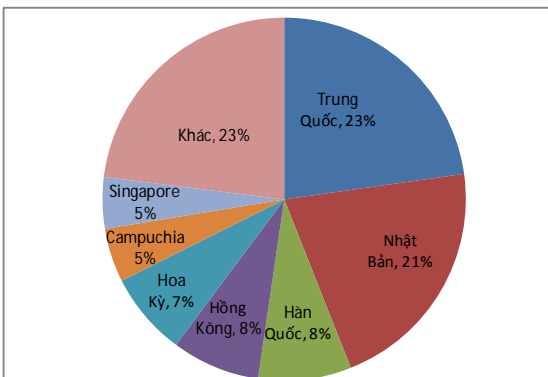
**ĐÁNH GIÁ VỀ NGÀNH DÂY ĐIỆN VÀ CÁP ĐIỆN VIỆT NAM**

Trong những năm gần đây, ngành điện Việt nam phát triển với tốc độ khá nhanh. Các doanh nghiệp sản xuất thiết bị điện được tạo những điều kiện thuận lợi để phát triển sản xuất và cung cấp các thiết bị điện cho các ngành sử dụng điện trong cả nước. Trong đó, ngành dây cáp điện là ngành được hưởng lợi nhiều nhất từ sự phát triển các ngành nghề liên quan đến việc phát triển cơ sở hạ tầng như: viễn thông, điện lực, xây dựng dân dụng và công nghiệp. Hiện nay, nhu cầu dây và cáp điện phục vụ cho các ngành xây dựng và sản xuất như xe hơi, điện tử và viễn thông đang ngày càng gia tăng. Bên cạnh nhu cầu tiêu thụ sản phẩm dây cáp điện từ thị trường trong nước, nhu cầu cho việc phát triển và hiện đại hoá cơ sở hạ tầng trên thị trường thế giới cũng rất lớn, đặc biệt là thị trường Mỹ và Nhật.

Theo các chuyên gia, ngành sản xuất thiết bị điện đang có lộ trình và cơ hội phát triển do có tiềm năng tiêu thụ lớn trong và ngoài nước. Với thị trường trong nước, theo chỉ đạo của Chính phủ và Bộ Công Thương, nhằm phục vụ nhu cầu về dây và cáp điện trong giai đoạn 2015-2025 cho việc phát triển công nghiệp vùng Đông Nam Bộ. Trong đó nâng cấp và mở rộng hệ thống truyền tải điện năng, đồng thời nâng cấp mạng lưới dây điện đã quá cũ, không đủ mức an toàn cho phép, ngành thiết bị điện sẽ phải phát triển để đáp ứng 70% nhu cầu trong nước về thiết bị điện, trạm biến áp, 55% động cơ về điện, một số chủng loại máy phát điện thông dụng, 50-60% nhu cầu máy biến thế 110-220K và năm 2015 xuất khẩu đạt 30-35% giá trị sản xuất; đáp ứng 60-70% nhu cầu trong nước các loại công tơ điện, khí cụ điện, các hệ thống ghi đếm - giám sát an toàn lưới điện.

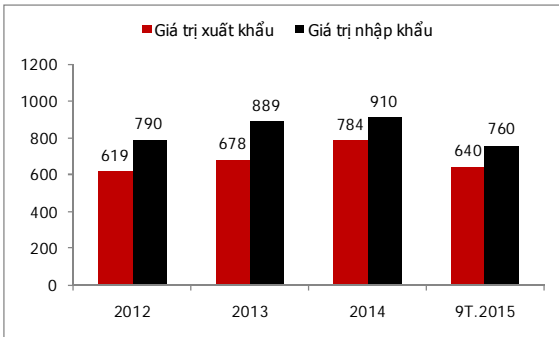
Theo thống kê về số lượng doanh nghiệp dây cáp điện đang hoạt động trên thị trường đã có tới hơn 200 doanh nghiệp tham gia và trong đó có thể kể đến một số công ty điển hình trong ngành như: Công ty CP Cơ điện Trần Phú, Công ty liên doanh LG Vina Cable, Công ty Taya Việt Nam v.v.. Sự cạnh tranh không chỉ diễn ra giữa các doanh nghiệp Việt Nam mà còn có sự góp mặt từ các nhà sản xuất nước ngoài, theo đó hàng loạt dòng sản phẩm dây cáp điện được nhập vào Việt Nam.

**Thị trường xuất khẩu dây điện và dây cáp điện 9T.2015 của Việt Nam**



Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam

**Kim ngạch xuất nhập khẩu ngành dây điện từ 2012 - 9T.2015 (triệu USD)**



Nguồn: Tổng cục Thống Kê, MSI tổng hợp

Cadivi cũng đang nỗ lực để tránh phụ thuộc vào một khách hàng lớn. Bên cạnh Tập đoàn Điện lực Việt Nam, công ty này cũng đang phát triển hệ thống phân phối bán lẻ. Trên thực tế, sản phẩm dây cáp điện Cadivi khá phổ biến trên thị trường dân dụng. Theo khảo sát của FTA, Cadivi hiện chiếm khoảng 30% thị phần dây cáp điện cả nước; trong đó thị trường miền Nam chiếm tới 90%, miền Trung chiếm khoảng 30% và miền Bắc chiếm 20%. Bên cạnh đó, theo ông Lộc – CEO của Cadivi đánh giá sản phẩm quyết định sự phát triển của ngành dây và cáp điện là sản phẩm công nghiệp, dây cáp dùng làm đường dây dẫn trong các cao ốc, ô tô.

Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu dây điện và dây cáp điện của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm 2015 trị giá 637,84 triệu USD, tăng 16,98% so với cùng kỳ năm trước. Trong 9 tháng đầu năm 2015, Trung Quốc là thị trường dẫn đầu kim ngạch xuất khẩu mặt hàng dây điện và dây cáp điện của Việt Nam, thu về 145,14 triệu USD, tăng 44,13% so với cùng kỳ năm trước, chiếm 22,75% tổng trị giá xuất khẩu. Nhật Bản là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai mặt hàng dây điện và dây cáp điện của Việt Nam, trị giá 135,59 triệu USD, giảm 2,38% so với cùng kỳ năm trước. Indonesia là thị trường có mức tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu khá cao so với cùng kỳ năm trước, với mức tăng 141,45%. Ngoài ra một số thị trường khác cũng có mức tăng trưởng xuất khẩu: xuất sang Hồng Kông tăng 39,99%; xuất sang Philippine tăng 30,15%; xuất sang Thái Lan tăng 28,43%; xuất sang Anh tăng 47,84%.

**Năng lực sản xuất và thị phần của CADIVI**

Chỉ tiêu	CADIVI
Sản phẩm chính	Dây và Cáp điện, khí cụ điện
Thị phần	Dân dụng: 90% miền Nam, 30% miền Trung, 20% miền Bắc Thị trường nội địa.
Thị trường tiêu thụ	Thị trường xuất khẩu: Myanmar, Campuchia, Mỹ, Indonesia, Brunei... Công ty TNHH MTV CADIVI Đồng Nai XN Thành Mỹ XN Long Biên
Nhà máy sở hữu	XN Tân Á - 3 cơ sở Chi Nhánh Miền Bắc Chi Nhánh Miền Trung Nhà Máy Dây Cáp Điện Miền Trung
Công suất hoạt động (tấn/năm)	60.000 tấn Đồng 40.000 tấn Nhôm 20.000 tấn Nhựa các loại

Nguồn: CAV, MSI tổng hợp

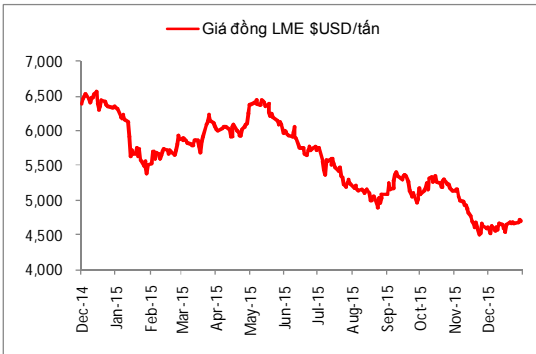
**HỆ THỐNG PHÂN PHỐI VÀ NĂNG LỰC SẢN XUẤT CỦA CADIVI**

Cadivi sở hữu hệ thống phân phối với khoảng 2.200 cửa hàng trải dài khắp cả nước, trong đó có 200 cửa hàng là đại lý phân phối cấp 1 và 2.000 cửa hàng là đại lý phân phối cấp 2 trải dài khắp cả nước. Đồng thời, trong năm 2015 Cadivi hoàn tất kế hoạch mở thêm ba hệ thống phân phối ở Campuchia, Myanmar và Nhật, qua đó nâng tổng số nhà phân phối ở nước ngoài hiện có lên 13.

Công ty có năng lực sản xuất lớn (năng lực sản xuất hàng năm lên đến 60.000 tấn sản phẩm từ đồng, 40.000 tấn sản phẩm từ nhôm, 20.000 tấn từ hạt nhựa PVC các loại); với 5 nhà máy sản xuất hiện đại tại TP. Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Đà Nẵng và sắp tới là ở Hà Nội.

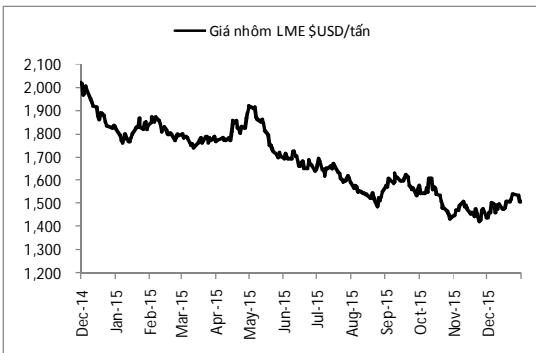
Cadivi đã cung cấp hơn 10 triệu km dây cáp đạt tiêu chuẩn chất lượng quốc gia cho các công trình dân dụng, các công trình nhà ở cũng như các dự án xây dựng. Ngoài ra, CADIVI còn sản xuất các sản phẩm có yêu cầu kỹ thuật cao như cáp điện trung thế có cấp điện áp lên đến 40.5kV treo và ngầm, cáp quang, cáp chịu nhiệt, chịu dầu, chống cháy, chậm cháy, không có khí độc ..., đáp ứng đòi hỏi khắt khe của không ít công trình, dự án có tầm cỡ lớn của ngành điện lực như: dự án xây dựng tuyến đường dây truyền tải có cấp điện áp từ 110kV – 500kV, dự án cải tạo lưới điện, dự án năng lượng nông thôn, dự án ngầm hóa lưới điện.

**Diễn biến giá đồng nguyên liệu**



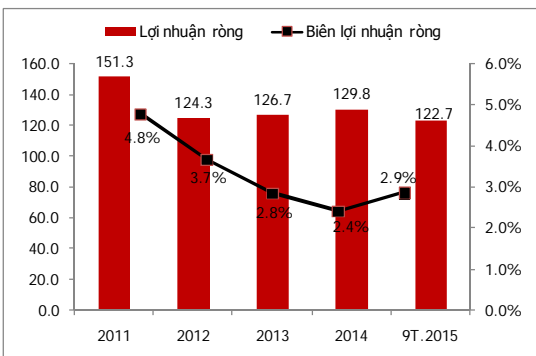
Nguồn: Sở giao dịch Kim loại London và MSI

**Diễn biến giá nhôm nguyên liệu**



Nguồn: Sở giao dịch Kim loại London và MSI

**Lợi nhuận & Biên lợi nhuận ròng của CAV**



Nguồn: CAV, MSI

**NGUYÊN VẬT LIỆU**

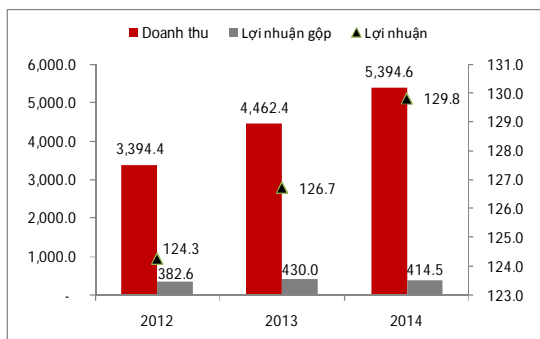
Nguyên vật liệu đóng vai trò ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận của Công ty. Tỷ trọng nguyên vật liệu so với giá thành sản phẩm của ngành dây cáp điện nói chung và CADIVI nói riêng là rất lớn, chiếm bình quân trên 90% giá thành sản phẩm. Trong đó, đồng là nguyên liệu chính, chiếm khoảng 70-75% giá thành. Do đó, sự biến động trong giá nguyên vật liệu (chủ yếu là đồng, nhôm, nhựa) có thể gây tác động rất lớn giá thành sản phẩm và kết quả kinh doanh của Cadivi.

Trong thời gian qua, giá nguyên liệu đồng, nhôm trên thị trường thế giới đang có xu hướng giảm mạnh. Giá đồng lao dốc xuống mức thấp nhất trong vòng 6 năm vào ngày 11/01/2016 ở mức giá khoảng 4.381 USD/tấn. Theo đó, giá đồng đã giảm 28,8% so với mức giá cuối phiên giao dịch ngày 09/01/2015.

Theo Thomson Reuters, một số nhà phân tích nhận định giá đồng có thể giảm xuống 4.000 USD/tấn và đây là trường hợp xấu nhất cho Glencore - một trong những công ty sản xuất đồng lớn nhất thế giới trong nỗ lực cắt giảm sản lượng. Tuy nhiên, không phải tất cả công ty sản xuất đồng sẵn sàng tham gia với Glencore trong việc cắt giảm sản lượng khai thác nhằm tăng giá, ví dụ như CEO của Codelco đã phát biểu tại hội nghị kim loại Bulletin ở Thượng Hải rằng họ sẽ chọn phương án cắt giảm chi phí hơn là cắt giảm sản lượng, do việc ngưng sản xuất sẽ rất khó để khởi động lại. Bên cạnh đó, Goldman Sachs cho rằng chu kỳ giảm giá đồng có thể sẽ kéo dài đến năm 2019 dựa trên dự báo thặng dư nguồn cung đồng trên toàn cầu. Nguyên nhân chính dẫn đến việc giá đồng giảm mạnh do Trung Quốc là nước sử dụng đồng nhiều nhất, chiếm gần một nửa nhu cầu đồng thế giới và hiện tại việc nhập khẩu các kim loại tinh chế của nước này đã giảm mạnh. Goldman Sachs dự báo giá đồng giảm xuống 4.800 USD/tấn vào cuối năm 2015 và 4.500 USD/tấn vào cuối năm 2016.

Mặc dù, giá đồng trên thị trường thế giới có xu hướng giảm mạnh, tuy nhiên, biên lợi nhuận của Cadivi không cải thiện đáng kể, do (1) Cadivi đang mua đồng bằng khoảng 2/3 nhu cầu nguyên liệu hằng tháng từ các nước lân cận như Trung Quốc, Hàn Quốc, Singapore. Vì vậy, do tỷ giá USD/VND đã tăng 5% tính từ đầu năm đến nay gây ảnh hưởng đến giá nguyên liệu đầu vào; (2) Cadivi đang áp dụng mức dự trữ hàng tồn kho nguyên liệu bình quân là cho 45 ngày sản xuất, do đó sẽ có độ trễ trong thời gian giảm giá vốn nhập nguyên liệu; (3) tình hình kinh tế khó khăn, nhu cầu cho các sản phẩm dây và cáp điện giảm, công ty phải giảm giá bán để hỗ trợ khách hàng nhằm giữ thị phần, qua đó làm cho giá bán có xu hướng giảm nhanh hơn giá vốn (giảm 16% trong 2015).

Theo quan điểm chúng tôi, biên lợi nhuận của Cadivi sẽ có sự cải thiện rõ rệt trong những năm tới, do (1) giá nguyên liệu đồng, nhôm vẫn đang có xu hướng tiếp tục giảm mạnh, do dư nguồn cung và nhu cầu sụt giảm của thị trường Trung Quốc; (2) sự hồi phục của nền kinh tế và thị trường BĐS sẽ cải thiện nhu cầu sản phẩm dây và cáp điện dân dụng và công nghiệp; (3) tỷ trọng doanh thu mảng thương mại phát sinh từ việc mua và bán lại các sản phẩm đồng nguyên liệu Cathode, dây đồng 8mm và phụ kiện lưới điện đang có xu hướng giảm mạnh. Đây là mảng có biên lợi nhuận thấp, trong đó DT mảng thương mại 9T.2015 chỉ chiếm 7,8% tổng doanh thu, giảm so với mức 14,1% của 9T.2014.

**Kết quả tài chính 2012-2014 (tỷ đồng)**

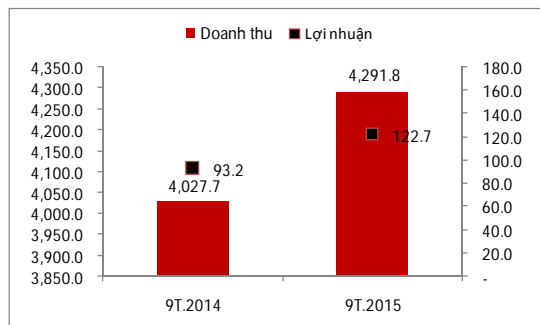
Nguồn: CAV, MSI

**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH****Kết quả kinh doanh từ năm 2012 đến năm 2014**

Năm 2012, Cadivi đạt doanh thu 3.394,4 tỷ đồng và 124,3 tỷ đồng lợi nhuận, đây được đánh giá là một năm kinh doanh thành công của Cadivi dù nền kinh tế gặp nhiều khó khăn và sự đóng băng của ngành bất động sản.

Trong năm 2013, Cadivi tiếp tục có sự tăng trưởng tích cực với 4.462,4 tỷ đồng doanh thu (tăng 31,5% y/y). Tuy nhiên, lợi nhuận của Công ty chỉ đạt 126,7 tỷ đồng, cao hơn 2% so với năm 2012. Nguyên nhân do trong năm 2013, Cadivi đẩy mạnh dây chuyền sản xuất mới nhập và công ty con do CADIVI sở hữu 100% - Công ty TNHH MTV CADIVI Đồng Nai đi vào hoạt động từ tháng 7/2013 đã làm cho chi phí tăng cao. Trong năm 2014, Cadivi ghi nhận doanh thu 5.394,6 tỷ đồng (+20,9% y/y) vượt 17,3% kế hoạch. Doanh thu tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ doanh thu thương mại tăng gấp đôi so với năm 2013. Tuy nhiên, do biên lợi nhuận của mảng thương mại khá thấp như đã đề cập trên, lợi nhuận của Cadivi đạt 129,8 tỷ đồng, tăng 2,4% so với cùng kỳ.

Nhìn chung, doanh thu của Cadivi tăng trưởng đều đặn trong 3 năm qua với mức tăng trung bình 20%, tuy nhiên biên lợi nhuận ròng của CAV đã giảm từ 3,7% năm 2012 xuống còn 2,4% trong 2014, nguyên nhân do thị trường dây cáp điện hiện nay rất cạnh tranh, nên Cadivi phải giảm giá để bán được hàng và tỷ trọng hàng thương mại có biên lợi nhuận thấp ngày càng gia tăng.

**Kết quả kinh doanh 9T.2015 (tỷ đồng)**

Nguồn: CAV, MSI

**Kết quả 9T.2015 và ước tính 2015**

Sau 9 tháng đầu năm 2015, CAV đã đạt được kết quả kinh doanh khả quan với 4.291,8 tỷ đồng doanh thu, tăng 6,6% so với cùng kỳ, hoàn thành 79,5% kế hoạch của Công ty. Theo đó, Công ty đạt 122,7 tỷ đồng lợi nhuận ròng, tương ứng với tỷ lệ tăng trưởng 31,7% so với cùng kỳ năm trước. Với mức lợi nhuận này, CAV đã đạt 92,5% kế hoạch kinh doanh mà Công ty đặt ra cho năm 2015.

Theo Ban Lãnh đạo CAV cho biết, tính đến cuối tháng 11/2015, Công ty đã hoàn thành được 93,3% kế hoạch doanh thu cả năm, đạt 5.036 tỷ đồng. Tuy nhiên, do Công ty phải phân bổ chi phí cuối năm 2015 như bán hàng, quảng cáo sản phẩm nên lợi nhuận Q4.2015 chúng tôi ước tính sẽ đạt khoảng 38,6 tỷ đồng, giảm 2% so với cùng kỳ 2014.

Cho năm 2015, chúng tôi có sự thay đổi trong dự phóng kết quả kinh doanh của CAV so với báo cáo nhanh ngày 10/12/2015. Trong đó, chúng tôi sẽ tăng dự báo doanh thu cho cả năm 2015 là 5.722,3 tỷ đồng, tăng 6,1% so với năm 2014. Theo đó, tỷ trọng doanh thu trong năm 2015 của mảng dây cáp điện dân dụng tăng lên 67% từ mức 56,7% của 2014, doanh thu mảng các sản phẩm nhôm giảm còn 500 tỷ so với 800 tỷ của năm 2014, tỷ trọng doanh thu mảng điện lực giảm từ 15% của năm 2014 xuống còn 9,7% trong năm 2015 và mảng xuất khẩu sụt giảm chỉ chiếm khoảng 4% tổng doanh thu trong năm nay so với 5% trong năm 2014.

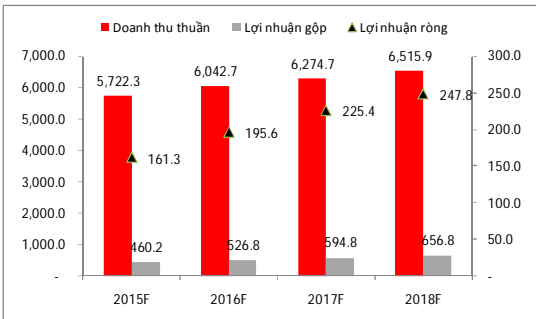
Tuy nhiên, do phải giảm giá bán sản phẩm trung bình khoảng 16% trong năm 2015 và những khoản chi phí chưa được hạch toán trong Q3.2015 sẽ được tất toán trong Q4.2015 làm cho các khoản chi phí tăng cao hơn trong thời điểm cuối năm. Do đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của CAV cả năm 2015 sẽ đạt 161,3 tỷ đồng, tăng 24,3% so với năm trước.

**Triển vọng kinh doanh giai đoạn 2016-2018**

Kết quả kinh doanh của Cadivi được kỳ vọng là sẽ tăng mạnh trong những năm tới, do (1) Hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào giảm, do giá 2 nguyên liệu chính chiếm trên 75% giá thành là đồng và nhôm đang được dự báo sẽ giữ ở mức thấp trong vòng 2 năm tới, qua đó giúp cho biên lợi nhuận của CAV được cải thiện; (2) Hưởng lợi từ đề án “Ngầm hóa lưới điện TP HCM đến năm 2020”, với đối tượng khách hàng chủ yếu của CAV là các Công ty Điện lực; các nhà thầu xây lắp điện dân dụng, công nghiệp; các nhà sản xuất, dự kiến gần 5.000 km lưới điện sẽ được đưa xuống lòng đất với tổng kinh phí đầu tư lên tới 14.000 tỷ đồng, (3) Thị trường xuất khẩu có tiềm năng tăng trưởng cao, trong 7 tháng đầu năm kinh ngạch xuất khẩu dây và cáp điện tăng 14,6% so với cùng kỳ đạt 476,5 triệu USD, Nhật Bản là thị trường tiêu thụ lớn nhất, đây cũng là thị trường Cadivi đang lên kế hoạch mở rộng và phát triển, (4) Sự phục hồi của ngành bất động sản, lượng dự án cơ sở hạ tầng và công trình cũng tăng cao theo và đẩy mạnh nhu cầu dây và cáp điện.

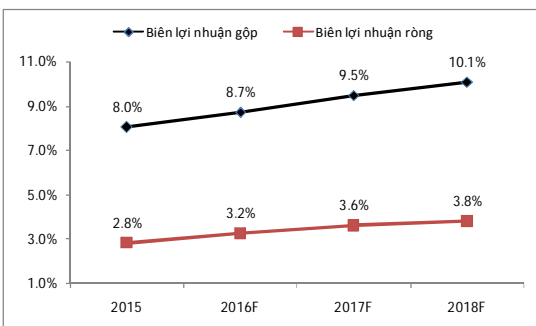
Bộ Công Thương và EVN cho biết, việc đầu tư nâng cấp hệ thống truyền tải và phân phối điện sẽ được tiếp tục đẩy mạnh trong những năm tới, do nhu cầu sử dụng và sản lượng điện của Việt Nam trong 2015 đạt mức tăng trưởng 2 con số. Theo đó, chúng tôi đánh giá đây là dấu hiệu tích cực ảnh hưởng đến mảng sản xuất và cung cấp dây cáp truyền tải điện của CAV.

**Triển vọng kinh doanh 2015-2018**



Nguồn: MSI dự phóng

**Biên lợi nhuận gộp & Biên lợi nhuận ròng 2015-2018**



Nguồn: MSI dự phóng

**Dự phóng KQKD giai đoạn 2016-2018**

Theo chúng tôi được biết, hiện nay CAV đang lên kế hoạch sản xuất cho năm 2016 dựa trên ước tính giá đồng ở khoảng USD5.200/tấn. Tuy nhiên, dựa trên những dự báo giá đồng nguyên liệu của các tổ chức uy tín trên thế giới, chúng tôi kỳ vọng giá đồng sẽ giảm xuống còn USD4.200/tấn trong năm 2016, tương ứng với mức giảm 10,7% so với cuối năm 2015. Bên cạnh đó, chúng tôi giả định giá bán sản phẩm của CAV sẽ tiếp tục giảm thêm khoảng 5% trong 2016, tuy nhiên vẫn thấp hơn so với tốc độ giảm của giá đồng.

Như vậy, trong năm 2016, dựa trên dự phóng của chúng tôi về giảm giá đồng và việc giảm giá bán sản phẩm như nêu trên, chúng tôi ước tính doanh thu 2016 của Cadivi sẽ đạt được 6.042,7 tỷ đồng và lợi nhuận đạt 195,6 tỷ đồng, EPS 2016F là 6.792,6 đồng và chỉ tiêu P/E forward là 7,6x. Theo đó, chúng tôi ước tính công ty sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng là 5,6% và tăng trưởng lợi nhuận là 21,3% trong năm 2016. Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận ròng của Cadivi trong năm 2016 cũng sẽ được cải thiện, đạt mức 3,2% so với 2,8% của năm 2015.

Cho năm 2017, chúng tôi ước tính giá đồng sẽ giảm thêm 4,8% so với 2016, chạm mức USD4.000/tấn. Cùng với dự phóng giá bán sản phẩm CAV sẽ giảm 1%, qua đó trong năm 2017 doanh thu của CAV ước tính sẽ đạt 6.274,7 tỷ đồng (+3,8 y/y) và lợi nhuận sẽ chạm mức 225,4 tỷ đồng (+15,2% y/y), tương ứng với EPS forward là 7.825 đồng. Chúng tôi cũng kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận ròng của Cadivi trong năm 2017 sẽ được cải thiện và đạt mức 3,6%.

Trong năm 2018, chúng tôi dự đoán giá đồng có thể sẽ tăng 2% so với 2017, đạt mức USD4.080/tấn, khi thặng dư nguồn cung đồng giảm và nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu từ Trung Quốc hồi phục trở lại. Do đó, chúng tôi dự đoán doanh thu trong năm 2018 của Cadivi sẽ tăng trưởng ở mức 3,8%, đạt 6.515,9 tỷ đồng và mức lợi nhuận đạt 247,8 tỷ đồng, tăng 10% so với năm 2017.

**BỘ CÔNG THƯƠNG ĐÃ THOÀI VỐN KHỎI GELEX**

Vào ngày 25/12/2015, Bộ Công Thương đã thoái vốn toàn bộ khỏi Tổng Công ty cổ phần Thiết bị điện Việt Nam, đã có 122,57 triệu cổ phiếu GEX được khớp lệnh với tổng giá trị giao dịch là 2.177,7 tỷ đồng.

Đây là thông tin được chúng tôi đánh giá là một trong những yếu tố thuận lợi cho hoạt động kinh doanh của CAV, do CAV sẽ không còn mang tính chất Nhà nước về mặt sở hữu cũng như điều hành. Do đó, trong thời gian tới, CAV đã có thể tham gia đấu thầu trong các dự án do EVN HCM huy động vốn từ nguồn tài trợ của ADB, nguyên do chính sách của ADB là không giải ngân cho những tổ chức có yếu tố Nhà nước.

Như vậy, chúng tôi kỳ vọng CAV sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tốt hơn cả về doanh thu lẫn lợi nhuận trong tương lai, do nhu cầu dây và cáp điện của EVN tăng cao đến từ đề án ngầm hoá lưới điện TP.HCM và các dự án truyền tải điện .

**ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**

**Định giá**

Việc thoái toàn bộ vốn nhà nước tại Gelex - Công ty mẹ của CAV sẽ tạo điều kiện thu hút các nhà đầu tư lớn, có tiềm năng mua cổ phần với số lượng đủ lớn để tham gia đổi mới quản trị doanh nghiệp, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sau cổ phần hóa. Như vậy, theo chúng tôi Cadivi dự kiến sẽ được hưởng lợi từ việc thoái vốn Nhà nước tại Công ty mẹ. Trên thực tế, tính từ đầu năm 2015 cho đến thời điểm hiện tại, các nhà đầu tư nước ngoài đã liên tục mua vào cổ phiếu CAV và nâng tỷ lệ sở hữu từ 0,51% lên 7,2%. Điều này chứng tỏ CAV là một trong những cổ phiếu đang được các nhà đầu tư nước ngoài quan tâm.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền của Công ty (FCFF) với chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) ở mức 15,6% nhằm đánh giá giá trị cổ phiếu CAV . Sau khi chiết khấu dòng tiền hoạt động sản xuất của CAV, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của CAV là 69.800 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp đánh giá	Tỉ trọng	Giá cổ phiếu	Giá thị trường	Tiềm năng tăng trưởng	WACC (Chi phí sử dụng vốn bình quân)	
Chiết khấu dòng tiền Công ty (FCFF)	100%	69,800			COE (Chi phí vốn chủ sở hữu)	20.0%
					COD (Chi phí sử dụng nợ)	7.5%
					Thuế	20.0%
					WACC	15.6%
					Tăng trưởng	3.0%
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>69,800</b>	<b>51,500</b>	<b>35.5%</b>		

**Khuyến nghị**

Dựa trên kết quả phân tích và đánh giá, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CAV cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn vì những lý do sau:

- Cổ phiếu CAV được định giá theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền của Công ty với giá trị hợp lý là 69.800 đồng, cao hơn mức giá hiện tại là 35,5%.
- Cadivi hiện nay là doanh nghiệp sản xuất các loại dây và cáp điện hàng đầu tại Việt Nam phục vụ rộng rãi cho các ngành kinh tế, dân dụng và xuất khẩu. Đối với mạng dây và cáp điện dân dụng, CAV chiếm 90% thị phần miền Nam, 30% thị phần miền trung và 20% thị phần miền Bắc .
- CAV dự định sẽ trả cổ tức cho cổ đông ở mức tối thiểu là 30% bằng tiền mặt, tương ứng với tỷ suất cổ tức là 5,8%
- Kết quả kinh doanh tích cực trong 9T.2015 với doanh thu 4,291.8 tỷ đồng(+6.6% y/y), lợi nhuận đạt 122.7 tỷ đồng, tăng 31,7% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Năm 2016, kết quả kinh doanh của Cadivi dự báo tiếp tục đạt mức tăng trưởng cao, trong đó ước tính doanh thu 2016 sẽ đạt được 6.042,7 tỷ đồng và lợi nhuận đạt 195,6 tỷ đồng, tương ứng với tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng là 5,6% và tăng trưởng lợi nhuận là 21,3% so với 2015.
- Tiềm năng tăng trưởng cao do thị trường bất động sản đang có dấu hiệu phục hồi, kéo theo nhu cầu cho dây và cáp điện dân dụng ngày càng tăng và CAV hiện đang chiếm 30% thị phần dây cáp điện cả nước.

- Hưởng lợi từ đề án “Ngầm hóa lưới điện TP HCM đến năm 2020”, khối lượng ngầm hoá dự kiến còn khoảng 650km trung thế và 1.150km hạ thế.
- Sản lượng điện và nhu cầu sử dụng điện tiếp tục tăng trưởng trên 10%/năm, kéo theo nhu cầu nâng cấp đường dây truyền tải điện tăng cao, ví dụ nâng cấp đường dây 500 kV Bắc Nam.
- Hưởng lợi từ và việc thoái vốn Nhà Nước ở Công ty mẹ Gelex và Nghị định 60 về việc nới room cho nhà đầu tư nước ngoài tăng sở hữu lên 100% doanh nghiệp niêm yết.
- Kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định trong những năm vừa qua và ước tính mức tăng trưởng bình quân 10% - 20%/năm

**Một số rủi ro của cổ phiếu CAV**

- Rủi ro giá nguyên liệu đầu vào của CAV (đồng và nhôm) phụ thuộc vào tình hình diễn biến phức tạp của giá thị trường nguyên liệu thế giới, do tỷ trọng nguyên vật liệu so với giá thành sản phẩm của Cadivi là rất lớn.
- Sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường Bất động sản nói riêng cũng sẽ ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của Cadivi. Đồng thời, chính sách tiền tệ và lãi suất còn tùy thuộc vào quyết định của Chính phủ và ít nhiều ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp trong ngành dây và cáp điện.
- Sự cạnh tranh quyết liệt trong thị trường dây và cáp điện sẽ cần Cadivi phải nỗ lực để giữ thị phần, mở rộng danh mục sản phẩm, hệ thống phân phối.

<b>Tóm tắt tài chính</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>9T.2015</b>	<b>Kế hoạch 2015</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Doanh thu (tỷ VND)	3,394.4	4,462.4	5,394.6	4,291.8	5,400.0	5,722.3	6,042.7	6,274.7	6,515.9
Tăng trưởng (% y/y)	6.9	31.5	20.9	6.6	0.1	6.1	5.6	3.8	3.8
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	124.3	126.7	129.8	122.7	132.6	161.3	195.6	225.4	247.8
Tăng trưởng (% y/y)	(17.9)	2.0	2.4	31.7	2.1	24.3	21.3	15.2	10.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	3.7	2.8	2.4	2.9	2.5	2.8	3.2	3.6	3.8
Vốn chủ sở hữu	398.1	543.2	572.0	591.9	N/A	646.9	756.1	895.1	1,056.5
Tổng tài sản	1,569.4	1,803.3	1,685.9	1,909.9	N/A	1,887.6	2,144.3	2,423.7	2,746.5
ROE (%)	31.2	23.3	22.7	20.7	N/A	24.9	25.9	25.2	23.5
ROA (%)	7.9	7.0	7.7	6.4	N/A	8.5	9.1	9.3	9.0
EPS (VND)	4,978.4	4,400.2	4,507.6	6,983.6	4,604.2	5,601.2	6,792.6	7,825.0	8,604.5
BVPS (VND)	15,949.0	18,859.8	19,860.1	20,553.0	N/A	22,461.3	26,253.9	31,078.9	36,683.4
Cổ tức (VND)	N/A	N/A	3,000.0	3,000.0	3,000.0	3,000.0	3,000.0	3,000.0	3,000.0
P/E (x)	N/A	N/A	7.9	5.8	11.2	9.2	7.6	6.6	6.0
P/B (x)	N/A	N/A	1.8	2.0	N/A	2.3	2.0	1.7	1.4

*Nguồn: CAV, MSI dự phóng*



## CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

## CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

### Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ  
88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm  
115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

**Tiến sỹ Lê Đức Khánh** - Giám đốc Chiến lược Đầu tư

Email: [khanhld@msi.com.vn](mailto:khanhld@msi.com.vn)

**Bùi Đức Hoàn** - Trưởng phòng

Email: [hoanbd1@msi.com.vn](mailto:hoanbd1@msi.com.vn)

**Trịnh Thị Hồng** - Chuyên viên

Email: [hongtt@msi.com.vn](mailto:hongtt@msi.com.vn)

**Phan Thị Ngọc Mai** - Chuyên viên

Email: [maiptn1@msi.com.vn](mailto:maiptn1@msi.com.vn)

**Nguyễn Ngọc Nam** - Chuyên viên

Email: [namnn1@msi.com.vn](mailto:namnn1@msi.com.vn)

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU – CN. HỒ CHÍ MINH

**Võ Văn Cường** - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: [cuongvv1@msi.com.vn](mailto:cuongvv1@msi.com.vn)

**Trần Minh Đức** - Chuyên viên

Email: [ductm1@msi.com.vn](mailto:ductm1@msi.com.vn)

**Bùi Ngọc Lan Phương** - Chuyên viên

Email: [phuongbnl@msi.com.vn](mailto:phuongbnl@msi.com.vn)

## TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

**Phan Nguyễn Hoàn Quân** - Giám đốc ICC

Email: [quanpnh@msi.com.vn](mailto:quanpnh@msi.com.vn)

**Chu Thị Minh Phương** - Chuyên viên

Email: [phuongctm@msi.com.vn](mailto:phuongctm@msi.com.vn)

**KHUYẾN CÁO:** Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. 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 MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI 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 độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI 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.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, 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 lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.