

GEX - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 14/09/2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	23.800
KLGD TB 10 ngày	11,128,510
Vốn hoá (tỷ đồng)	18,592
Số lượng CPLH	781,190,400
% sở hữu nước ngoài	15%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Hoàng Anh Tuấn
hatuan1@vcbs.com.vn
+84-24 3936 6990 ext 7243

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

GEX: TÁI CẤU TRÚC TẬP ĐOÀN

GEX là doanh nghiệp dẫn đầu ngành thiết bị điện tại Việt Nam, sản xuất và kinh doanh thiết bị trong chuỗi giá trị ngành điện từ đầu vào cho đến đầu ra: từ sản xuất điện (năng lượng tái tạo), truyền tải điện (cáp điện, máy biến áp) đến từng hộ sử dụng điện (động cơ điện, đồng hồ điện). Với nhu cầu điện năng tại Việt Nam tăng trưởng nhanh sẽ thuận lợi cho tăng trưởng của GEX.

- Hợp nhất BCTC với Viglacera (HOSE: VGC) từ Q2/2021 sẽ giúp GEX ghi nhận bước chuyển biến lớn trong KQKD, từ đó giúp bằng cân đối của GEX trở nên tích cực hơn. Đồng thời, VGC cũng là doanh nghiệp dẫn đầu trong mảng khu công nghiệp tại miền Bắc và vật liệu xây dựng trên cả nước.
- Tái cơ cấu tập đoàn và dần niêm yết các công ty sub-holding lớn sẽ giúp doanh nghiệp quản trị hiệu quả hơn. Gelex Electric dự kiến sẽ giao dịch trên UPCOM từ Q4/2021.
- Doanh nghiệp dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận KQKD và dòng tiền lớn từ các dự án năng lượng tái tạo từ cuối năm 2021, đầu năm 2022

Dự phóng kết quả kinh doanh 2021

- Doanh thu thuần: 30,261 tỷ đồng (+68.6% yoy, 106% KHKD 2021)
- Lợi nhuận trước thuế: 2,098 tỷ đồng (+75.3% yoy, 163% KHKD 2021)

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **31,460 đồng/cp (+32.2%)**

Chỉ tiêu tài chính	2019	2020	2021F	2022F
DTT (tỷ đồng)	15,315	17,949	30,261	31,875
+/- yoy (%)	11.80%	17.20%	68.60%	5.33%
LNST (tỷ đồng)	852	980	1,679	2,055
+/- yoy (%)	-33.58%	14.92%	71.36%	22.41%
VCSH (tỷ đồng)	8,677	8,215	19,301	20,905
Nợ/TTS	0.40	0.44	0.36	0.37
TS LN gộp (%)	17.88%	14.64%	17.49%	18.52%
ROA – TTM (%)	4.43%	4.05%	4.25%	3.79%
ROE – TTM (%)	10.24%	11.60%	12.20%	10.22%
EPS - TTM (đồng)	1,326	1,682	1,199	1,600

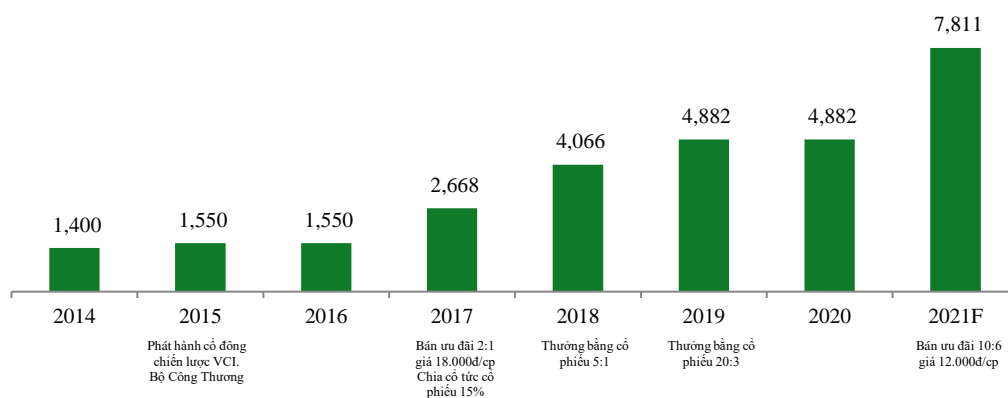
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử và quá trình tăng vốn điều lệ

Công ty Cổ phần Tập đoàn Gelex tiền thân là Tổng Công ty Thiết bị kỹ thuật điện được thành lập ngày 27/10/1995 bởi Bộ Công nghiệp Nặng (nay là Bộ Công Thương). Hoạt động kinh doanh chủ yếu của công ty trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh thiết bị điện. Công ty chuyển đổi thành mô hình công ty cổ phần và tổ chức bán đấu giá cổ phần ra công chúng tại HNX năm 2010. Vốn điều lệ hiện nay của công ty đạt 7,812 tỷ đồng. Các sự kiện quan trọng trong hoạt động sản xuất kinh doanh của GEX:

- 1995: Thành lập Tổng Công ty Thiết bị kỹ thuật điện trực thuộc Bộ Công nghiệp Nặng (nay là Bộ Công Thương)
- 2010: Cổ phần hóa và thực hiện đấu giá lần đầu ra công chúng tại HNX
- 2015: Tăng vốn điều lệ từ 1.400 tỷ lên 1.550 tỷ cho cổ đông chiến lược CTCP Chứng khoán Bản Việt (HSX: VCI). Cổ phiếu công ty (GEX) chính thức được giao dịch trên UPCOM. Bộ Công Thương thoái 100% vốn tại công ty.
- 2016: Tái cấu trúc Tổng công ty. Mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực năng lượng.
- 2017: Tăng vốn điều lệ từ 1.550 tỷ lên 2.668 tỷ cho cổ đông hiện hữu. Mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực logistic dựa vào việc mua 51.03% tại CTCP Kho vận Miền Nam (Sotrans)
- 2018: Tăng vốn điều lệ lên 4,066 tỷ đồng. Chuyển mô hình quản lý theo hướng công ty holding. Cổ phiếu công ty (GEX) chính thức niêm yết trên HSX. Sở hữu chi phối Nhà máy nước sạch Sông Đà và khởi công phân kỳ 1 - giai đoạn 2 Dự án nước Sông Đà. Khởi công dự án điện mặt trời Ninh Thuận công suất 50MW.
- 2019: Tăng vốn điều lệ lên 4,882 tỷ đồng. Dự án điện mặt trời Ninh Thuận đi vào hoạt động, bắt đầu triển khai dự án điện gió Quảng Trị công suất 90MW.
- 2021: Tăng vốn điều lệ lên tỷ đồng. Sở hữu chi phối 50.21% tại Tổng công ty Viglacera.

Quá trình tăng vốn điều lệ

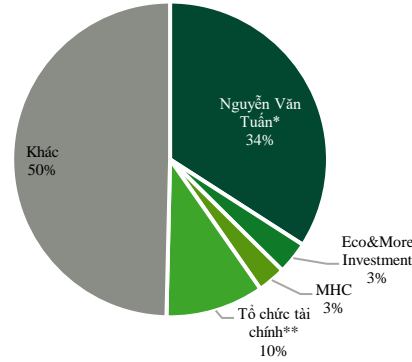


Nguồn: GEX

Cơ cấu cổ đông

Hiện tại, nhóm cổ đông lớn nhất của công ty là thuộc về gia đình ông Nguyễn Văn Tuấn, chiếm 34.09% cổ phần tại GEX (sở hữu trực tiếp 20.79% và gián tiếp thông qua công ty TNHH MTV Đầu Tư GEX 13.3%). Ngoài ra, công ty còn được sự quan tâm và đầu tư của các tổ chức tài chính lớn.

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Bloomberg

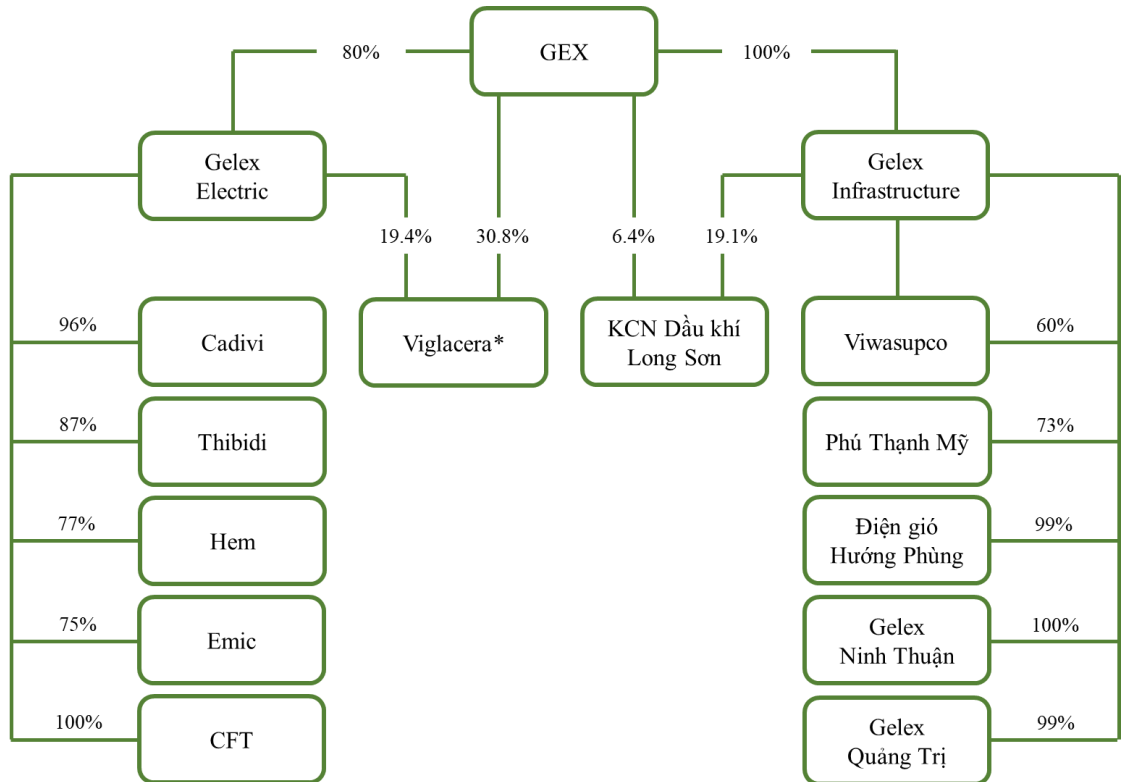
*Ông Tuấn và nhóm có liên quan

**bao gồm các quỹ đầu tư sở hữu trên 1% và dưới 5% của GEX

Công ty con và công ty liên kết

Năm 2016, Tổng Công ty đã thực hiện tái cấu trúc về cơ cấu tổ chức và mô hình hoạt động dưới mô hình công ty holdings dựa trên 2 mảng chính (1) Sản xuất và phân phối thiết bị điện và (2) Hạ tầng bao gồm sản xuất điện, nước, khu công nghiệp và hạ tầng khu công nghiệp. Năm 2021, công ty đang dần hoàn thiện mô hình công ty quản lý vốn chuyên nghiệp, tăng sở hữu tại các công ty con. Đồng thời, công ty cũng trong quá trình niêm yết dần các công ty sub-holdings, Gelex Electric dự kiến sẽ giao dịch trên UPCOM vào Q4/2021.

Sơ đồ công ty con của tập đoàn Gelex



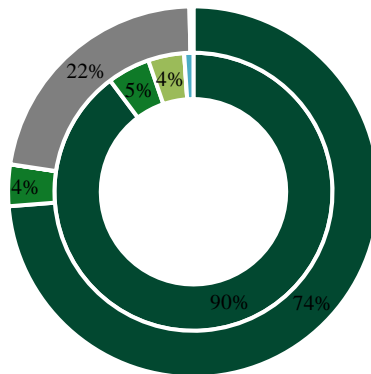
*Viglacera dự kiến sẽ được đưa về mảng Gelex Infrastructure trong Q3/2021.

ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG

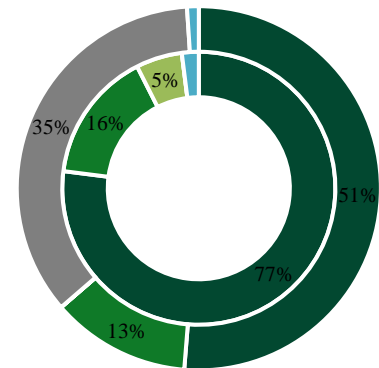
Lĩnh vực hoạt động và các nhóm sản phẩm chính

GEX hoạt động sản xuất kinh doanh trong 2 lĩnh vực chính là (1) **Thiết bị điện** (2) **Hạ tầng**. Ngoài ra, công ty còn đang triển khai thêm các dự án thuộc mảng (3) **Năng lượng** và (4) **Bất động sản**. Trước năm 2021, doanh thu với lợi nhuận chính của công ty đến từ mảng thiết bị điện. Tại Q2/2021, sau khi hợp nhất với VGC, công ty đã có sự đóng góp đáng kể đến từ mảng hạ tầng.

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận gộp



*Vòng ngoài H1/2021, vòng trong 2020

■ Thiết bị điện ■ Năng lượng ■ Vận tải ■ Hạ tầng ■ Khác

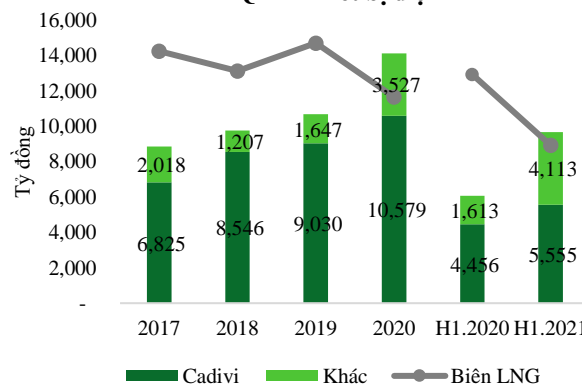
Nguồn: GEX, VCBS

1. Thiết bị điện

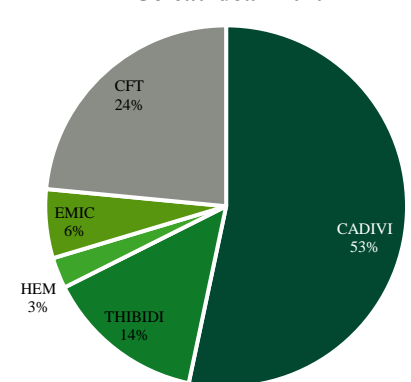
Vị thế dẫn đầu

Với hơn 20 năm kinh nghiệm, Tổng công ty cổ phần Thiết bị điện Việt Nam là 1 trong những công ty đầu tiên và tiếp tục khẳng định vị thế thương hiệu số 1 trong ngành sản xuất và phân phối thiết bị điện Việt Nam. Trong đó, Cadivi (HOSE: CAV) chiếm doanh thu và lợi nhuận chủ yếu trong mảng thiết bị điện (chiếm 57% doanh thu và 51% lợi nhuận gộp H1.2021)

KQKD Thiết bị điện



Cơ cấu doanh thu



Nguồn: GEX

Sản phẩm thiết bị điện của Gelex



Cáp điện (Cadivi)



Động cơ điện (Hem)



Máy biến áp (Thibidi)



Công tơ điện (Emic)



Dây đồng (CFT)

Nguồn: VCBS tổng hợp

Năng lực sản xuất

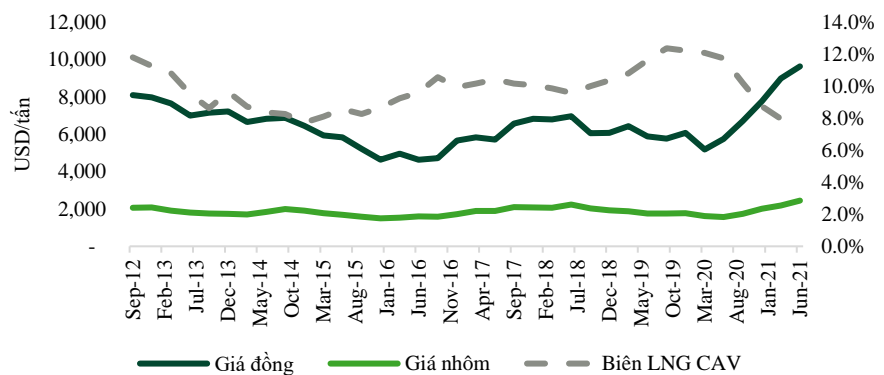
Cadivi hiện tại có 3 nhà máy nằm tại 3 miền Bắc-Trung-Nam với công suất sản xuất đạt 60.000 tấn đồng/năm, 40.000 tấn nhôm/năm và 20.000 tấn hạt nhựa PVC (sử dụng nội bộ Cadivi).

Chi phí đầu vào

Trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của mảng thiết bị điện, chi phí nguyên vật liệu chiếm 90% trong tổng các loại chi phí. Trong đó, nguyên vật liệu của Cadivi (chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu kinh doanh của mảng này) chủ yếu là đồng (54%), nhôm (16%) và hạt nhựa PVC (26%).

Diễn biến giá đồng trong thời gian gần đây có xu hướng tăng lên từ cuối năm 2020 đến nay. Điều này chủ yếu bởi diễn biến gián đoạn nguồn cung toàn cầu do COVID-19. Đồng trên thế giới chủ yếu lấy nguồn cung từ việc tái chế (đồng có thể tái chế 100%) do diễn biến dịch bệnh phức tạp khiến việc thu thập nguyên liệu để tái chế khó khăn hơn.

Diễn biến giá NVL - Biên LNG



Nguồn: Bloomberg, VCBS

Ngoài ra, xu hướng xanh hóa toàn cầu dẫn đến sử dụng và tiêu dùng ô tô điện và năng lượng tái tạo cũng kích thích nhu cầu sử dụng đồng trên toàn cầu (lượng đồng sử dụng trong năng lượng tái tạo gấp 5 lần so với năng lượng truyền thống). Vậy nên, chúng tôi nhận định giá đồng sẽ tiếp tục giữ ở mức cao như hiện nay.

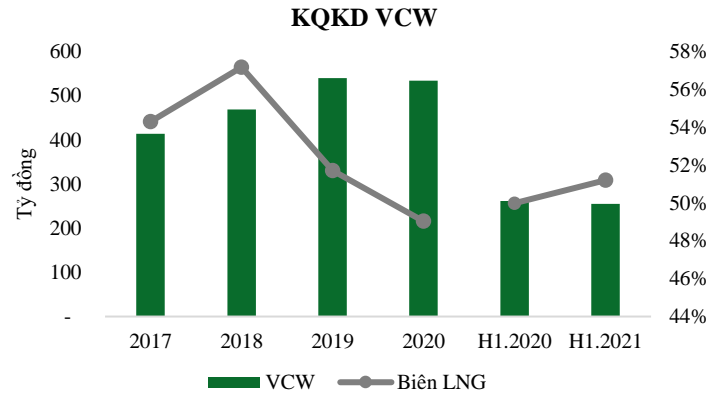
Tuy nhiên, giá đồng tăng là xu hướng chung hiện nay và tác động đều tới tất cả đối thủ cạnh tranh, cùng như giá đồng tăng cũng xuất phát từ nhu cầu sản phẩm đầu ra của CAV. Do đó, chúng tôi đánh giá cao khả năng biên lợi nhuận gộp sẽ không giảm sâu nữa.

2. Hạ tầng

Mảng hạ tầng của GEX được đóng góp chính bởi Viglacera và Viwasupco (sau khi GEX chuyển nhượng cổ phần từ công ty mẹ và Gelex Electric sang Gelex Infrastructure vào cuối 2021)

CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà (UPCOM: VCW)

Trước khi hợp nhất với Viglacera, đóng góp chính trong KQKD mảng hạ tầng đến từ CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà (UPCOM: VCW) sau khi Gelex nắm tỷ lệ kiểm soát năm 2018. Viwasupco hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác, xử lý và cung cấp nước sạch.

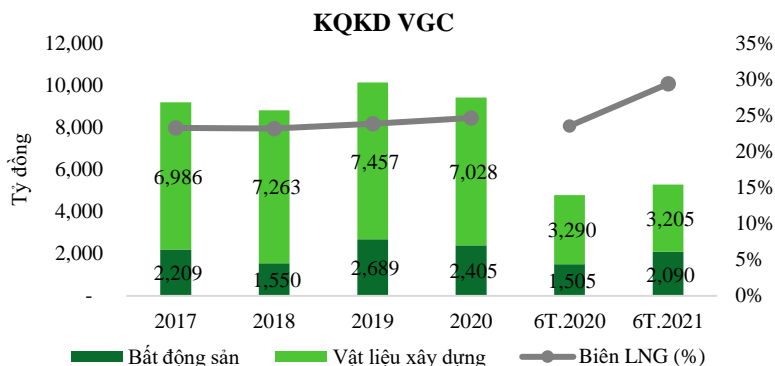


- **Địa bàn kinh doanh:** phía Tây Nam thành phố Hà Nội bao gồm các quận Thanh Xuân, Hoàng Mai, Cầu Giấy, Hà Đông, Nam - Bắc Từ Liêm và một số quận nội thành khác, cùng hệ thống cấp nước chuỗi đô thị “Sơn Tây - Hòa Lạc - Xuân Mai - Miếu Môn - Hà Nội - Hà Đông”
- **Sản lượng nước năm 2020:** 103,215,356 m³
- **KQKD 2020:** Doanh thu thuần đạt 534 tỷ đồng (+7% CAGR 2016-2020) và LNST đạt 195 tỷ đồng (+5% CAGR 2016-2020)

CTCP Tổng công ty Viglacera (HOSE: VGC)

Sau khi Gelex hợp nhất với Viglacera vào năm 2021, VGC sẽ đóng góp chính trong mảng hạ tầng của GEX. Viglacera hoạt động chính trong 2 lĩnh vực là vật liệu xây dựng (bao gồm gạch gạch ốp lát, gạch ngói, sứ, sen, vòi, kính, gương) và bất động sản khu công nghiệp.

Xem chi tiết hơn về năng lực sản xuất của VGC tại báo cáo [“Báo cáo cập nhật VGC 12.12.2019”](#)



Nguồn: VGC

3. Bất động sản

Hiện tại, Gelex có các dự án bất động sản lớn như sau:

- **Số 52 Lê Đại Hành (Gelex Tower) - Hà Nội**

Trụ sở làm việc chính của Gelex, là tòa nhà văn phòng hạng A với 22 tầng nổi cùng 3 tầng hầm. Diện tích tổng thể dự án 931 m², diện tích xây dựng mặt sàn là 676 m². Tòa nhà được xây dựng có tổng mức đầu tư 200 tỷ đồng và được hoàn thành năm 2014.

- **Số 10 Trần Nguyễn Hãn và số 27-29 Lý Thái Tổ - Hà Nội**

Hiện tại, diện tích khu đất là 9,934m² với công trình nằm ở trên là trụ sở CTCP Thiết bị đo điện EMIC và Khách sạn Bình Minh. Dự án vào năm 2013 được phê duyệt xây dựng làm khách sạn, thương mại, văn phòng với quy mô 8 tầng, 1 tum và 4 tầng ngầm, mật độ xây dựng 51% với tổng mức đầu tư 1,900 tỷ đồng. Tuy nhiên, đến hiện nay dự án vẫn chưa được triển khai.

- **Số 70-72 Nam Kỳ Khởi Nghĩa (Cadivi Tower) - Hồ Chí Minh**

Dự án được khởi công 03/2020 và hiện tại vẫn đang được xây dựng và dự kiến hoàn thành vào năm 2022. Dự kiến dự án sẽ là trụ sở làm việc chính của Cadivi với 12 tầng nổi và 4 tầng hầm. Chúng tôi ước tính dự án có diện tích khoảng 400 m².

- **Công ty liên kết - Số 44 Lý Thường Kiệt (Khách sạn Melia) - Hà Nội**

Tập đoàn Gelex thông qua công ty con là CTCP Chế tạo Điện cơ Hà Nội (UPCOM: HEM), **sở hữu 35% vốn tại SAS-CTAMAD** - pháp nhân sở hữu khách sạn Melia Hà Nội. Khách sạn Melia Hà Nội, được xây dựng từ năm 1999, là khách sạn 5 sao với 22 tầng, 306 phòng, 2 quầy lounge và 2 nhà hàng cùng với vị trí trung tâm thành phố đã tiếp đón nhiều sự kiện quan trọng tại Hà Nội.

4. Năng lượng

CTCP Phú Thạnh Mỹ với nhiệm vụ chính là quản lý Nhà máy thủy điện Sông Bung 4A nằm tại tỉnh Quảng Nam, với công suất 45MW, có 2 tổ máy và đem lại 200 triệu kWh điện hàng năm. Năm 2020, công ty đem lại doanh thu 298 tỷ đồng và LNST đạt 48 tỷ đồng.

Năng lượng tái tạo là mảng được GEX đầu tư CAPEX nhiều nhất và được GEX chú trọng đầu tư trong những năm gần đây. Chủ yếu nhờ vào việc giá điện mua từ EVN hấp dẫn, suất đầu tư hấp dẫn đem lại hiệu quả đầu tư cao. GEX chủ yếu tài trợ các dự án của mình với tỷ lệ vốn vay trên vốn chủ sở hữu là 7:3, do đó lợi nhuận ghi nhận trong 1-2 năm đầu sẽ không cao, tuy nhiên bắt đầu từ năm thứ 3 của các dự án thì lợi nhuận sẽ bắt đầu ghi nhận lớn hơn.

Các dự án năng lượng tái tạo Gelex đang triển khai

Dự án	Sở hữu	TMBT	Công suất	Năm hoạt động
ĐMT Gelex Ninh Thuận	100.00%	1,300 tỷ đồng	50 MW	2019
Điện gió Gelex Quảng Trị 1, 2, 3	98.65%	4,057 tỷ đồng	90 MW	2021
Điện gió Hướng Phùng 2, 3	98.87%	2,196 tỷ đồng	50 MW	2021

Nguồn: GEX, VCBS tổng hợp

Dự án ĐMT Gelex Ninh Thuận do GEX làm chủ đầu tư, sở hữu 100% với công suất 50 MW, 70ha với sản lượng điện hàng năm ước tính 82 triệu kWh. Dự án đã đi vào hoạt động trong năm 2019 và được hưởng giá FIT 9.35 cent/kWh trong vòng 20 năm do đó có dòng tiền mạnh, dự kiến sẽ hoàn vốn không chiết khấu trong vòng 5 năm từ khi dự án đi vào hoạt động. Doanh thu năm 2019 và 2020 lần lượt là 132 và 144 tỷ đồng, tuy nhiên LNST chỉ đạt 1.3 và -1.9 tỷ đồng. Theo chúng tôi đánh giá lợi nhuận ghi nhận thấp chủ yếu do chi phí lãi vay của vay dự án trong những năm đầu cao (biên chi phí tài chính 60%), do đó VCBS kỳ vọng vào những năm sau khi dự án đã trả dần nợ vay thì sẽ ghi nhận lợi nhuận cao hơn, ghi nhận từ 70-80 tỷ đồng lợi nhuận một năm.

Dự án Điện gió Gelex Quảng Trị do GEX làm chủ đầu tư, sở hữu 98.65% với công suất 90 MW, 50ha với sản lượng điện hàng năm ước tính khoảng 270 triệu kWh. Dự án bao gồm 21 turbine, ưu điểm có thể phát điện ở tốc độ gió 2 m/s. Dự án hiện đang được triển khai và dự kiến sẽ hoàn thành kịp trước 11/2021 để kịp hưởng giá FIT ưu đãi 8.5 cent/kWh trong vòng 20 năm. Chúng tôi ước tính dự án sẽ hoàn vốn không chiết khấu trong vòng 5 năm. Ước tính doanh thu ghi nhận sau khi dự án đi vào hoạt động là 520 tỷ đồng/năm. Đồng thời, do dự án có tỷ lệ vay nợ/vốn chủ sở hữu cao cho nên những năm đầu đi vào hoạt động sẽ chịu chi phí tài chính lớn. Dự kiến sau khi trả hết vay nợ (sau 4-5 năm) thì lợi nhuận hàng năm đạt 240 tỷ đồng/năm.

Dự án Điện gió Hướng Phùng do GEX làm chủ đầu tư, sở hữu 98.87% với công suất 50 MW bao gồm 15 turbine, 32ha với sản lượng điện hàng năm ước tính khoảng 190 triệu kWh. Dự án hiện đang được triển khai và dự kiến sẽ hoàn thành kịp trước 11/2021 để kịp hưởng giá FIT ưu đãi 8.5 cent/kWh trong vòng 20 năm. Chúng tôi ước tính dự án sẽ hoàn vốn không chiết khấu trong vòng 3.5 năm. Ước tính doanh thu ghi nhận sau khi dự án đi vào hoạt động là 290 tỷ đồng/năm. Dự kiến dự án những năm đầu đi vào hoạt động sẽ chịu chi phí tài chính lớn và sau khi trả hết vay nợ (sau 4-5 năm) thì lợi nhuận hàng năm đạt 160 tỷ đồng/năm.

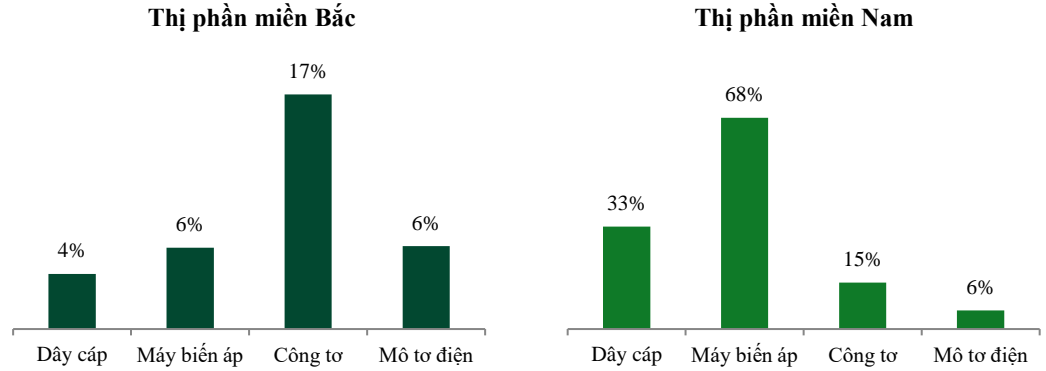
PHÂN TÍCH NĂNG LỰC CẠNH TRANH

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> GEX đang tham gia vào sản xuất toàn bộ các thiết bị của chuỗi giá trị của ngành điện Việt Nam Tập đoàn hàng đầu về ngành thiết bị điện Việt Nam với thương hiệu quen thuộc, chất lượng đi kèm thị phần đứng đầu. Sau khi hoàn thành sở hữu chi phối Viglacera, GEX cũng sở hữu doanh nghiệp đứng đầu về phát triển khu công nghiệp phía Bắc và vật liệu xây dựng (gạch). Quỹ đất của VGC khá dồi dào và có vị trí đắc địa tại miền bắc. Ngoài ra, với kinh nghiệm là phát triển BĐS và KCN, VGC có thể hỗ trợ công ty mẹ GEX phát triển mảng này trong tương lai. Tập đoàn với bề dày kinh nghiệm trong hoạt động M&A. 	<ul style="list-style-type: none"> Tỷ lệ vay nợ lớn kéo theo chi phí tài chính cao Các dự án BĐS chưa được triển khai trong thời gian dài mặc dù ở những vị trí rất tiềm năng. Biên lợi nhuận mảng thiết bị điện biến động rất nhạy với giá nguyên liệu đầu vào (quan hệ ngược chiều). Các dự án năng lượng gió tạm thời chưa mang lại lợi nhuận trong trung hạn (2-3 năm tới). Cấu trúc tập đoàn phức tạp, tỷ lệ sở hữu tại các công ty con, đặc biệt là những công ty trọng điểm như VGC, CAV, VCW không quá cao khiến phát sinh 1 lượng đáng kể lợi ích cổ đồng thiểu số, làm giảm lợi ích cổ đông công ty mẹ
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> Tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện Việt Nam vẫn ở mức cao, đặc biệt là hạ tầng truyền tải điện năng. Tái cơ cấu tập đoàn giúp tinh gọn quản lý, giảm chi phí và cũng như dễ dàng gọi vốn hơn. Sự gia tăng nhu cầu năng lượng tái tạo, mảng mà GEX đang đầu tư rất mạnh trong thời gian gần đây. Việt Nam trở thành điểm đến thu hút của giới đầu tư quốc tế, kéo theo nhu cầu thuê khu công nghiệp được đẩy mạnh. Trong đó, công ty con VGC dự kiến đẩy mạnh cho thuê được khá nhiều khu công nghiệp trước đây vốn không đắt khách. Khả năng xử lý và cung cấp nước sạch ở Việt Nam vẫn chưa đạt mục tiêu của chính phủ, qua đó đảm bảo tăng trưởng cho mảng này của GEX, đồng thời giá bán nước có lộ trình tăng rõ ràng cho các năm tới. Việc tái cấu trúc tập đoàn thông qua các công ty Sub-holding có thể giúp việc quản lý tinh gọn, tiết giảm chi phí, giảm thiểu cạnh tranh nội bộ, phát huy tối đa hiệu quả chuỗi giá trị của từng mảng mà GEX xây dựng. 	<ul style="list-style-type: none"> Quản trị hàng tồn kho hợp lý nhằm giảm rủi ro phụ thuộc vào giá hàng hóa. Thay đổi công nghệ dẫn tới việc các sản phẩm thiết bị điện cần phải nâng cấp liên tục, tránh bị lạc hậu. Một số tập đoàn lớn đã bắt đầu tìm kiếm cơ hội mua lại các nhà máy xử lý nước sạch, cạnh tranh trực tiếp với GEX. Áp lực về chi phí QLDN qua các lần M&A liên tục trong thời gian gần đây sẽ gia tăng trong thời gian tới. Triển khai các dự án BĐS tại khu vực đất vàng tại Hà Nội có thể gặp khó khăn trong thời gian giãn cách vì dịch bệnh.

Vị thế trong ngành

1. Thiết bị điện

Hiện nay, GEX đang sở hữu những công ty có quy mô và thị phần đứng đầu trong ngành. Thị phần công ty đứng đầu trong lĩnh vực dây cáp điện, máy biến áp và công tơ với thị trường chủ yếu là thị trường miền Nam. Ngoài ra công ty cũng sở hữu hệ thống phân phối lớn với số lượng nhà phân phối cấp 1 của Cadivi là hơn 200, Thibidi là hơn 120.



Nguồn: GEX

2. Hạ tầng

- **Viwasupco**

Các doanh nghiệp khai thác, xử lý và cung cấp nước sạch là ngành có tính phòng thủ cao với dòng tiền đều và khỏe mạnh. Do các doanh nghiệp này được phân chia thị trường rõ ràng (gần như cung cấp độc quyền), giá bán được yết sẵn theo quy định của UBND thành phố. 90% tổng sản lượng nước của công ty được bán cho 3 khách hàng chính bao gồm Viwaco, Hawaco và nước sạch Hà Đông.

- **Viglacera**

Mảng vật liệu xây dựng: Gạch ốp lát, Viglacera trở thành công ty có công suất và thị phần lớn nhất trong sản xuất gạch ốp lát tại Việt Nam sau khi hoàn thiện việc mua Nhà máy Gạch men Bạch Mã. Kính, Viglacera vừa đưa vào vận hành nhà máy kính nổi siêu trắng đầu tiên của Việt Nam (ứng dụng trong sản xuất tấm pin năng lượng mặt trời)

Mảng khu công nghiệp: Viglacera là nhà phát triển bất động sản khu công nghiệp hàng đầu tại miền Bắc với 12 KCN lớn. Trong đó, công ty còn nhiều quỹ đất cho thuê KCN có vị trí thuê hấp dẫn với giá cho thuê cao tại Hưng Yên và Bắc Ninh

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành

CTCP Tập đoàn Gelex là 1 công ty đa ngành với nhiều công ty con được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, do đó VCBS sẽ lựa chọn so sánh công ty con được GEX sở hữu quyền chi phối và đóng góp chủ yếu doanh thu và lợi nhuận của GEX với các công ty khác trong ngành:

- Mảng thiết bị điện: Cadivi (HOSE: CAV)

Mã	DTT (tỷ)	TTS (tỷ)	Nợ/TTS	NIM	ROA	ROE	EPS	BVPS	P/E
AME	1,411	2,073	0.24	1.49%	1.32%	6.67%	840	12,996	10.12
DHP	267	196	0.04	4.43%	5.81%	7.31%	1,389	17,074	7.56
LGC	705	11,906	0.52	71.76%	2.88%	8.00%	1,708	16,698	35.13
NAG	1,076	774	0.49	0.77%	1.20%	4.00%	663	12,875	10.72
PAC	2,954	2,400	0.54	5.03%	6.09%	21.25%	3,719	17,175	10.22
PHN	346	135	0.00	11.34%	29.07%	36.94%	5,474	14,984	6.58
TSB	165	98	0.06	2.74%	4.08%	5.75%	766	11,462	13.58
TYA	1,657	892	0.39	4.31%	7.92%	14.95%	2,966	15,207	5.92
VTB	459	306	0.02	5.85%	6.15%	9.43%	1,191	17,897	9.49
Trung vị	705	774	0.24	4.43%	5.81%	8.00%	1,389	15,207	10.12
CAV	10,579	5,609	0.31	3.72%	8.14%	23.44%	6,340	29,334	9.94

- Mảng hạ tầng: Viglacera (HOSE: VGC)

Mã	DTT (tỷ)	TTS (tỷ)	Nợ/TTS	NIM	ROA	ROE	EPS	BVPS	P/E
VCS	5,660	6,055	0.29	25.24%	24.55%	39.10%	10,085	26,509	12.05
CVT	1,307	1,394	0.25	9.23%	9.18%	16.49%	2,914	19,499	13.35
GKM	170	333	0.24	6.14%	3.23%	5.96%	1,218	12,747	18.72
GND	365	399	0.07	15.03%	14.24%	19.16%	6,093	33,456	5.32
SCL	290	295	0.16	8.56%	8.97%	15.25%	2,010	12,488	6.92
KBC	2,151	23,786	0.24	14.87%	1.11%	2.13%	2,025	21,999	21.04
IDC	4,542	14,623	0.19	9.46%	2.10%	7.06%	1,683	12,857	23.77
SZC	433	4,418	0.37	42.96%	4.96%	15.12%	2,498	13,309	19.37
LHG	644	2,600	0.08	30.87%	8.22%	16.05%	6,777	28,341	7.41
Trung vị	644	2,600	0.24	14.87%	8.22%	15.25%	2,498	19,499	13.35
VGC	9,433	21,323	0.09	7.07%	2.92%	8.53%	1,989	14,288	18.00

Dữ liệu cập nhật đến Q2.2021

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD H1/2021: Doanh thu thuần đạt 13,110 tỷ đồng (+79.3% yoy) và LNTT đạt 1,012 tỷ đồng (+91.3% yoy)

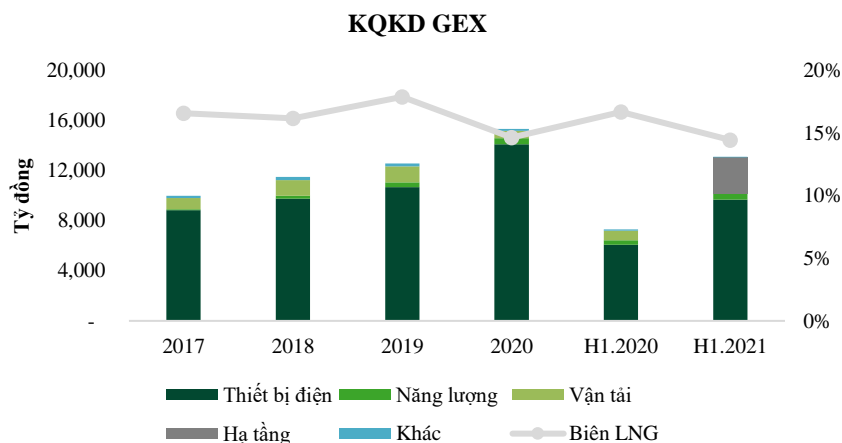
Kết quả kinh doanh 6T.2021 tăng trưởng mạnh với doanh thu thuần H1/2021 của GEX đạt 13,110 tỷ đồng (+79.3% yoy) và lợi nhuận gộp đạt 1,894 tỷ đồng (+55.2% yoy). Lí do chủ yếu đến từ hợp nhất KQKD với Viglacera khi tại Q2/2021, GEX đã sở hữu 50.2% Viglacera (HOSE: VGC), đồng thời doanh thu công ty cũng không còn mảng vận tải do đã hoàn thành thoái khỏi mảng logistics khi đã chuyển giao 50.1% phần góp vốn tại Sotrans (HOSE: STG) cho ITL trong năm 2020. Trong đó:

- Mảng thiết bị điện:** Doanh thu H1.2021 đạt 9,669 tỷ đồng (+59.3% yoy) và lợi nhuận gộp đạt 971 tỷ đồng (+10.1% yoy), do công ty trong H2.2020 đã hợp nhất KQKD với Công ty TNHH Dây Đồng Việt Nam CFT (sở hữu 100%) - hoạt động chủ yếu trong sản xuất dây đồng trần, biên lợi

nhuận gộp thấp hơn so với các mảng hiện tại của Gelex Electric. Cadivi đóng góp doanh thu và lợi nhuận chính trong Gelex Electric. Doanh thu Cadivi trong H1.2021 đạt 5,555 tỷ đồng (+25% yoy), được hưởng lợi từ hồi phục sau COVID-19, tuy nhiên do ảnh hưởng của giá đồng cho nên biên lợi nhuận gộp TTM suy giảm từ 11.7% tại Q2.2020 xuống 7.8% tại Q2.2021.

- **Mảng hạ tầng:** Sau khi hợp nhất với VGC tại Q2.2021, VGC chiếm tỷ trọng lớn nhất mảng này. Doanh thu Viglacera đạt 5,296 tỷ đồng (+10% yoy), biên lợi nhuận gộp của VGC đạt 29% so với 24% cùng kỳ năm ngoái, điều này do tăng trưởng doanh thu trong H1.2021 chủ yếu từ mảng KCN có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với mảng VLXD (cao hơn trung bình 10%) đã giúp tăng lợi nhuận của doanh nghiệp. Điều này cũng làm thay đổi cơ cấu lợi nhuận gộp của VGC từ tỷ lệ VLXD/KCN là 75%/25% năm 2020 sang 50%/50% tại H1.2021.
- **Mảng vận tải:** Cuối năm 2020, công ty đã hoàn thành thoái khỏi Sotrans (UPCOM: STG) cho ITL, do đó KQKD của STG không còn trong BCTC hợp nhất của GEX, do đó GEX gần như không phát sinh doanh thu từ mảng vận tải từ năm 2021.

Sau khi hợp nhất với VGC và thoái vốn khỏi STG, công ty ghi nhận LNTT đạt 1,022 tỷ đồng (+91.3% yoy) cùng LNST đạt 812 tỷ đồng (+93.1% yoy), tuy nhiên LNST của cổ đông công ty mẹ chỉ đạt 542 tỷ đồng (+54.0% yoy), do tỷ lệ sở hữu của GEX tại các công ty con ở mức vừa đủ chi phối (50.2% VGC).



Nguồn: GEX

Sức khoẻ tài chính

Bảng cân đối của GEX chủ yếu được hình thành nhờ hợp nhất BCTC các công ty con, tỷ trọng tài sản ngắn hạn/dài hạn là 53%/47%, các khoản mục chiếm tỷ trọng lớn tại Q2/2021 là

- **Hàng tồn kho** đạt 10,447 tỷ đồng (+222.8% so đầu kỳ), chiếm 21.8% tổng tài sản. Trong đó, hàng tồn kho tăng do hợp nhất VGC chỉ chiếm 3,637 tỷ đồng, còn hàng tồn kho của Cadivi và Thibidi tăng lần lượt 94.4% và 83.9%. Lí do chủ yếu do giá đồng so với cùng kỳ đã tăng 67.4%.
- **Khoản phải thu** đạt 8,277 tỷ đồng (+32.2% so đầu kỳ), chiếm 17.3% tổng tài sản. Lí do tăng ngoài do việc hợp nhất đến từ trả trước người bán (tăng thêm 951 tỷ so với đầu kỳ) với 2 khoản mục chính là cho CTCP SCI E&C (nhà thầu triển khai điện gió của GEX) và CTCP Chế tạo bơm Hải Dương (nâng cấp đường ống cho VCW).
- **Tài sản dở dang** đạt 6,949 tỷ đồng (+13.9% so đầu kỳ), chiếm 14.5% tổng tài sản. Lí do chủ yếu tăng do hợp nhất với VGC, các khoản mục này chủ yếu là XDCBDD các KCN đã được VGC giải phóng mặt bằng và chưa đưa vào cho thuê, với các KCN có giá trị đầu tư lớn như: Yên Mỹ, Yên Phong II C, Yên Phong mở rộng, Tiền Hải, Phú Hà.

Tỷ lệ sử dụng đòn bẩy cao

Tại Q2/2021, vay nợ ngắn và dài hạn của GEX đạt 19,404 tỷ đồng (+60.6% so với đầu kỳ). Ngoài việc tăng vay nợ từ việc hợp nhất VGC, công ty còn tăng vay nợ để tài trợ hàng tồn kho tại Gelex Electric do giá nguyên vật liệu tăng giá. Đồng thời, khoản vay của công ty mẹ là 6,013 tỷ đồng, tăng 36.5% so với đầu kỳ.

Để tài trợ và liên tục thực hiện các thương vụ M&A nên GEX luôn có tỷ lệ vay nợ lớn, với tỷ lệ vay nợ/tổng tài sản là 40.5% tại Q2.2021 và do đó chịu chi phí lãi vay cao. Các khoản vay của GEX có lãi suất dao động từ 8%-10%, chủ yếu là các khoản vay bằng trái phiếu kỳ hạn 3-5 năm được đảm bảo bằng cổ phiếu của các công ty con.

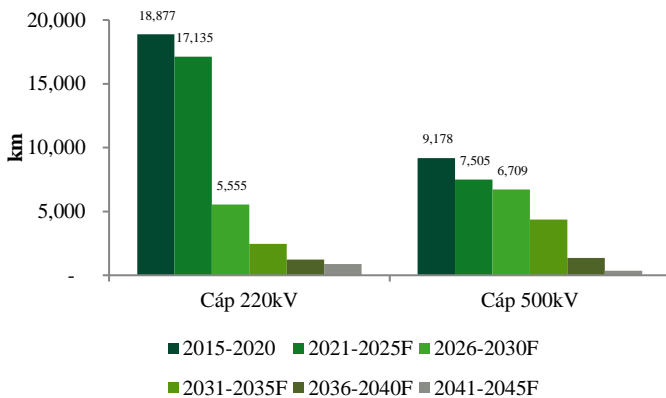
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Thiết bị điện

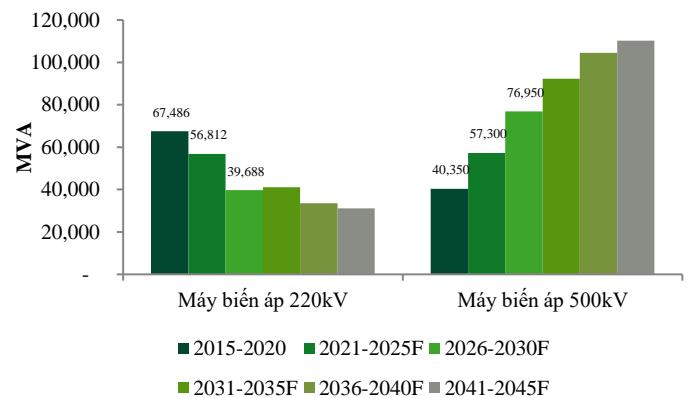
- Công suất điện quốc gia tăng trưởng cao**

Theo dự thảo quy hoạch điện VIII, công suất điện của Việt Nam năm 2030 sẽ đạt 137.2 GW (+98.8% so với năm 2020) và năm 2045 đạt 279.7 GW, tương ứng với tăng trưởng CAGR đạt 5.7% giai đoạn 2020-2045. Công suất điện tăng lên để đáp ứng nhu cầu sử dụng điện sẽ kéo theo yêu cầu truyền tải điện năng. Đồng thời, tăng trưởng mạnh nhất trong các nguồn điện là đến từ năng lượng tái tạo nên sẽ kéo theo nhu cầu truyền tải điện lớn hơn. Nhu cầu về lưới điện 220kV và 500kV là gần như tương đương giai đoạn trước và nhu cầu về máy biến áp 500kV tăng mạnh.

Nhu cầu lưới điện



Nhu cầu máy biến áp

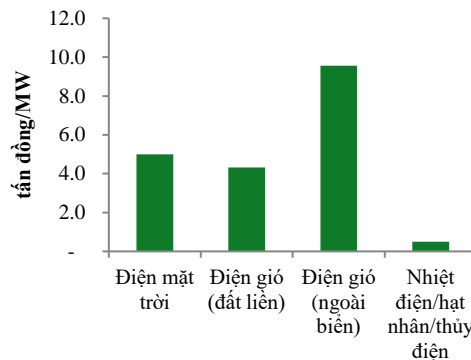


Nguồn: Dự thảo quy hoạch điện VIII

- Xu hướng năng lượng tái tạo gây áp lực về cơ sở hạ tầng truyền phát điện, do đó sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm truyền tải điện của GEX.**

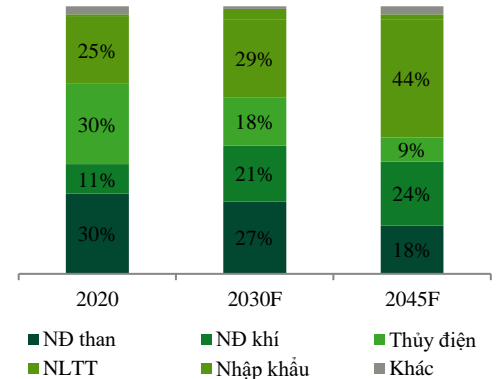
Các dự án năng lượng tái tạo sử dụng đồng gấp 5 lần so với các nguồn phát điện truyền thống (chủ yếu lượng đồng được sử dụng cho mục đích truyền tải điện, sử dụng trong dây điện và các máy biến áp). Ngoài ra, thời gian xây dựng và hoàn thiện các dự án NLTT rất nhanh (khoảng 6-12 tháng), lại tập trung chủ yếu vào các tỉnh tiềm năng lớn gây ra áp lực lên hệ thống truyền tải và điều tiết điện. Để đầu tư hệ thống lưới điện 220 kV cần tối thiểu 3 năm, lưới 500 kV cần 4-5 năm. Do đó, hiện tại các nguồn NLTT bị yêu cầu cắt giảm công suất phát để tránh quá tải và tạo ra nhu cầu lớn cho việc truyền tải điện năng cho các năm tới để sử dụng hiệu quả nguồn phát năng lượng tái tạo.

Đồng sử dụng trong các năng lượng



Nguồn: Copper Development Association

Cơ cấu công suất điện



Nguồn: Dự thảo quy hoạch điện VIII

Hạ tầng

- **Mảng nước**

Viwasupco hoạt động trong lĩnh vực khai thác và cung cấp nước phía Tây Nam thành phố Hà Nội. Do hoạt động trong lĩnh vực này nên công ty liên tục cung cấp cho GEX dòng tiền đều và ổn định đi kèm với tăng trưởng hàng năm do tiêu thụ nước tại thành phố tăng cao. Đồng thời, doanh nghiệp cũng đang xin thành phố phê duyệt nâng công suất lên 600.000 m³/ngày (gấp đôi công suất) và dự án tuyến ống truyền tải cấp 2. Cùng với lộ trình tăng giá nước rõ ràng, chúng tôi cho rằng mảng nước sẽ tiếp tục đóng góp quan trọng trong dòng tiền của GEX.

- **Khu công nghiệp**

Trong H1/2021, doanh nghiệp đã cho thuê nhanh chóng 5 KCN lớn là Yên Phong 1 Mở Rộng, Yên Phong 2C (Bắc Ninh), Phú Hà (Phú Thọ), Tiên Hải (Thái Bình) và Phong Điền (Huế) và ghi nhận doanh thu KCN tăng 41% so với cùng kỳ, diện tích cho thuê các KCN trên tăng nhanh. Từ H2/2021 trở đi, các khu công nghiệp trên vẫn còn nhiều diện tích cho thuê và với đặc thù các doanh nghiệp sản xuất phụ trợ sẽ đặt vị trí gần nhau để thuận tiện cho chuỗi cung ứng cho nên VCBS nhận định doanh thu từ mảng KCN sẽ tiếp tục ghi nhận những kết quả kinh doanh ấn tượng.

Đồng thời, VGC còn nhiều quỹ đất cho thuê KCN có vị trí rất hấp dẫn với giá cho thuê cao (1) KCN Yên Mỹ (Hưng Yên) chưa tiến hành hoạt động cho thuê, diện tích 280 ha (2) KCN Thuận Thành (Bắc Ninh) chưa triển khai đã được xin cấp phép trong năm 2021, diện tích 250 ha. Hơn nữa, với kinh nghiệm lâu năm là chủ đầu tư triển khai các dự án thành công, năng lực tài chính tốt thì VCBS cho rằng VGC sẽ tiếp tục được cấp phép cho các dự án KCN sau này.

Thống kê và dự phóng tỷ lệ lấp đầy các KCN của Viglacera

KCN	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	DT kinh doanh (ha)	Tỷ lệ lấp đầy 2020	Tỷ lệ lấp đầy 2021F
Tiên Sơn	Bắc Ninh	332	256	93%	93%
Yên Phong 1	Bắc Ninh	345	270	95%	95%
Yên Phong MR	Bắc Ninh	314	213	52%	61%
Yên Phong II C	Bắc Ninh	221	141	11%	25%
Hải Yến	Quảng Ninh	193	120	55%	72%
Đồng Văn	Hà Nam	300	228	55%	62%
Phú Hà	Phú Thọ	356	258	25%	37%
Đông Mai	Quảng Ninh	168	112	55%	95%
Tiền Hải	Thái Bình	466	330	34%	47%
Phong Điền	Huế	284	77	0%	19%
Yên Mỹ	Hung Yên	280	204	26%	26%
Thuận Thành	Bắc Ninh	250	177	0%	0%

Nguồn: VGC, VCBS dự phóng

- Vật liệu xây dựng**

Các sản phẩm của Viglacera chủ yếu được sử dụng trong việc hoàn thiện cho nhà ở (bất động sản dân cư) do đó doanh thu của công ty sẽ phụ thuộc lớn vào tình hình thị trường bất động sản cùng với tiến độ bàn giao nhà. Từ năm 2021, thị trường bất động sản dần hồi phục sẽ giúp ích cho tăng trưởng tiêu thụ của VGC.

Năng lượng

GEX khả năng cao sẽ hoàn thành 2 dự án điện gió Gelex Quảng Trị và Hướng Phùng với tổng công suất 2 dự án là 140 MW trước ngày 01/11/2021 để được hưởng ưu đãi giá FIT 8.5 cent/kWh. Theo cập nhật từ tổng thầu 2 dự án này là SCI thì hiện tại các dự án các dự án đang trong quá trình hoàn thiện đúng tiến độ. Với dự án Gelex Quảng Trị 1, 2, 3 tính đến 23/06/2021, SCI đang đồng loạt lắp đặt 18/21 trụ turbines trong đó có 10 trụ đã lắp đặt hoàn chỉnh. Với dự án Hướng Phùng 2, 3 tính đến 06/08/2021 đã tiến hành lắp đặt 1/12 turbines gió.

Khi 2 dự án trên đi vào hoạt động từ 11/2021 sẽ đem lại 420-460 triệu kWh/năm và đem về thêm cho GEX doanh thu **810 tỷ đồng/năm** và lợi nhuận sau thuế (sau giai đoạn đã trả hết vay nợ, khoảng sau 3 năm đi vào vận hành) là khoảng **400 tỷ đồng/năm**.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp tổng hợp

từng phần: giá hợp lý 32,037 đồng/CP

1. Mạng thiết bị điện

VCBS ước tính doanh thu năm 2021 mạng này của GEX đạt 18,842 tỷ đồng (+16.1% yoy) và LNST ước đạt 869 tỷ đồng. Doanh thu tích cực chủ yếu đến từ tăng trưởng ngang, trong khi đó với tăng trưởng dọc thì đang suy giảm. Dự phóng được dựa trên việc giá đồng vẫn tiếp tục xu hướng tăng như hiện nay khiến cho biên lợi nhuận gộp cả năm của Cadivi ở mức 9.8%. Đồng thời, do diễn biến COVID-19 trong H2/2021 phức tạp và giãn cách kéo dài, do đó chúng tôi dự phóng tăng trưởng cả năm nay sẽ suy giảm. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá cao về nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam trong tương lai và cho rằng từ năm doanh thu sẽ dần hồi phục về cuối năm 2022 và sau đó tăng trưởng

5%/năm.

Chúng tôi dự phóng mảng thiết bị điện GEX với NPATMI năm 2021 đạt 790 tỷ đồng và trung vị P/E ngành là 10.0 (như ở bảng trên). Do đó chúng tôi xác định **giá trị mảng thiết bị điện của GEX đạt 7,900 tỷ đồng**

2. Mảng hạ tầng

VCW: Chúng tôi ước tính doanh nghiệp có thể duy trì được lợi nhuận 189 tỷ đồng/năm. Dựa vào phương pháp so sánh và với P/E trung vị ngành là 16.9, VCBS ước tính giá trị doanh nghiệp của VCW đạt 3,194 tỷ đồng và **giá trị doanh nghiệp đóng góp vào GEX là 1,932 tỷ đồng**

Mã	BWE	TDM	CLW	BTW	Trung bình	Trung vị
P/E	14.9	18.8	22.2	10.3	16.6	16.9

Dữ liệu cập nhật đến 06.09.2021

VGC: Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2021 của VGC đạt 10,564 tỷ đồng (+12% yoy) và LNST đạt 1,114 tỷ đồng (+67% yoy). Chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm và dự phóng tại báo cáo "[Báo cáo cập nhật VGC Q3.2021](#)"

Bằng phương pháp FCFF, chúng tôi ước tính giá trị của Viglacera là 17,563 tỷ đồng và **giá trị doanh nghiệp đóng góp vào GEX là 8,817 tỷ đồng**

3. Mảng bất động sản

Chúng tôi định giá các bất động sản thương mại của GEX như sau:

- Gelex Tower: Giá cho thuê (bao gồm phí dịch vụ) là 21 USD/m², tỷ lệ lấp đầy 100%
- Cadivi Tower: Giá cho thuê (bao gồm phí dịch vụ) là 34 USD/m², tỷ lệ lấp đầy 100%
- Khách sạn Melia: Giá phòng (bao gồm phí dịch vụ) là 140 USD/đêm, tỷ lệ cư trú 80% (trong bối cảnh khách sạn hoạt động bình thường)

Bất động sản	Sở hữu	NOI (tỷ đồng)	Cap rate	Giá trị cho GEX (tỷ đồng)
Gelex Tower	100%	59	8%	737
Cadivi Tower	100%	36	8%	444
Khách sạn Melia	35%	3,791	8%	1,327
Tổng				2,508

**Chúng tôi không đưa vào định giá dự án tại số 10 Trần Nguyễn Hãn và số 27-29 Lý Thái Tổ - Hà Nội (diện tích 9,934 m²) do chưa được triển khai.*

4. Mảng năng lượng

VCBS ước tính giá trị cho từng công ty bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Với các dự án năng lượng tái tạo với các giả định là:

- Thời gian hoạt động dự án: 20 năm
- Tỷ lệ sụt giảm hiệu suất: 0.5%/năm
- Chi phí bảo dưỡng, quản lý: 10 USD/kW/năm với ĐMT và 35 USD/kW/năm với Điện gió
- Hiệu suất với các dự án điện gió: 35% (với tốc độ gió 6-7 m/s)
- Cấu trúc vay nợ/vốn chủ sở hữu: 70%/30%.
- Chi phí vốn: $K_e = 11.4\%$, $K_d = 9.0\%$, $WACC = 9.1\%$

Công ty	Sở hữu	Loại điện	Sản lượng điện (triệu kWh/năm)	Giá điện	Giá trị cho GEX (tỷ đồng)
Phú Thanh Mỹ	73.2%	Thủy điện	200	Theo điều tiết	387
Gelex Ninh Thuận	100.0%	Điện mặt trời	80	9.35 cent/kWh	350
Gelex Quảng Trị	98.7%	Điện gió	270	8.50 cent/kWh	1,823
Hướng Phùng	98.9%	Điện gió	190	8.50 cent/kWh	1,310
Tổng					3,870

Tổng hợp định giá

Mảng hoạt động	Phương pháp định giá	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Giá/CP (đồng)
Thiết bị điện	P/E	7,900	10,113
Hạ tầng	P/E, FCFF	10,749	13,760
Bất động sản	Cap rate	2,508	3,210
Năng lượng	FCFF	3,870	4,954
Tổng		25,027	32,037

Định giá: Chúng tôi ước tính giá trị nội tại cổ phiếu ở mức **32,037 VND/CP** dựa trên **phương pháp định giá từng thành phần**.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF: giá hợp lý 30.883 đồng/CP

Thông số trong mô hình định giá

1. Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn: 2.0%
2. Lãi suất phi rủi ro: 3.0%
3. Phần bù rủi ro thị trường: 8.21%
4. Beta: 1.02
5. Ke = 11.4%
6. WACC = 8.9% (Vay nợ/VCSH là 50/50)

Dự phóng

Năm	2020	2021F	2022F	2023F
DTT	17,949	30,261	31,875	33,375
LNST	980	1,679	2,055	2,344
NPATMI	802	966	1,288	1,584
EBITDA	2,144	3,809	4,643	4,823

Định giá: Chúng tôi ước tính giá trị nội tại tại cổ phiếu ở mức **30,883 VND/CP** dựa trên **phương pháp định giá FCFF**.

Định giá: giá trị hợp lý 31.460 đồng/CP

Kết quả định giá theo 2 phương pháp như sau:

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
SOTP	32,037	50%
FCFF	30,883	50%
Giá hợp lý	31,460	

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với **GEX** với giá mục tiêu trong năm 2021 đạt **31,460 đồng/CP tăng +32.2%** so với giá đóng cửa ngày 14/09/2021.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro tập đoàn

- **Rủi ro vay nợ:** GEX đang liên tục tăng quy mô các khoản vay nợ trong những năm gần đây để liên tục thực hiện và tìm kiếm các cơ hội M&A. Điều này làm phình nhanh bảng cân đối của GEX và tăng nhanh chi phí lãi vay. Do đó, nếu trong trường hợp dòng tiền của GEX không đủ để trả chi phí lãi vay hoặc M&A không hiệu quả sẽ khiến cho lợi nhuận bị sụt giảm nhanh chóng và làm bất ổn cho bảng cân đối.
- **Rủi ro M&A:** GEX trong những năm gần đây M&A liên tục nhiều công ty con. Do đó sẽ xuất hiện các khoản lợi thế thương mại phát sinh đi kèm, có thể tạo ra gánh nặng cho chi phí QLDN trong các năm sau.

Rủi ro lĩnh vực thiết bị điện

- **Rủi ro nguyên liệu đầu vào:** Các thiết bị điện mà GEX sản xuất, đặc biệt là dây cáp điện (chiếm 77% doanh thu mảng này) có chi phí nguyên vật liệu chiếm 90% trong giá vốn hàng bán. Do đó, biến động giá đầu vào sẽ ảnh hưởng lớn tới biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.
- **Rủi ro cạnh tranh:** Do rào cản gia nhập ngành thấp, suất đầu tư thấp, cho nên sản phẩm thiết bị điện như dây cáp bị cạnh tranh rất mạnh
- **Rủi ro công nghệ:** Sự phát triển nhanh chóng của công nghệ đòi hỏi sự thay đổi kèm theo của các thiết bị điện, yêu cầu những nhà sản xuất phải thay đổi không ngừng để tránh bị lạc hậu (trường hợp đã từng xảy ra với GEX trong giai đoạn 2014-2015).

Rủi ro lĩnh vực hạ tầng

- **Rủi ro dịch COVID-19:** dịch bệnh diễn biến phức tạp với các chủng đột biến nguy hiểm, làm tăng thời gian giãn cách xã hội có thể khiến cho doanh nghiệp bị gián đoạn hoạt động sản xuất thông thường của doanh nghiệp, làm giảm sản lượng của công ty.
- **Rủi ro thị trường bất động sản:** các hoạt động xây dựng bất động sản dân cư đang bị chững lại do giãn cách và cũng do giá nhiều vật liệu như thép tăng giá mạnh. Từ đó ảnh hưởng đến tiến độ thi công lắp đặt các sản phẩm gạch, sứ sen vòi và phụ kiện của VGC. Cùng với đó là hiện nay các ngân hàng cũng đang siết chặt lượng tín dụng cho thị trường bất động sản có thể khiến cho thị trường này kém sôi động hơn.

Rủi ro lĩnh vực năng lượng

- **Rủi ro chậm tiến độ:** 2 dự án điện gió của GEX đang được thi công và dự kiến hoàn thành cuối năm nay nếu không kịp hoàn thành trước 01/11/2021 sẽ không được hưởng giá FIT ưu đãi 8.50 cent/kWh. Do đó, nếu SCI không kịp thi công xong trước thời điểm thì dự án điện gió sẽ bị áp mức giá FIT thấp hơn nhiều (dự kiến Bộ Công Thương sẽ áp giá FIT 7.02 cent/kWh, thấp hơn 17%) khiến cho NPV 2 dự án trên thấp hơn đáng kể so với đánh giá ban đầu.
- **Rủi ro thiên nhiên:** Các dự án điện của công ty đều là nguồn năng lượng phụ thuộc vào thiên nhiên như thủy điện, điện mặt trời và điện gió, phụ thuộc vào lượng mưa, sức gió hay bức xạ nhiệt khiến cho việc dự báo rất khó chính xác. Nếu có biến cố do thiên nhiên sẽ làm giảm mạnh sản lượng điện sản xuất các dự án của GEX.

Rủi ro lĩnh vực bất động sản

- **Rủi ro tại Khách sạn Melia:** Nếu tình hình dịch bệnh COVID-19 tiếp tục diễn biến phức tạp cùng với giãn cách xã hội kéo dài sẽ khiến cho tỷ lệ cư trú của khách sạn giảm nghiêm trọng. Đồng thời, do COVID-19 ảnh hưởng lớn đến ngành du lịch, do đó khiến cho thu nhập của khách sạn bị giảm đi nghiêm trọng.
- **Rủi ro tại các dự án BĐS mới:** Việc giãn cách do dịch bệnh có thể dẫn tới việc chậm trễ trong việc triển khai các dự án mới tại Trần Nguyên Hãn và Lý Thái Tổ, vốn là 2 dự án có giá trị rất cao của công ty trong thời gian tới.

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	15,315	17,949	30,261	31,875	33,375
GVHB	(12,576)	(15,322)	(24,970)	(25,973)	(27,166)
Lợi nhuận gộp	2,739	2,627	5,292	5,902	6,210
Chi phí bán hàng	(486)	(470)	(1,231)	(1,179)	(1,234)
Chi phí QLDN	(735)	(641)	(1,309)	(1,328)	(1,390)
EBIT	1,518	1,516	2,752	3,394	3,586
Doanh thu tài chính	341	697	311	321	330
Chi phí tài chính	(838)	(1,120)	(1,163)	(1,354)	(1,202)
Lợi nhuận khác	(63)	64	199	207	216
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	145	39	-	-	-
LNTT	1,102	1,197	2,098	2,569	2,930
Chi phí thuế TNDN	(250)	(218)	(420)	(514)	(586)
LNST	852	980	1,679	2,055	2,344
Lợi ích của cổ đông thiểu số	218	178	713	767	760
LNST cổ đông công ty mẹ	635	802	966	1,288	1,584
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1,326	1,682	1,199	1,600	1,966

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và các khoản tương đương tiền	921	1,559	4,942	8,730	12,841
Các khoản đầu tư ngắn hạn	1,196	1,751	2,953	3,110	3,256
Các khoản phải thu	3,465	6,261	9,949	10,479	10,973
Hàng tồn kho	2,679	3,236	7,890	8,509	8,926
Tài sản ngắn hạn khác	121	263	1,038	1,130	1,227
Tài sản ngắn hạn	8,382	13,071	26,771	31,959	37,222
Tài sản cố định	6,175	5,877	13,851	13,607	13,459
Các khoản đầu tư dài hạn	4,370	5,809	2,300	2,422	2,537
Tài sản dài hạn khác	2,335	2,395	8,959	8,525	8,119
Tài sản dài hạn	12,880	14,081	25,109	24,555	24,114
TỔNG TÀI SẢN	21,262	27,152	51,880	56,514	61,336
Các khoản phải trả	1,133	2,965	4,831	5,025	5,256
Vay nợ ngắn hạn	4,009	4,329	6,718	9,360	15,235
Nợ ngắn hạn khác	2,513	3,538	8,685	9,168	9,684
Nợ ngắn hạn	7,655	10,831	20,234	23,554	30,175
Vay nợ dài hạn	4,562	7,752	11,941	11,646	7,941
Nợ dài hạn khác	368	353	404	410	416
Nợ dài hạn	4,930	8,106	12,345	12,055	8,357
NỢ PHẢI TRẢ	12,585	18,937	32,579	35,610	38,532
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	4,949	4,896	9,387	9,387	9,387
Lợi nhuận chưa phân phối	1,201	1,900	2,764	3,995	5,521
Cổ phiếu quỹ	-	(103)	(103)	(103)	(103)
Vốn khác	2,528	1,523	7,253	7,625	7,999
VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,677	8,215	19,301	20,905	22,804
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	21,262	27,152	51,880	56,514	61,336

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	1,168	373	(325)	3,219	3,763
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(3,934)	(2,980)	(2,871)	(1,778)	(1,823)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	2,763	3,245	6,578	2,347	2,170
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	(3)	639	3,383	3,788	4,111
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	924	921	1,559	4,942	8,730
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	921	1,559	4,942	8,730	12,841

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng nhóm Phân tích Ngành - Doanh nghiệp
ldquang@vcbs.com.vn

Hoàng Anh Tuấn

Chuyên viên Phân tích
hatuan1@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630