

TCTCP THIẾT BỊ ĐIỆN VIỆT NAM (GEX - UPCOM)

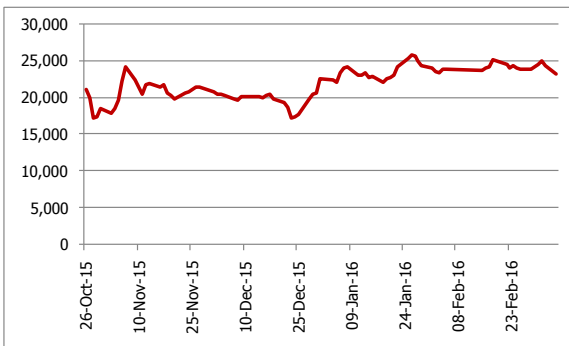
Khuyến nghị: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá cổ phiếu (VND)	23.200
Giá mục tiêu (VND)	29.600
Tiềm năng tăng/giảm giá (%)	27,6
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	2,6
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	N/A
Tăng trưởng giá so với VNI (%)	N/A
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	3.596
SLCP lưu hành (triệu CP)	155
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	1,3
P/E forward (x)	8,9
P/B (x)	2,1
P/E VN-Index (x)	12,9

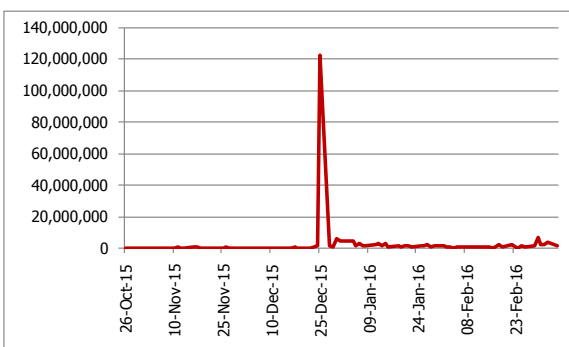
Nguồn: GEX, MSI

Biến động giá giao dịch cổ phiếu GEX (đồng)



Nguồn: FiinPro, MSI

Biến động KLGĐ cổ phiếu GEX (cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, MSI

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GEX dựa trên mức giá mục tiêu là 29.600 VND/cổ phiếu trên cơ sở các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp như sau:

- **GEX là doanh nghiệp đầu ngành** về sản xuất và cung cấp thiết bị điện trên cả nước, với thị phần chiếm trên 80% và sở hữu nhiều lợi thế về mặt chuỗi phân phối, quy mô tài sản lớn...
- **Kết quả kinh doanh được dự báo tiếp tục tăng trưởng đều đặn:** So với năm 2015, doanh thu năm 2016 dự báo tăng trưởng trên 5% trong khi LNST tăng trên 6,5% lần lượt đạt trên 9.000 tỷ đồng doanh thu và gần 500 tỷ đồng LNST. Mức tăng trưởng này được dự báo sẽ được duy trì trong các năm sau nữa.
- **ROE và biên lợi nhuận gộp** được duy trì ở ổn định ở mức khả quan, khả năng thanh toán ngắn hạn tốt, cơ cấu vốn an toàn và dòng tiền hoạt động kinh doanh mạnh.
- **Chiến lược phát triển thể hiện tầm nhìn lâu dài, chủ động đầu tư công nghệ mới:** GEX chủ động đầu tư nghiên cứu khoa học từ năm 2011 nhằm đáp ứng đòi hỏi ngày càng cao của thị trường về các sản phẩm thiết bị điện. Riêng năm 2015, GEX đã đầu tư 2 dự án phát triển công nghệ với số vốn trên 100 tỷ đồng.
- **Nhân lực chất lượng cao:** GEX liên tục đào tạo nâng cao năng lực cho lực lượng lao động và áp dụng hệ thống quản lý chất lượng ISO 9011:2015 cho cán bộ quản lý và nhân viên chuyên môn.
- **Thuận lợi sau khi thoái vốn:** Sau khi Bộ Công Thương thoái vốn vào cuối tháng 12/2015, GEX chủ động hơn trong việc đầu tư vào công ty con và các dự án đầu tư tại nước ngoài.
- **Đôi mặt với cạnh tranh kể từ năm 2016:** GEX sẽ phải chuyển đổi từ kinh doanh sản phẩm truyền thống sang kinh doanh sản phẩm mới và phải đối mặt với áp lực cạnh tranh từ các doanh nghiệp cả trong và ngoài nước.

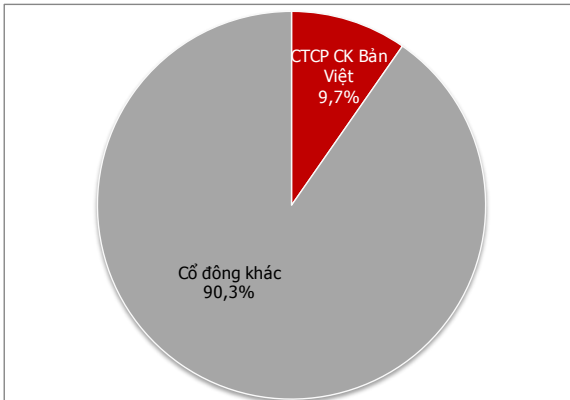
TỔNG QUAN VỀ GEX

Tổng công ty cổ phần thiết bị điện Việt Nam (Gelex) tiền thân là Tổng công ty thiết bị kỹ thuật điện, được thành lập ngày 10/07/1990. GEX được biết đến như một công ty đầu ngành sản xuất, kinh doanh thiết bị điện; thi công lắp đặt các công trình xây dựng. Đến thời điểm 31/12/2015, Công ty có 5 công ty con và 5 công ty liên kết với tổng số vốn đầu tư 682 tỷ đồng.

Sản phẩm công tơ điện tử: Đây là lĩnh vực kinh doanh mới mà GEX sẽ phải cạnh tranh trong năm 2016. GEX dự kiến sẽ đưa khoảng 420.000 công tơ điện tử ra tiêu thụ trên thị trường, con số này cao gấp 13,6 lần con số của năm 2015. Lượng công tơ cơ khí tiêu thụ năm 2016 dự kiến sẽ vào khoảng 800.000 công tơ.

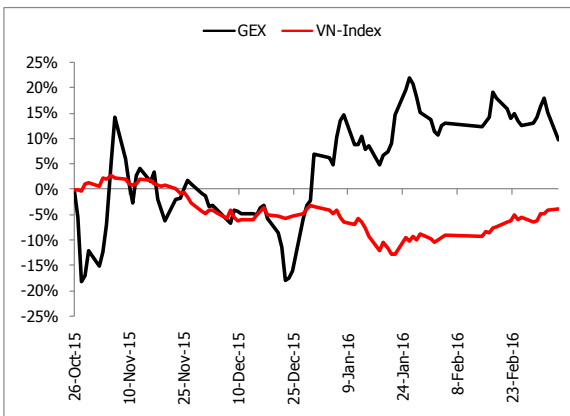
Chuyên viên Phân tích
Nguyễn Ngọc Nam - namn1@msi.com.vn

Cơ cấu cổ đông



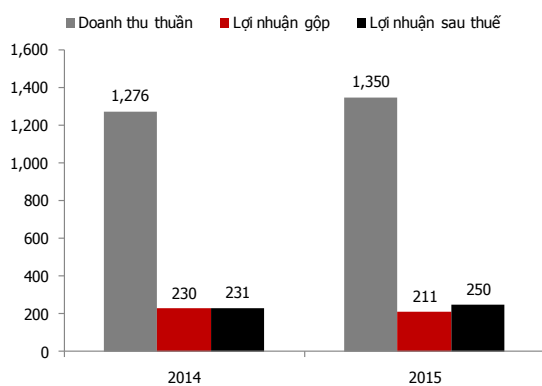
Nguồn: GEX, MSI

Tăng trưởng cổ phiếu GEX so với VN-Index



Nguồn: FiinPro, MSI

Kết quả kinh doanh 2014-2015



Nguồn: GEX, MSI

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Trước 25/12/2015, SCIC là cổ đông lớn nhất của GEX với 122 triệu cổ phiếu, tương ứng 78,7%. Cuối tháng 12/2015, lượng cổ phiếu GEX này được Bộ công thương thoái ra thị trường theo phương thức khớp lệnh, các cá nhân/tổ chức không được đặt mua quá 5% số lượng cổ phiếu này. Do vậy, sau khi Bộ công thương thoái vốn nhiều khả năng CTCP Chứng khoán Bản Việt với 15 triệu cổ phiếu chiếm 9,68% tổng số cổ phiếu là cổ đông lớn nhất của GEX ở thời điểm hiện tại. Còn lại là các cổ đông nhỏ lẻ.

TỔNG QUAN NGÀNH THIẾT BỊ ĐIỆN

Ngành công nghiệp thiết bị điện được đánh giá là một ngành trọng yếu tại Việt Nam. Hiện nay nguồn cầu về thiết bị điện chủ yếu đến từ Tổng công ty Điện lực Việt Nam (EVN), còn lại là cầu đến từ các cá nhân tổ chức nhỏ lẻ khác. Ngành thiết bị điện được đánh giá là rất tiềm năng khi cầu đang lớn hơn cung. Chính phủ đã ban hành Quyết định 186/QĐ-TTg về việc xây dựng ngành sản xuất thiết bị điện hiện đại, đến năm 2020 đạt trình độ tiên tiến trong khu vực về công nghiệp thiết bị điện và vật liệu điện. Chính phủ cũng ban hành cơ chế về việc hỗ trợ các dự án đầu tư sản xuất thiết bị điện. Đây là yếu tố vô cùng tích cực thúc đẩy ngành sản xuất thiết bị điện phát triển trong 05 năm tới.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA GEX

Năm 2015, mặc dù gặp nhiều khó khăn nhưng công ty mẹ của GEX vẫn đạt trên 1.350 tỷ đồng doanh thu và gần 250 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, xuất sắc vượt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đề ra. Hoạt động cốt lõi của GEX luôn đạt mức ổn định bền vững trong 05 năm gần nhất khi doanh thu bán các sản phẩm chủ yếu (công tơ điện, máy biến áp...) chiếm tỷ trọng trên 96% trong cơ cấu doanh thu của GEX. Biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức trên 14%, ROE khá cao và được dự báo sẽ đạt trên 20% trong năm 2016. Năm 2016, GEX đặt kế hoạch tăng trưởng ổn định, doanh thu thuần công ty mẹ dự kiến đạt 1.400 tỷ đồng, LNST dự kiến đạt 235 tỷ đồng.

Tình hình tài chính

Chỉ số thanh khoản ngắn hạn và thanh toán nhanh của GEX luôn giữ ở mức trên 1,5 lần và gần 1 lần cho thấy khả năng thanh toán ngắn của GEX tốt. Các chỉ số này được chúng tôi dự báo duy trì ổn định trong các năm 2016 đến 2019.

Cơ cấu vốn của GEX là khá an toàn khi tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu được giữ ở mức dưới 40% trong khi tỷ lệ nợ/Tổng tài sản chỉ duy trì trung bình trong mức 16%.

Dòng tiền hoạt động kinh doanh của GEX luôn dương những năm gần đây cho thấy GEX cân đối thu chi hợp lý trong các hoạt động kinh doanh của mình, đảm bảo được chi phí hoạt động và khả năng tái đầu tư. Từ năm 2015 trở đi, GEX chủ trương chi trả cổ tức thấp hơn (chỉ tầm 10% so với 12% từ năm 2012 đến 2014) và sử dụng một phần lợi nhuận giữ lại để tăng cường chi cho Quỹ đầu tư phát triển.

VỊ THẾ CẠNH TRANH CỦA GEX TRONG NGÀNH THIẾT BỊ ĐIỆN

GEX là tổng công ty lớn nhất sản xuất thiết bị điện tại Việt Nam, GEX có lợi thế về các mối quan hệ với các doanh nghiệp nhà nước (đặc biệt là với EVN và các đơn vị thành viên của EVN) và có hệ thống phân phối vững mạnh. Do vậy dù gặp phải rất nhiều khó khăn khi phải chuyển đổi sang kinh doanh một sản phẩm hoàn toàn mới nhưng theo ban lãnh đạo GEX, hiện GEX đưa được sản phẩm mới của mình vào phân phối tại 4/5 tổng phân phối của EVN trên khắp cả nước trừ khu vực miền Trung.

Việc chuyển đổi sang kinh doanh mặt hàng chủ lực mới là công tơ điện tử cũng khiến GEX gặp không ít khó khăn khi phải chi đầu tư nhiều cho các hoạt động R&D và phải đối mặt với hàng loạt các đối thủ cạnh tranh trong nước và ngoài nước có trình độ công nghệ hiện đại, đặc biệt là Viettel.

CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN CỦA GEX

Năm 2016, GEX chuyển đổi sang kinh doanh 95% các sản phẩm mới (công tơ điện tử..) và chỉ còn lại 5% là các sản phẩm truyền thống đã có thương hiệu (công tơ cơ khí và máy biến áp...). Chuyển đổi sang kinh doanh các sản phẩm kinh doanh mới, GEX sẽ không còn độc quyền như đối với các sản phẩm kinh doanh truyền thống mà phải đối mặt với áp lực cạnh tranh rất lớn từ những đối thủ cạnh tranh có quy mô vốn lớn và trình độ công nghệ hiện đại, đặc biệt là Viettel. Đứng trước thách thức mới, BLĐ của GEX đưa ra chiến lược phát triển thận trọng trong ngắn hạn và dài hạn:

- Chiến lược phát triển trong ngắn hạn:** GEX tiến hành cắt giảm chi phí, tinh giản nhân sự tại công ty mẹ và điều chuyển lao động về các công ty con đang hoạt động tốt như Cadivi, Thibidi...và giữ vững thị phần bằng các hợp đồng đã ký với EVN.
- Chiến lược phát triển dài hạn:** GEX tăng cường các hoạt động R&D, chuyển đổi sang kinh doanh các loại mặt hàng mặt hàng mới đồng thời đầu tư mở rộng sang các thị trường khác như Myanmar, Lào, Campuchia, đây là những thị trường có nhu cầu cao về sản phẩm thiết bị điện công nghiệp dân dụng phù hợp với khả năng của GEX.

ĐỊNH GIÁ

Tỷ lệ chiết khấu (COE)	22,6%
Rm	19,0%
Rf	6,3%
Beta	1,28

Tỷ lệ chiết khấu (WACC)	15,1%
Debt (tỷ trọng 36%)	9,8%
Equity (tỷ trọng 64%)	22,6%
Thuế suất TNDN	20%

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFF, FCFE và P/E để xác định mức giá mục tiêu của GEX là 29.600 VND/cổ phiếu. Với mức giá này P/E forward 2016 sẽ là 8,9 lần, đây là một mức khá hấp dẫn so với P/E của thị trường (khoảng 12,9 lần). Do vậy, chúng tôi khuyến nghị MUA với thời gian nắm giữ 01 năm đối với cổ phiếu GEX.

Phương pháp định giá	Giá cổ phiếu	Trọng số	Giá cổ phiếu theo trọng số
FCFF	29.600	40%	11.840
FCFE	34.200	40%	13.680
P/E	20.300	20%	4.060
Giá mục tiêu của cổ phiếu			29.600

Tóm tắt tài chính (theo BCTC hợp nhất)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016F
Doanh thu (tỷ VND)	6.163,5	7.388,1	8.735,0	9.084,4	9.493,2
Tăng trưởng (% yoy)	-	19,9%	18,2%	4,0%	4,5%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	383,5	309,6	318,4	491,6	513,9
Tăng trưởng (% yoy)	-	-19,3%	2,9%	54,4%	4,5%
Biên lợi nhuận gộp (%)	15,6%	14,3%	14,4%	15,0%	15,0%
Vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	1.836,8	2.082,6	2.192,0	2.453,3	2.147,9
Tổng tài sản (tỷ VND)	4.547,4	4.736,8	5.148,5	4.997,9	5.107,4
ROE (%)	20,9%	14,9%	14,5%	20,0%	23,9%
ROA (%)	8,4%	6,5%	6,2%	9,8%	10,1%
EPS (VND)	2.474,3	1.997,1	2.054,4	3.171,8	3.315,6
BVPS (VND)	13.120,1	14.875,4	15.656,8	15.827,9	13.857,4
Cổ tức (VND)	296,9	239,7	246,5	317,2	331,6
P/E (x)	N/A	N/A	10,6	5,6	8,9
P/B (x)	N/A	N/A	1,4	1,1	2,1

Nguồn: GEX, 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

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoanbd1@msi.com.vn

Nguyễn Ngọc Nam - Chuyên viên Cao cấp

Email: namnn1@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Cao cấp

Email: hongtt@msi.com.vn

Phan Thị Ngọc Mai - Chuyên viên

Email: maiptn1@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

Trần Minh Đức - Chuyên viên Cao cấp

Email: ductm1@msi.com.vn

Bùi Ngọc Lan Phương - Chuyên viên

Email: phuongbnl@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phan Nguyễn Hoàn Quân - Giám đốc ICC

Email: quanpnh@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.