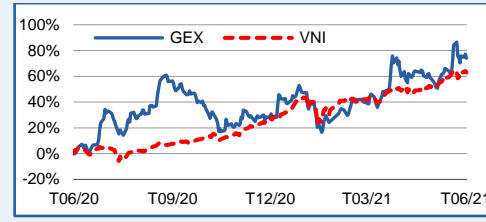


Ngành:	Đa ngành		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo:	18/06/2021	Tăng trưởng DT	17,2%	7,2%	20,1%	9,6%
Giá hiện tại	23.000VND	Tăng trưởng EPS	18,5%	-10,7%	56,4%	21,2%
Giá mục tiêu (1)	30.000VND	LNST* (tỷ đồng)	791	1.146	1.791	2.172
TL tăng	+30,4%	LNST* (tỷ đồng)	791	2.159	1.430	1.810
Lợi suất cổ tức	+0,0%	EV/EBITDA	10,5x	11,9x	7,7x	6,5x
Tổng mức sinh lời	+30,4%	P/E báo cáo**	14,8x	16,5x	10,6x	8,7x
KN gần nhất (1)	KHẢ QUAN	P/E điều chỉnh**	14,8x	8,3x	12,5x	9,9x



**Tổng quan Công ty:**

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

GT vốn hóa:	772tr USD	GEX	Peers***	VNI	
Room KN:	296tr USD	P/E (trượt)	13,5x	12,9x	18,9x
GTGD/ngày (30n):	5,6tr USD	P/B (hiện tại)	1,9x	1,2x	2,8x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	85,3%	2,8%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	488 tr	ROE	8,9%	9,1%	14,9%
Pha loãng	781 tr	ROA	2,5%	5,9%	2,4%

(1) cập nhật ngày 28/05/2021

\*\*\* CT cùng ngành mảng thiết bị điện; \*\* P/E dựa theo EPS pha loãng hoàn toàn; \* điều chỉnh cho lãi bất thường từ tái định giá và chi phí khấu hao lợi thế thương mại

**Lê Phước Đức**  
Chuyên viên

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Trưởng phòng cao cấp

## Lãi từ đánh giá lại tài sản thấp hơn dự kiến đối với VGC

- Chúng tôi đã tham dự ĐHCĐ thường niên theo hình thức trực tuyến của Tổng CT Thiết bị điện Việt Nam (GEX) vào ngày 18/06/2021.
- Cổ đông đã thông qua kế hoạch lợi nhuận năm 2021 với doanh thu đạt 28,5 nghìn tỷ đồng (+59% YoY) và LNTT là 1,28 nghìn tỷ đồng (+8% YoY). Kế hoạch LNTT này - mà chúng tôi cho là thận trọng - thấp hơn 15% so với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi lưu ý rằng kế hoạch này tương ứng lợi nhuận từ đánh giá lại tài sản không đáng kể từ việc hợp nhất VGC. Chúng tôi nhận thấy khả năng điều chỉnh giảm đối với dự báo LNST điều chỉnh của chúng tôi là 2,1 nghìn tỷ đồng (bao gồm lợi nhuận từ đánh giá lại ước tính là 1,0 nghìn tỷ đồng).
- GEX công bố LNTT sơ bộ 6 tháng đầu năm 2021 đạt 891 tỷ đồng (+68% YoY), đạt 59% dự báo cả năm và phù hợp kỳ vọng của chúng tôi. Ban lãnh đạo giải thích lợi nhuận tăng trưởng mạnh là do hợp nhất VGC.
- ĐHCĐ đã thông qua việc chia cổ tức bằng cổ phiếu năm 2020 là 9% mệnh giá (dựa trên số cổ phiếu sau khi tăng vốn; sẽ thực hiện trong quý 3-quý 4/2021) đồng thời đề xuất mức cổ tức năm 2021 là 10% mệnh giá (công ty không cho biết đây sẽ là cổ tức tiền mặt hay cổ phiếu).
- Về hoạt động M&A, GEX sẽ mua thêm cổ phần tại CTCP Đầu tư Khu công nghiệp Dầu khí Long Sơn (UPCoM: PXL - vốn hóa thị trường: 800 tỷ đồng) để nắm quyền chi phối. Ngoài ra, GEX muốn tiến hành IPO cho các công ty con của GEX dựa trên giả định rằng GEX vẫn có quyền kiểm soát.
- GEX dự kiến sẽ thực hiện thành công kế hoạch tăng vốn cổ phần, phát hành 293 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và tăng vốn cổ phần từ 4,9 nghìn tỷ đồng lên 7,8 nghìn tỷ đồng vào năm 2021. Giá chào bán là 12.000 đồng/CP. Phương thức phát hành sẽ thông qua phát hành quyền theo tỷ lệ 10:6 (10 cổ phiếu hiện hữu được quyền mua 6 cổ phiếu mới).

**Khoản lãi từ đánh giá lại tài sản không đáng kể từ việc hợp nhất VGC.** Khi cổ đông đặt câu hỏi liên quan đến việc công ty đặt kế hoạch LNTT chính thức cho năm 2021 chỉ ở mức 1,28 nghìn tỷ đồng - giảm đáng kể so với kế hoạch LNTT sơ bộ là 1,8 nghìn tỷ đồng được đưa ra tại ĐHCĐ bất thường diễn ra vào tháng 12/2020 - chủ tịch HĐQT cho biết công ty có thể sử dụng định giá của bên thứ ba sau khi được kiểm toán viên tư vấn, điều này có thể khiến lợi nhuận từ đánh giá lại tài sản giảm, tương ứng chi phí khấu hao lợi thế thương mại sẽ thấp hơn. Kịch bản này có thể giúp đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong tương lai.

**GEX đang chờ Chính phủ thoái vốn khỏi VGC.** Hiện tại, Chính phủ đặt mục tiêu thoái vốn 38,5% cổ phần còn lại tại VGC trong năm 2022. GEX thường mua lại cổ phần của Chính phủ và đang chờ thêm thông tin về giá thoái vốn. Sau khi Chính phủ hoàn tất thoái vốn, GEX sẽ có thể tái cơ cấu VGC về mảng vật liệu xây dựng và mảng cho thuê khu công nghiệp.

**CAV đối mặt với khó khăn do giá đồng cao và cạnh tranh gay gắt.** CAV đã ký hợp đồng dài hạn với nhà cung cấp vào năm 2020; do đó, công ty đảm bảo được nguồn nguyên liệu đầu vào để giảm thiểu tác động của giá đồng cao và cũng để nắm bắt nhu cầu phục hồi trong 6 tháng đầu năm 2021. Tuy nhiên, do tiềm năng giá đồng vẫn ở mức cao trong nửa cuối năm 2021 và cạnh tranh gay gắt, chúng tôi giả định rằng CAV đang chịu áp lực về việc biên lợi nhuận tiếp tục giảm vào cuối năm 2021 khi GEX mong muốn duy trì thị phần đã đạt được vào năm 2020. Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro giảm đối với dự báo LNST của CAV trong dài hạn do giá đồng dự kiến sẽ cao trong tương lai, chủ yếu do nhu cầu đồng cao từ ngành năng lượng tái tạo trên toàn cầu cũng như ngành xe điện.

**Dự án điện gió đang trên đà đi vào hoạt động vào tháng 10.** GEX đặt mục tiêu các dự án trang trại điện gió mới có 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 thuế ưu đãi 8,5 US cent/kWh. Ban lãnh đạo dự kiến sẽ nhận được giấy chứng nhận vận hành thương mại (COD) vào tháng 7 đối với Gelex 3, tháng 8 đối với Gelex 1 & 2 và tháng 9 đối với dự án điện gió Hướng Phùng. Sau khi nhận được COD, công ty có thể thoái 50 MW để giảm tổng công suất điện gió từ 140 MW còn 90 MW. Ngoài ra, ban lãnh đạo cho biết dự án đường truyền 220 kV Đông Hà - Lao Bảo - mà các dự án điện gió sẽ kết nối - sẽ đi vào hoạt động vào tháng 7. Do đó, GEX tự tin cho rằng các vấn đề tắc nghẽn sẽ không xảy ra.

**Thành viên HĐQT mới có nền tảng tài chính vững chắc.** Trong nhiệm kỳ 2021-2026, Cựu Tổng Giám đốc CTCP Chứng khoán Bảo Việt, ông Đậu Minh Lâm, được bổ nhiệm vào HĐQT. Tổng giám đốc GEX, ông Nguyễn Văn Tuấn và những người có liên quan muốn nâng tỷ lệ sở hữu tại GEX lên hơn 35% thông qua việc mua cổ phần từ CTCP Chứng khoán Everest và / hoặc CTCP Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (HNX: SHS) mà không cần chào mua công khai.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Phước Đức, xác nhận rằng những quan điểm 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

#### Nghân 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

## 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.