

Báo cáo cập nhật doanh nghiệp

GEX-Tổng công ty cổ phần thiết bị điện Việt Nam

01/04/2019

BSC

Khuyến nghị: **Mua**

Đỗ Việt Hưng (PTCB)

hungdv@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	30,245
Giá đóng cửa	22,900
Upside	32.1%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	24,900
Giá cut loss	22,000

Dữ liệu thị trường

Số lượng CP (nghìn CP)	406,560
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,533
Giá cao nhất 52 tuần	32,200
KLGD TB 10 ngày (CP)	761,819
Sở hữu NTNN	14.85%

Cổ đông lớn

TNHH MTV Đầu tư GEX	19.11%
MBCapital và MBGF	6.32%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Sau nhiều năm hoạt động, GELEX đã gây dựng được vị thế vững chắc trên thương trường. Các Công ty thành viên lớn mạnh với mạng lưới rộng khắp cùng sản phẩm được đồng đảo khách hàng sử dụng. Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của Tổng công ty đạt từ 12% đến 16%, tạo đà cho giai đoạn phát triển với mức doanh thu dự kiến đạt trên 1 tỷ USD vào năm 2020.

Các báo cáo khác [Link](#)

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GEX với giá mục tiêu ở mức 30,245 đồng/cổ phiếu theo 2 phương pháp P/E (50%) và FCFE (50%) tương ứng với upside 32.1% so với giá ngày 27/03.

Dự báo kết quả kinh doanh 2019.

Chúng tôi dự kiến doanh thu 2019 của GEX sẽ đạt mức 15,576 tỷ đồng (+12.6%yoy), lợi nhuận sau thuế đạt mức 1,067 tỷ đồng tương đương với EPS 2019 đạt mức 2,630 đồng/cổ phiếu. P/E FW =8.9 lần

Catalyst

- (1) Mạng thiết bị điện dự kiến tăng trưởng 10%/năm được hưởng lợi nhờ nhu cầu đầu tư hạ tầng điện trong giai đoạn tới.
- (2) Mạng logistic được hưởng lợi nhờ tăng trưởng kinh tế (growth >50% trong năm 2018).
- (3) Dòng tiền tăng trưởng ổn định đến từ dự án điện mặt trời và nhà máy cung cấp nước.

Rủi ro đầu tư

Nợ vay của GEX tăng mạnh do nhu cầu đầu tư đa ngành của doanh nghiệp. Với nhiều dự án đa dạng sẽ được triển khai trong các năm tới, chúng tôi đánh giá tỷ lệ nợ vay/vốn chủ của GEX sẽ tăng đến gần mức 1.0 lần, tăng thêm khoảng 20% so với năm 2018.

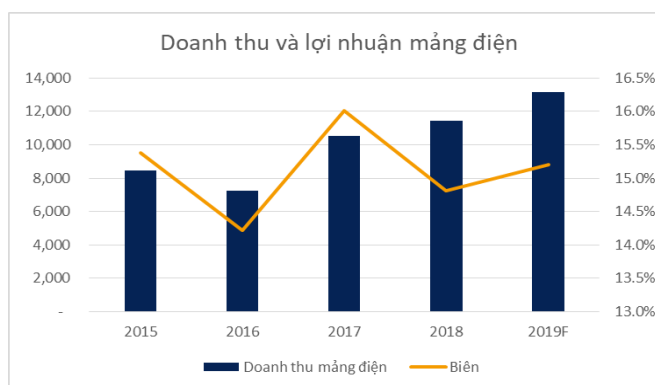
Cập nhật kết quả kinh doanh 2018

Kết quả kinh doanh 2018 Doanh thu hợp nhất đạt mức 13.828 tỷ đồng (+14% yoy), LNST đạt mức 1282 tỷ đồng (+42% yoy). EPS năm 2018 đạt 2,482 đồng/cổ phiếu. Tăng trưởng về doanh thu, lợi nhuận của GEX trong năm 2018 chủ yếu đến từ mảng logistic (tăng trưởng 50% về doanh thu 54% lợi nhuận gộp) và khoản lợi nhuận tài chính bất thường 237 tỷ đến từ việc đánh giá lại khoản đầu tư vào công ty con VCW. Nếu loại trừ phần LN tài chính bất thường, LN cốt lõi năm 2018 đạt 1,083 tỷ đồng (+13% yoy), EPS cốt lõi đạt 2627 đồng/cổ phiếu.

Dòng tiền ổn định từ mảng thiết bị điện và nhu yếu phẩm:

(1) Mảng thiết bị điện có lợi thế về tên tuổi và thị phần vượt trội, tăng trưởng ổn định khoảng 10%/năm. Lợi thế lớn của GEX là việc sở hữu các công ty con đều là các công ty đầu ngành, có thị phần và uy tín rõ ràng trên thị trường, mảng thiết bị điện đem lại lợi nhuận tương đối ổn định cho GEX. Các năm gần đây doanh thu mảng thiết bị điện tăng trưởng tương đối chậm do công ty đang tiến hành tái cấu trúc các công ty con cũng như chịu ảnh hưởng bởi sự chậm trễ của các dự án đầu tư công. Chúng tôi kì vọng trong thời gian tới, hiệu quả mảng thiết bị điện sẽ cải thiện sau khi GEX hoàn thành việc nâng tỉ lệ tại các công ty con và tái cấu trúc mảng thiết bị điện.

Riêng trong năm 2019, luật đầu tư công dự kiến được thông qua từ năm 2019 sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ các dự án đầu tư điện công cùng với đó là làn sóng đầu tư năng lượng sạch tăng mạnh nhờ giá bán ưu đãi sẽ giúp mảng thiết bị điện của GEX có thể tăng trưởng mạnh hơn so với mức bình quân 10%, dự kiến đạt mức tăng trưởng 15% và biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 15.2%.



(2) Mảng nhu yếu phẩm được hưởng lợi từ chính sách và tăng trưởng kinh tế

- **Mảng cung cấp nước được hưởng lợi từ chính sách giảm khai thác nước ngầm của thành phố Hà Nội.** Hiện tại GEX đang sở hữu công ty nước Sông Đà đang trong quá trình cải tạo và nâng công suất lên 300 nghìn m³/ngày đêm (+25% so với công suất hiện tại). Sau đó, doanh nghiệp sẽ tiếp tục triển khai giai đoạn 2 của dự án nhằm nâng công suất lên 600 nghìn m³/ngày đêm với đơn giá sẽ vào khoảng 7,500-8,000 VND, thấp hơn tương đối so với đối thủ cạnh tranh (10,000 VND/m khối) do chất lượng nước sông Đà là tốt nhất trong hệ thống sông ở Hà Nội, độ dốc phù hợp là lợi thế giúp giảm bớt chi phí vận hành cho nhà máy. Ngoài ra GEX cũng sẽ đầu tư thêm 70 km đường ống cấp 2 để có thể cung cấp cho địa bàn khu vực trung tâm Hà Nội.

- **Mảng năng lượng: Dự kiến dự án điện mặt trời của GEX sẽ đi vào hoạt động vào ngày 15/6/2019 kịp tiến độ để hưởng giá điện ưu đãi 9.5 cent**, chi phí đầu tư khoảng 45-46 triệu USD- công suất 50 MW- IRR của dự án vào khoảng 18%. Dự án điện mặt trời của GEX cũng là 1 trong 2 dự án sớm nhất kí được hợp đồng bao tiêu 100% sản lượng. Chúng tôi dự kiến dự án sẽ đem về dòng tiền ổn định khoảng trên 200 tỷ đồng mỗi năm cho GEX từ năm 2020.

Mảng logistic là động lực tăng trưởng chính của GEX trong năm 2019-2020 nhờ hưởng lợi từ chính sách (+50% năm 2018). Vận tải hàng hóa đường thủy nội địa trong năm 2018 có mức tăng trưởng tương đối tốt sản lượng vận tải hàng hóa đạt hơn 288 triệu tấn, tăng hơn 15% cao hơn mức trung bình vào khoảng 8-12%/năm. Về triển vọng tương lai, hiện tại trong đề án tái cơ cấu ngành vận tải giai đoạn 2016-2020 chính phủ đã đặt ra kế hoạch thị phần của mảng đường thủy nội địa tăng lên mức 32.4% từ mức 18% hiện tại. GEX hiện tại sở hữu chuỗi vận tải nội địa khép kín (bao gồm vận tải đường thủy-đường bộ, vận tải siêu trường siêu trọng kết hợp với hệ thống cảng và kho bãi lớn) trong đó, lợi thế lớn nhất là vận tải đường sông (có chi phí thấp hơn 30% so với các loại hình khác) và hệ thống kho bãi rộng lớn (hơn 186 nghìn m²). Về kế hoạch phát triển, GEX dự kiến sẽ gia tăng hiệu quả hệ thống kho bãi bằng cách xây dựng những trung tâm logistic center với chức năng lưu trữ cũng như giới thiệu sản phẩm cho các doanh nghiệp bắt đầu trên 2 khu đất hiện có tại Gia Lâm (35ha) và Quận 9 (20ha).

Mảng bất động sản

Dự án Trần Nguyên Hãn dự kiến sẽ xây dựng 1 khách sạn 5 sao và 1 khách sạn 4 sao, sẽ bắt đầu xây dựng vào quý 3/2019. Khu đất Nam Kì Khởi Nghĩa dự kiến sẽ xây dựng tháp văn phòng. Khu đất tại cuối Metro (4.3ha) xây trung tâm thương mại. Các dự án này dự kiến sẽ đem lại nguồn tiền ổn định cho GEX sau khi hoàn thành.

Kết quả kinh doanh 2018, dự phóng 2019 và định giá

Kết quả kinh doanh 2018 doanh thu của GEX tăng trưởng 14% đạt mức 13,828 tỷ đồng(+12.5% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt mức 1,282 tỷ đồng (+19.6% yoy).

Mảng thiết bị điện vẫn là mảng chủ lực với doanh thu và biên lợi nhuận gộp cả năm 2018 lần lượt đạt gần 11.5 nghìn tỷ đồng và 1,700 tỷ đồng(chiếm đến 82% tổng doanh thu và khoảng 72% lợi nhuận gộp). Tăng trưởng mảng thiết bị điện của GEX năm 2018 chỉ ở mức 8% và biên lợi nhuận gộp sụt giảm chỉ còn ở mức 14.8% do nhiều dự án xây dựng điện bị chậm tiến độ dẫn đến nhu cầu sụt giảm.

Mảng logistic và mảng nhu yếu phẩm ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong năm 2018, lần lượt tăng 45% và 146% trong năm 2018. Đối với mảng logistic (hiện chiếm khoảng 11% doanh thu và 13% lợi nhuận gộp) với hệ thống kho bãi rộng lớn và lợi thế về vận tải đường thủy, chúng tôi kì vọng mảng logistic của GEX sẽ duy trì được trên 30% trong giai đoạn 2019-2020. Đối với mảng nhu yếu phẩm, tăng trưởng doanh thu năm 2018 có được nhờ việc đưa cụm nhà máy thủy điện Ca Na với công suất 23 MW đi vào hoạt động.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2019 Chúng tôi dự kiến doanh thu 2019 của GEX sẽ đạt mức 15,576 tỷ đồng (+12.6%yoy), lợi nhuận sau thuế đạt mức 1,067 tỷ đồng tương đương với EPS 2019 đạt mức 2,630 đồng/cổ phiếu.

Về định giá, chúng tôi sử dụng phương pháp P/E (P/E mục tiêu 10 lần) và FCFE (ke=17%) để định giá cổ phiếu GEX. Theo đó giá trị hợp lý của GEX nằm ở mức 30,245 đồng/cổ phiếu.

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	8,735	8,383	7,297	11,986	13,699
LN gộp	1,255	1,106	968	1,985	2,216
DT tài chính	63	130	247	847	759
CP tài chính	(63)	(130)	(75)	(435)	(545)
Lãi vay	(66)	(55)	-	(367)	(447)
CP bán hàng	(350)	(201)	(149)	(261)	(347)
CP QLDN	(345)	(339)	(254)	(550)	(613)
Lãi/lỗ HĐKD	560	571	720	1,610	1,521
TN nhập khác (ròng)	(31)	3	(21)	41	13
LN trước thuế	573	574	700	1,650	1,534
LN sau thuế	448	456	579	1,307	1,283
LN CĐ thiếu số	130	135	118	532	341
LN Cty mẹ	318	321	462	775	942
EPS					
TS ngắn hạn	3,466	3,098	6,329	7,508	8,102
Tiền và ĐT ngắn hạn	1,059	967	3,266	2,694	2,788
Phải thu ngắn hạn	938	1,007	1,490	2,915	3,087
Tồn kho	1,379	1,089	1,540	1,858	2,107
TS ngắn hạn khác	91	35	33	41	120
TS dài hạn	1,682	1,819	2,456	6,398	9,141
Phải thu dài hạn	-	0	0	78	21
TSCĐ	1,088	982	1,023	3,034	4,475
TS dở dang dài hạn	-	45	233	266	1,040
TS dài hạn khác	135	145	196	1,174	1,635
Tổng TS	5,149	4,918	8,785	13,906	17,243
Nợ phải trả	2,408	1,924	5,508	7,608	9,278
Nợ ngắn hạn	2,236	1,801	3,387	4,769	6,798
Vay ngắn hạn	806	504	1,999	2,746	3,723
Nợ dài hạn	172	124	2,122	2,838	2,480
Vay dài hạn	28	17	1,890	2,534	2,150
Vốn chủ sở hữu	2,192	2,993	3,277	6,298	7,964
Vốn góp	1,400	1,550	1,550	2,668	4,066
LN chưa phân phối	629	744	677	923	846
Tổng nguồn vốn	5,149	4,918	8,785	13,906	17,243
% yoy DT	#N/A	46%	17%	62%	57%
Biên ln gộp	14.4%	13.2%	13.3%	16.6%	16.2%
Lãi vay/DTT	0.8%	0.7%	0.0%	3.1%	3.3%
CP bán hàng/DTT	4.0%	2.4%	2.0%	2.2%	2.5%
CP QLDN/DTT	3.9%	4.0%	3.5%	4.6%	4.5%
Biên ln thuần	5.1%	5.4%	7.9%	10.9%	9.4%

Doanh thu 2018 của GEX đạt 13,669 tỷ đồng, tăng trưởng +14% chủ yếu đến từ tăng trưởng của mảng thiết bị điện (+9% yoy) và mảng logistic (+50%).

Mảng kinh doanh logistic và sản xuất kinh doanh năng lượng đạt được tăng trưởng tốt, lợi nhuận gộp tương đối cao của 2 mảng kinh doanh này (ở mức 50% cả 2 mảng) giúp cho biên lợi nhuận gộp của GEX được cải thiện dần lên mức 16.4%

Phải thu duy trì ở mức cao chiếm 21% tổng tài sản của doanh nghiệp, ảnh hưởng tương đối lên cơ cấu nguồn vốn. Về cơ cấu các khoản phải thu, nhiều khoản mục là các khách hàng thường xuyên của doanh nghiệp, các tổng công ty điện lực thành phố, do đó rủi ro phải trích lập dự phòng là không cao.

Do nhu cầu vốn để gia tăng tỷ lệ tại công ty, cũng như luôn duy trì một khoản phải thu lớn dẫn đến GEX luôn phải duy trì một khoảng vay nợ tương đối lớn, tuy nhiên lãi suất các khoản vay tương đối hợp lý (ngắn hạn khoảng 5.2-7%, dài hạn từ 9.5-10.5% tương đương với lãi suất các trái phiếu ngắn hạn doanh nghiệp đang nắm giữ)

Sau khi Bộ Công Thương thoái toàn bộ vốn tại GEX vào cuối năm 2015, các chỉ tiêu lợi nhuận của GEX được cải thiện đáng kể nhờ hoạt động cơ cấu lại sản xuất và phát triển thêm các mảng kinh doanh mới có biên lợi nhuận tốt và dòng tiền ổn định hơn như mảng nhu yếu phẩm và logistic.

Điểm nhấn kỹ thuật

- Xu hướng hiện tại: Hồi phục.
- Chỉ báo xu hướng Phân kỳ dương, MACD nằm dưới đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI : Vùng trung lập, RSI hồi phục từ vùng đáy.
- Đường MAs: MA20 đang cắt xuống MA50 và nằm dưới MA200

Nhận định

Nhận định: GEX đang nằm trong nhịp hồi phục sau khi chạm ngưỡng hỗ trợ 22.5 (tương đương mức Fibonacci 23.6%). Thanh khoản trong các phiên hồi phục vẫn nằm dưới mức trung bình 20 phiên báo hiệu lực tăng vẫn khá yếu. Chỉ báo RSI duy trì xu hướng hồi phục trong khi chỉ báo MACD ủng hộ nhịp điều chỉnh. Nhịp vận động 3 đường MA cũng ủng hộ xu hướng điều chỉnh ngắn hạn. Các yếu tố trên cho thấy xu hướng hồi phục mạnh vẫn chưa được hình thành. GEX có khả năng cao sẽ thành lập mô hình 2 đáy trong các phiên tới tại ngưỡng giá 22.5.

Khuyến nghị: GEX là cổ phiếu thích hợp để mở vị thế ngắn hạn. Mua cổ phiếu tại ngưỡng giá 22.5 và chốt lời tại vùng giá 24.9-25. Cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng giá 22.

Đồ thị kỹ thuật



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

