



Company Visit Notes

GEX – Tổng CTCP Thiết bị điện Việt Nam

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê

lenbh@bsc.com.vn

Tel: +84 4 3935 2722, ext 108

Tại ngày 3/11/2016, cổ phiếu GEX đang được giao dịch tại mức giá 20,800 VND/cp, tương đương với mức P/E trailing là 7.2x và P/B là 1.1x

Kết quả kinh doanh 9T2016 khả quan với mức tăng trưởng 20% của lợi nhuận sau thuế hợp nhất. Trong kỳ, cả công ty mẹ và các công ty con chính đều ghi nhận những kết quả khả quan trong LNST : công ty mẹ +16.9%; CADIVI +54.9%; THIBIDI +50%; HEM +48%. Tuy vậy, chúng tôi lưu ý do công ty có nhiều thay đổi về tỷ lệ sở hữu các công ty con, việc so sánh kết quả kinh doanh hợp nhất so với cùng kỳ không có nhiều ý nghĩa.

Chúng tôi đánh giá GELEX là doanh nghiệp có nhiều yếu tố cơ bản tốt:

- Là doanh nghiệp mũi nhọn trong ngành điện, vốn là ngành được đầu tư tiên phong để tạo điều kiện cho các ngành khác phát triển.
- Hệ thống công ty con và công ty liên kết đều nắm vị thế đầu ngành trong chuỗi sản xuất thiết bị điện.
- Việc thay đổi chủ sở hữu bước đầu đã có những chuyển biến tích cực lên hoạt động kinh doanh của GELEX cũng như các công ty con
- Thu hút nhà đầu tư với những tài sản bất động sản có giá trị thị trường cao hơn đáng kể so với giá trị sổ sách

Tuy vậy, BSC lưu ý những thay đổi chiến lược của doanh nghiệp được thông qua trong đại hội cổ đông ngày 1/8/2016 tiềm ẩn nhiều rủi ro cho doanh nghiệp.

Theo tài liệu đại hội cổ đông bất thường ngày 1/8/2016, GELEX đặt kế hoạch kinh doanh hợp nhất sau tái cấu trúc cho năm 2016 là 1,168 tỷ đồng LNST và 764 tỷ đồng LNST thuộc về công ty mẹ, tương ứng với EPS 2016 là 3,289 VND/cp. Tỷ lệ cổ tức chi trả dự kiến là 10%.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3/2016 và 9T2016:

Trong Q3/2016, hoạt động công ty mẹ Gelex ghi nhận 380.9 tỷ doanh thu thuần (+15.8% yoy) và 39.2 tỷ đồng LNST (+143%). Tính chung 9 tháng, công ty mẹ ghi nhận 1,112.9 tỷ doanh thu thuần(+12%) và 264.9 tỷ LNST (+17%). Doanh thu tăng trưởng tốt nhờ sức tiêu thụ các sản phẩm công tơ điện tử tăng mạnh trong 2016, bù đắp cho việc hơn 90% sản lượng công tơ cơ khí sụt giảm. Biên lợi nhuận gộp giảm về 14.5% (so với mức 18.3% của 9T2015).

Xét về KQKD hợp nhất, doanh thu GELEX giảm 30% và LNST tăng tốt 20%. Tuy nhiên, trong giai đoạn 9T2016, GELEX đã thực hiện tái cấu trúc, đã hoặc sẽ tăng tỷ lệ sở hữu các công ty con CADIVI và THIBIDI, cũng như thoái vốn khỏi CTCP Chế tạo Bơm Hải Dương. Do đó, việc so sánh kết quả kinh doanh hợp nhất so với cùng kỳ không có nhiều ý nghĩa.

Tình hình hoạt động công ty mẹ - TCT Cổ phần thiết bị điện (GELEX)

Các mảng sản phẩm chính của công ty mẹ GELEX bao gồm (1) Công tơ (2) Máy biến áp trung thế.

- a) **Mảng sản phẩm công tơ** là sản phẩm chủ lực của công ty trước đây là công tơ cơ khí – với vị thế độc quyền trên toàn quốc. Giai đoạn trước 2010, công tơ cơ khí đóng góp tới hơn 90% doanh thu và lợi nhuận của công ty mẹ. Tuy nhiên với chính sách chuyển đổi từ công tơ cơ khí sang công tơ điện tử của ngành điện lực, sản phẩm công tơ cơ khí sụt giảm mạnh và đóng góp trong 2016 là không đáng kể.

Đối với sản phẩm công tơ điện tử, GELEX đang chịu cạnh tranh cao từ các đối thủ trong ngành như CPC EMEC và Vinasino. Điểm mạnh nổi bật của GEX so với các doanh nghiệp còn lại trong ngành bao gồm: (1) Địa bàn hoạt động phủ sóng cả nước, so với CPC EMEC chỉ tập trung vào Miền Trung – Tây Nguyên, và Vinasino tập trung ở miền Nam; và (2) Uy tín và vị thế lâu năm giúp công ty trong việc đấu thầu ở các tổng công ty điện lực. Hiện nay, sản phẩm của GELEX đã có mặt ở 4 trên tổng số 5 tổng công ty điện lực Việt Nam.

- b) **Mảng sản phẩm máy biến áp trung thế EPOXY**: Đây là mảng sản phẩm được chú trọng trong giai đoạn 2010-2015, và giúp cho doanh nghiệp duy trì được mức tăng trưởng doanh thu, trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ của công tơ cơ khí giảm mạnh. Máy EPOXY có tỷ trọng doanh thu từ khoảng 10% năm 2010 lên mức 50% trong năm 2015.

Tiềm năng tăng trưởng của công ty mẹ sẽ đến từ sản phẩm công tơ điện tử. Tổng số lượng công tơ cần thay thế trên toàn quốc lên tới 22 triệu công tơ. Đề án này được dự kiến thực hiện trong vòng 10 năm, tương đương với hơn 2 triệu công tơ mỗi năm. Đây là một lượng cầu dồi dào đảm bảo triển vọng trung hạn của GEX.

Tuy nhiên, biên gộp của mảng sản phẩm công tơ điện tử thấp hơn so với các sản phẩm còn lại dưới áp lực cạnh tranh. Do đó, tỷ trọng cao lên của sản phẩm này sẽ khiến mức biên gộp chung của doanh nghiệp giảm xuống. Đại diện doanh nghiệp nhận định xu hướng co hẹp biên lợi nhuận sẽ tiếp diễn, do tính cạnh tranh trên thị trường còn cao

Cập nhật các công ty con và công ty liên kết – Tăng trưởng khả quan

Công ty mẹ GELEX cùng với 3 công ty con lớn nhất đang cùng nhau đóng góp khoảng 88% doanh thu và 93% LNNT trong 2015. Trong 9 tháng đầu năm, KQKD các công ty con đều khả quan so với cùng kỳ, đã hỗ trợ đáng kể mức tăng trưởng của LNNT hợp nhất. Chúng tôi lưu ý rằng tỷ lệ sở hữu của GELEX với 1 số công ty con có thay đổi trong kỳ kế toán.

- CTCP Dây Cáp điện Việt Nam (CAV) ghi nhận 4,270 tỷ đồng doanh thu (-5%) và 243.2 tỷ đồng LNNT (+54.9% yoy) trong 9T2016. Doanh thu giảm dưới áp lực giảm giá bán đầu ra, nhưng biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể lên mức 9.8% cho 9T2016, từ mức 7.5% cùng kỳ năm ngoái nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh. Trong Q3/2016, GELEX đã nâng tỷ lệ sở hữu đối với CADIVI từ mức 65% lên mức 70%. Tham khảo [báo cáo cập nhật CADIVI](#)
- CTCP Thiết bị điện (THIBIDI) ghi nhận 1,888.8 tỷ đồng doanh thu (+31.7%) và 167.9 tỷ đồng LNNT (+50%). GEX đã thông qua kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu của THIBIDI từ mức 43.4% lên mức 70.79% và đưa doanh nghiệp này trở lại thành công ty con của GELEX
- CTCP Chế tạo điện cơ (HEM) ghi nhận 581.9 tỷ đồng (+48% yoy) và 52.3 tỷ đồng LNNT (+40% yoy)

Nhận định BSC: GELEX là doanh nghiệp có nhiều điểm mạnh về mặt cơ bản

- 1) Ngành điện là ngành được chú trọng đặc biệt, được đầu tư tiên phong để tạo điều kiện cho các ngành khác phát triển. Vì vậy, GEX có những lợi thế quan trọng khi là doanh nghiệp dẫn đầu trong một ngành trọng điểm.
- 2) Việc thay đổi chủ sở hữu vào cuối 2015 bước đầu đã có những chuyển biến tích cực lên hoạt động kinh doanh của GELEX cũng như các công ty con

- 3) GEX sở hữu một hệ thống các công ty con và công ty liên kết, đều là các doanh nghiệp đầu ngành trong chuỗi sản xuất thiết bị điện và có kinh nghiệm lâu năm. Hệ thống các công ty con và liên kết cùng hỗ trợ nhau trong công tác sản xuất, đấu thầu và nhờ vậy giữ vững vị thế dẫn đầu và thị phần rộng lớn của GEX nói chung.
- 4) Những tài sản bất động sản có giá trị thị trường cao hơn đáng kể so với giá trị sổ sách: Bên cạnh những hoạt động kinh doanh cốt lõi, GEX còn được nhiều nhà đầu tư quan tâm với quỹ đất bất động sản rộng lớn với giá trị sổ sách ở mức thấp, bao gồm Khu đất số 10, Trần Nguyên Hãn, Tòa nhà văn phòng GELEX số 52 Lê Đại Hành, Khu đất 70-72 Nam Kỳ Khởi Nghĩa – sở hữu bởi CADIVI, Khách sạn Melia Hà Nội - sở hữu 35% bởi công ty con HEM. ([Xem báo cáo cập nhật GELEX](#))

Tuy vậy, BSC lưu ý rằng sự thay đổi chiến lược của doanh nghiệp được thông qua trong đại hội cổ đông ngày 1/8/2016 ([xem báo cáo ĐHCĐ GEX](#)) tiềm ẩn nhiều rủi ro, với định hướng mở rộng sang các mảng kinh doanh hoàn toàn mới như mảng vận tải và năng lượng, có thể đưa lại rủi ro trong bước đầu thực hiện. Bên cạnh đó, việc tăng vốn cũng đi cùng với rủi ro pha loãng cổ phiếu và làm phức tạp cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

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 kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tuần. 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

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

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>

BIDV.

