

GIỮ

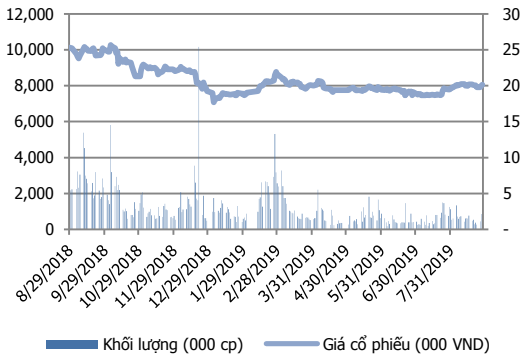
TCT CP THIẾT BỊ ĐIỆN VIỆT NAM (HSX: GEX)

Báo cáo lần đầu (28/8/2019)

Giá hiện tại	20.150 VND
Giá mục tiêu	22.500 VND
Tăng/giảm (%)	10.25%
Bloomberg	GEX VN
Vốn hóa (tỷ VND)	9.765
Biến động 52 tuần (VND)	17.700-25.600
KLGBQ 12T (000cp)	1.230
GTGBQ 12T (tỷ VND)	31
Sở hữu NĐTNN (%)	49.0%
Sở hữu NĐT NN hiện tại (%)	16.3%

Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1M	3M	12M
GEX (%)	2.2%	3.1%	-23%
VN Index (%)	-1.7%	0.5%	-1.5%

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông

Công ty TNHH Đầu tư GEX	16.26%
Nhóm MBCap	5.10%
CTCP đầu tư nước sạch và môi trường ECO&MORE	4.95%
Cổ đông khác	73.69%

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu GEX của Tổng Công ty cổ phần thiết bị điện Việt Nam theo: 1) Tình hình sản xuất kinh doanh trong lĩnh vực vật liệu và thiết bị điện vẫn tăng trưởng tốt và hiệu quả cao; 2) Các lĩnh vực hạ tầng công ty thực hiện mở rộng thông qua hoạt động M&A cũng có tình hình kinh doanh khả quan, hiệu quả tăng lên, nhất là khi hình thành chuỗi giá trị cung ứng từ sản xuất đến phân phối; 3) Giá trị tiềm năng của các bất động sản nhóm công ty đang có quyền khai thác và dự kiến chuyển đổi thành các bất động sản thương mại sẽ mang lại giá trị tăng thêm trong tương lai.

Tiêu điểm đầu tư

Quá trình cơ cấu đã được tích cực thực hiện trong 3 năm qua, đưa GELEX dần trở thành một trong những Tập đoàn đầu tư đa ngành lớn của Việt Nam.

- Trở thành nhà sản xuất và kinh doanh thiết bị điện đứng đầu cả nước: Hoạt động sản xuất và kinh doanh thiết bị và vật liệu điện tiếp tục tăng trưởng ổn định và dự kiến sẽ có bước phát triển đột phá trong những năm tới khi công ty dần hoàn thiện những mảnh ghép cuối cùng, tạo chuỗi giá trị từ các sản phẩm và vật liệu phục vụ hệ thống điện cao thế, trung thế và hạ thế - dân dụng.
- Trong khi đó, lĩnh vực hạ tầng tiện ích có sự đóng góp của các dự án phát điện mới được hoàn thiện và đi vào hoạt động ổn định như thủy điện Cannan 1&2-2018, điện mặt trời Ninh Thuận- 2019 và điện gió Quảng trị- 2022. Dự kiến đến năm 2025 tổng công suất phát điện đạt khoảng 500-600MW. Lĩnh vực nước sạch với dự án nâng công suất nhà máy nước sạch Sông Đà lên 600 nghìn m³/ngày đêm vào năm 2022 và 1,2 triệu m³ vào 2030, không dừng tại đó, công ty cũng xem xét các cơ hội đầu tư mới trong lĩnh vực này.
- Hoạt động Logistics ổn định và hứa hẹn tăng trưởng khi hưởng lợi từ kinh tế phát triển và đặc biệt là thương mại hàng hóa xuất nhập khẩu của Việt Nam tăng lên.
- Công ty cũng cho thấy tham vọng sẽ mở rộng phát triển lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp, vật liệu xây dựng, hình thành chuỗi cung ứng các sản phẩm công nghiệp cho khách hàng trong các khu công nghiệp và dân dụng. Cùng với thiết bị điện, vật liệu điện, công ty sẽ chuẩn bị những điều kiện tốt để tham gia vào thị trường bán buôn, bán lẻ điện cạnh tranh khi thị trường cho phép, đối tượng khách hàng ban đầu là các doanh nghiệp trong khu công nghiệp.

Định giá

Chúng tôi xây dựng các kịch bản hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty trong giai đoạn 2019-2023 và sử dụng các phương pháp định giá cơ bản theo chiết khấu dòng tiền FCFE, lựa chọn và so sánh PE, PB, EV/EBITDA, giá trị cổ phiếu của công ty được xác định ở mức 22.500 đồng/cổ phần. Chưa đưa vào mô hình dự báo các dự án bất động sản mà công ty sẽ thực hiện trong thời gian tới, Chúng tôi tin rằng giá trị cổ phiếu sẽ cao hơn khi các dự án này được triển khai và sẽ cập nhật, đưa thêm vào mô hình định giá khi có thêm thông tin chi tiết mới.

Rủi ro chính

Các rủi ro đặc thù lĩnh vực hoạt động của công ty như sức mua, cạnh tranh của thị trường tiêu thụ sản phẩm, biến động giá nguyên liệu đầu vào ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của công ty được nhận diện.

Rủi ro có thể bị mất cân đối nguồn vốn, chi phí vay nợ cao, hiệu quả kinh doanh giảm khi công ty liên tục gia tăng vốn nợ để tài trợ cho hoạt động đầu tư dự án, thực hiện mua bán sáp nhập các doanh nghiệp mới, cần được đánh giá và quản trị tốt hơn.

Chu Thế Huynh

Huyh.ChuThe@mbs.com.vn

Chỉ tiêu	Đơn vị	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	13,699	15,688	17,797	20,097
EBIT	Tỷ đồng	1,319	1,738	1,985	2,184
Lợi nhuận ròng	Tỷ đồng	1,283	1,154	1,347	1,610
Lợi nhuận ròng cơ bản	Tỷ đồng	1,242	1,154	1,347	1,610
EPS	Đồng	2,484	1,811	2,207	2,745
Tăng trưởng EPS	%	11%	-6%	22%	24%
P/E	Lần	9	11	9	7
EV/EBITDA	Lần	5.2	6.5	5.4	4.5
Cổ tức bằng tiền	Đồng	-	500	600	1,000
Tỷ suất cổ tức	%	0%	3%	3.1%	5.1%
P/B	Lần	1.41	1.59	1.46	1.34
ROE	%	16%	13%	14%	16%
Nợ ròng/vốn chủ sở hữu	%	43%	77%	64%	44%

Nguồn: MBS Research

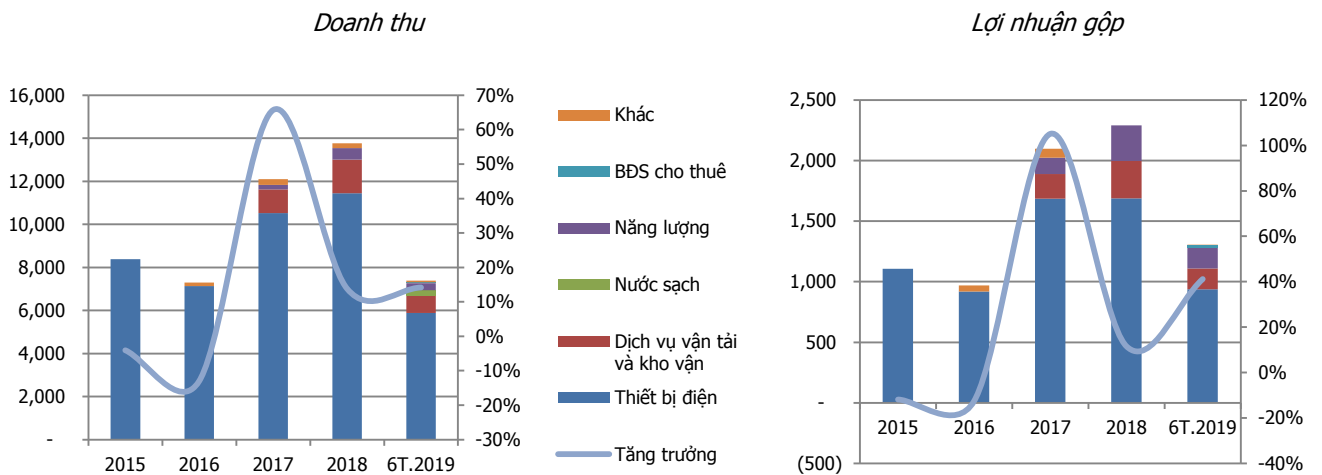
Luận điểm đầu tư

Điểm nhấn đầu tư

Lĩnh vực cốt lõi- sản xuất kinh doanh thiết bị điện có sự tăng trưởng ổn định

Hoạt động sản xuất kinh doanh của nhóm công ty liên tục phát triển ổn định trong những năm qua, sau khi mua và nắm giữ chi phối, GELEX thực hiện tái cơ cấu, sắp xếp nhóm công ty theo hướng tập trung tinh gọn, nâng cao năng lực sản xuất, tạo chuỗi giá trị trong lĩnh vực cung cấp thiết bị điện, vật liệu điện, và cuối cùng là nâng cao hiệu quả kinh doanh.

Doanh thu- Lợi nhuận nhóm



Nguồn: BCTC GEX, MBS Research tổng hợp

Doanh thu nhóm dây cáp điện và thiết bị điện đóng góp chính vào doanh thu của GELEX, chiếm trên 80% và tiếp tục có sự tăng trưởng 13.8% trong 6 tháng đầu năm 2019. Mặc dù tình hình kinh doanh có nhiều cạnh tranh, sản phẩm của công ty vẫn được tiêu thụ tốt và tăng lên trong quý II. Công ty đã hoàn thành và đưa vào vận hành nhà máy sản xuất dây cáp mới tại Đà Nẵng, nâng công suất thêm 20.000 tấn sản phẩm các loại.

Trong khi đó, nhóm tiện ích gồm điện và nước sạch tăng cũng có sự tăng trưởng mạnh với 56%, trong đó nước sạch tăng trưởng 22%, doanh thu điện trong nửa đầu năm 2018 chưa có. Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi cho rằng lĩnh vực tiện ích tiếp tục tăng tốt bởi nhu cầu thị trường ổn định và trong kỳ công ty đưa vào khai thác nhà máy điện mặt trời Ninh Thuận.

Lĩnh vực Logistic cũng có sự tăng trưởng tốt trở lại trong quý II với 23% sau khi đã có sự giảm nhẹ trong quý I, lũy kế 6 tháng đầu năm, doanh thu logistics đạt 788 tỷ đồng, tăng trưởng 8% so với cùng kỳ năm trước.

Mặc dù lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm đạt 465 tỷ đồng, giảm 8% so với cùng kỳ năm 2018, mặc dù vậy, trong kỳ 2018, công ty có khoản thu nhập tài chính lên đến 222 tỷ đồng từ đánh giá lại giá trị khoản đầu tư vào công ty con, nếu ngoại trừ khoản thu nhập này, thì lợi nhuận hoạt động cơ bản trong 6 tháng đầu năm 2019 đã tăng 37% so với cùng kỳ năm 2018.

Giá nguyên liệu giảm làm tăng hiệu quả kinh doanh

Kim loại cơ bản như đồng, nhôm, thép silic là nguyên liệu chính trong sản xuất dây cáp và thiết bị điện, chiếm 75%-80% chi phí giá vốn hàng bán. Giá các kim loại này đã giảm khá mạnh từ giữa năm

2018 do lo ngại về kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại và đặc biệt là nhu cầu tại thị trường Trung Quốc, nước tiêu thụ lớn nhất các kim loại cơ bản như đồng, nhôm, thiếc, chì.

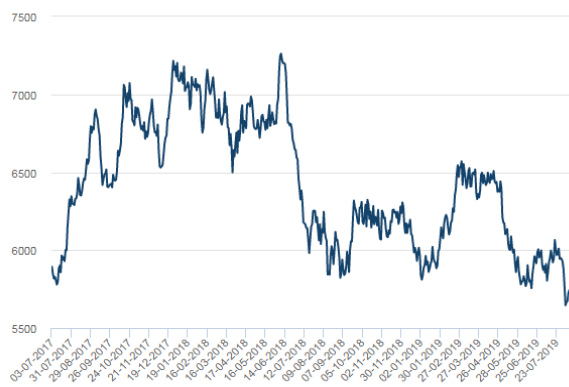
Giá đồng đã giảm mạnh từ mức 7.500usd/tấn hồi tháng 6/2018 xuống 5.900 usd/tấn và đầu năm nay và hiện đang ở mức thấp với 5.600 usd/tấn, tương đương giảm 22%.

Trong khi đó, giá nhôm còn giảm mạnh hơn khi giảm từ 2.400 usd/tấn vào tháng 5/2018 xuống mức thấp nhất hiện nay là 1.700 usd/tấn, tương đương mức giảm 29%.

Giá kim loại cơ bản ở mức thấp và tiếp tục được dự báo sẽ khó có sự tăng mạnh trở lại do những e ngại ngày càng gia tăng về cuộc chiến thương mại Mỹ Trung tiếp tục làm cho kinh tế Trung Quốc bị ảnh hưởng, nhu cầu kim loại tăng chậm.

Điều này tiếp tục có tác động tích cực đến tình hình sản xuất và hiệu quả kinh doanh của nhóm công ty dây cáp và thiết bị điện của GELEX trong những năm tới.

Giá kim loại đồng (usd/tấn)



Giá kim loại Nhôm (usd/tấn)



Nguồn: LME, MBS Research tổng hợp

Tham vọng đưa công ty trở thành nhà Tập đoàn sản xuất và kinh doanh đa ngành hàng đầu Việt Nam

Trong những năm tới, GELEX tiếp tục theo đuổi mô hình tăng trưởng bằng cách tham gia và trở thành doanh nghiệp dẫn đầu trong các lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng cao của đất nước như sản xuất công nghiệp (thiết bị điện và vật liệu xây dựng); sản xuất điện tái tạo, logistics, bất động sản khu công nghiệp và cung cấp điện nước trong khu công nghiệp, văn phòng và khách sạn cao cấp tại các thành phố nhóm I.

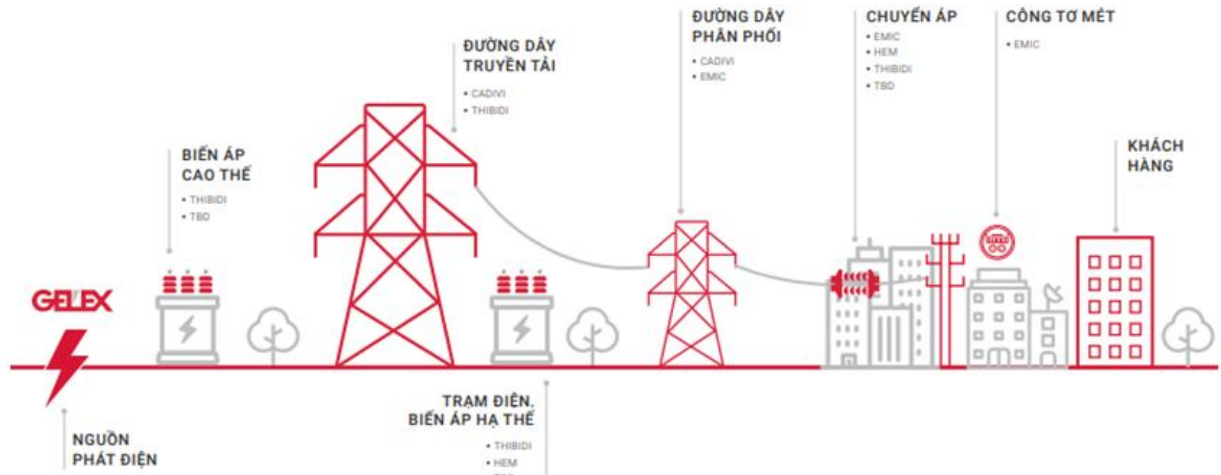
Quy mô công ty tiếp tục gia tăng khi trong 6 tháng đầu năm công ty mua vào 111,93 triệu cổ phiếu của TCT Viglacera, tương đương 24,96%, với giá trị đầu tư 2.479 tỷ đồng. Tổng tài sản tăng thêm 19% so với đầu năm và đạt 20.591 tỷ đồng.

Tiêu điểm

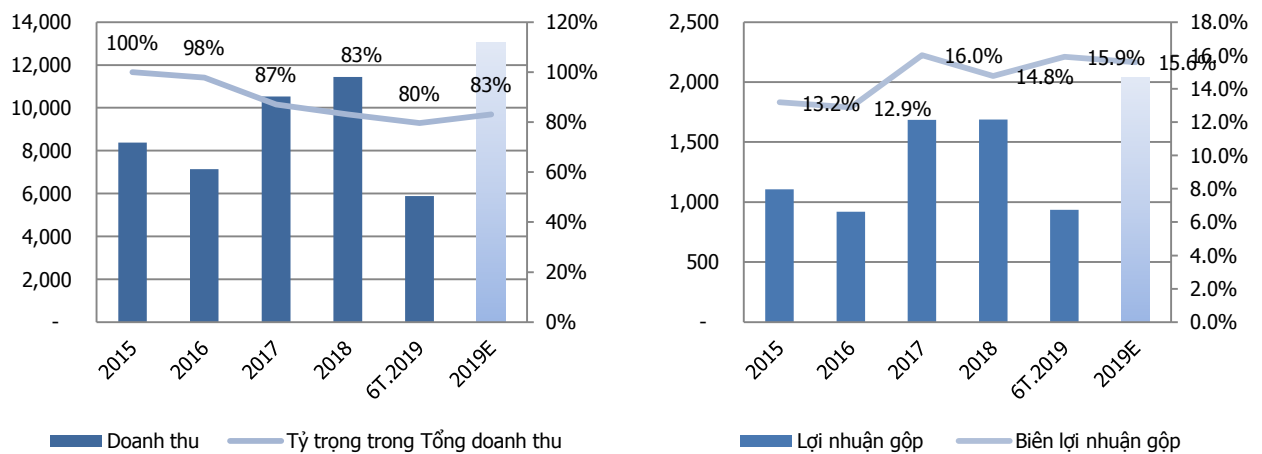
Hoàn thiện chuỗi giá trị sản xuất và kinh doanh vật liệu và thiết bị điện

GELEX trở thành nhà sản xuất và kinh doanh vật liệu, thiết bị điện hàng đầu Việt Nam thông qua việc sở hữu chi phối các doanh nghiệp sản xuất hàng đầu về dây và cáp điện là CTCP Dây và Cáp điện Việt Nam-CADIVI, CTCP Thiết bị điện Việt Nam- THIBIDI, CTCP chế tạo điện cơ Hà Nội-HEM, Tổng Công ty thiết bị điện Đông Anh-TBD. Công ty đã thành lập Công ty TNHH MTV Thiết bị điện GELEX (GELEX Electric) và cơ cấu đưa các công ty sản xuất ngày thiết bị, dây cáp điện vào GELEX Electric, tạo sự quản lý thống nhất và tạo sức mạnh tổng hợp, nâng cao hiệu quả sản xuất, kinh doanh

Sản phẩm của nhóm sản xuất công nghiệp trải rộng trong lĩnh vực điện năng, từ dây dẫn, máy biến áp, thiết bị đo đếm và động cơ điện, đây đều là những sản phẩm của các đơn vị sản xuất có uy tín hàng đầu trên thị trường trong nước hiện nay.



Doanh thu và lợi nhuận gộp lĩnh vực Thiết bị điện



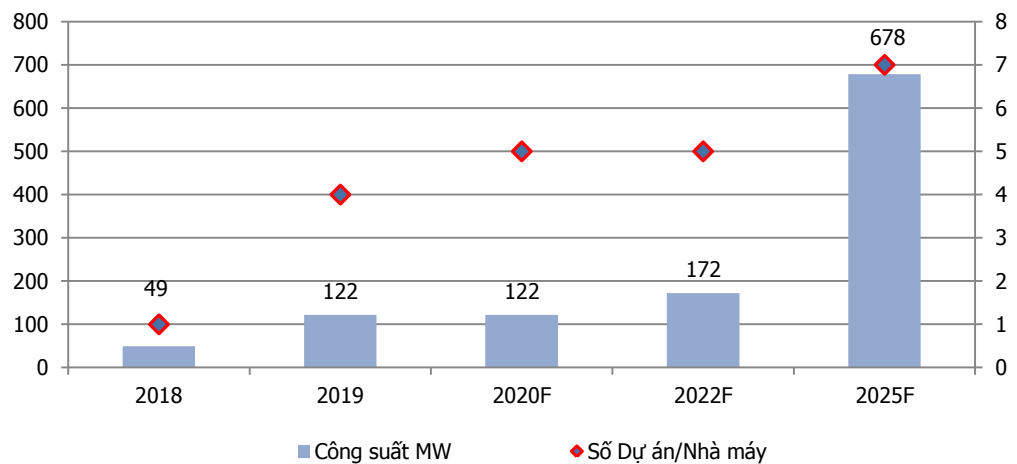
Nguồn: GEX, MBS Research tổng hợp

Mở rộng lĩnh vực hạ tầng tiện ích thông qua hoạt động đầu tư và M&A

Đây là lĩnh vực GELEX đặc biệt quan tâm và đã thực hiện những bước đi ổn định chắc chắn trong thời gian qua. Công ty thành lập Công ty TNHH MTV Năng lượng GELEX (GELEX Năng lượng) để quản lý và vận hành nhóm công ty này gồm điện năng và nước sạch.

Đối với lĩnh vực điện năng, đến nay công ty đã đưa vào vận hành các nhà máy Thủy điện Sông Bung 4A công suất 49MW, nhà máy thủy điện Canan 1&2 công suất 25MW, dự án điện mặt trời Bình Thuận 50MW và đang tập trung thực hiện đầu tư dự án điện gió GELEX-Hướng Phùng 1 với công suất 50MW.

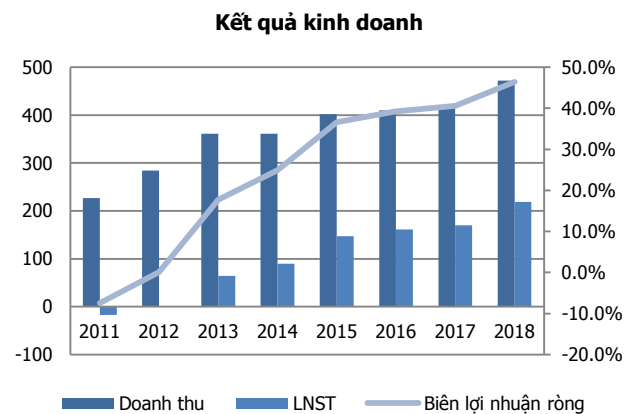
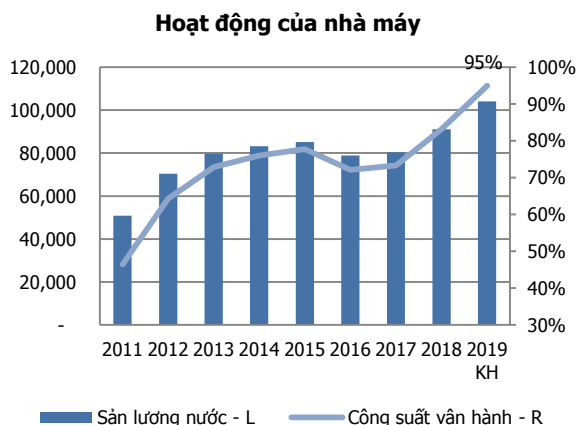
Dự kiến công ty sẽ tiếp tục đầu tư các dự án năng lượng tái tạo khác tại Quảng Trị, Bình Phước để đến 2025, công suất phát điện các nhà máy đạt từ 350-500MW.



Nguồn: BCTN GEX, MBS Research tổng hợp

Đối với lĩnh vực nước sạch, Công ty đang thực hiện đầu tư vào CTCP nước sạch Sông Đà (VCW), đây là đơn vị quản lý vận hành nhà máy nước sạch lớn nhất tại Hà Nội với công suất 300.000 m³/ngày đêm, cung cấp nước sạch cho khu vực phía Tây Nam Hà Nội và sẽ tiếp tục mở rộng theo chuỗi đô thị Miếu Môn – Xuân Mai - Hòa Lạc - Sơn Tây, công suất nhà máy đang ngày càng tăng lên với tỷ lệ 95% công suất thiết kế

Kết quả kinh doanh của VCW ngày càng tăng lên khi thị trường tiêu thụ ngày càng tăng lên. Dự kiến đến 2020 nhà máy sẽ hoạt động với 100% công suất thiết kế.



Nguồn: Viwasupco, MBS Research tổng hợp

Nhà máy cũng đang trong giai đoạn đầu tư nâng công suất lên 600.000 m³/ngày đêm, bao gồm 2 dự án thành phần: 1) xây dựng hệ thống truyền tải, phân phối số 2 và 2) Xây dựng các hạng mục nhà máy để nâng công suất sản xuất lên 600.000 m³/ngày đêm, gấp đôi hiện tại.

Dự án xây dựng hệ thống truyền tải phân phối số 2 đang tích cực thực hiện, dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2021, khi đó năng lực sản xuất hiện tại của nhà máy sẽ đạt 100% và đảm bảo cung cấp nước liên tục cho nhu cầu khách hàng đang ngày càng tăng lên tại phía Tây Hà Nội.

Dự án thành phần nâng công suất nhà máy sẽ được xây dựng và thực hiện trong giai đoạn 2020-2024, đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng lên của khách hàng, mở rộng thị trường cấp nước cho các chuỗi đô thị Sơn Tây- Hòa Lạc- Xuân Mai-Miếu Mên.

Trong chiến lược phát triển dài hạn, đến năm 2050, dự kiến sản lượng của nhà máy sẽ đạt mức 1.500.000 m³/ngày đêm theo Quyết định số 499/QĐ-TTg ngày 21/3/2013 của Thủ tướng Chính phủ về việc Phê duyệt quy hoạch cấp nước thủ đô Hà Nội đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050.

Phát triển lĩnh vực logistic

Lĩnh vực hoạt động dựa trên nòng cốt là CTCP kho vận Miền Nam- Sotrans khi đang quản lý và vận hành ICD Sotrans với diện tích hơn 10ha, công suất xếp dỡ là 450 nghìn TEU, hệ thống kho bãi trải rộng tại Tp Hồ Chí Minh và các tỉnh Đông Nam bộ với 230 nghìn m² nhà kho và tiếp tục có kế hoạch tăng thêm đạt 400 nghìn m³ trong những năm tới. Quản lý lĩnh vực hoạt động này là **Công ty TNHH MTV GELEX Logistics**.

Trong khi đó, tại Sowatco, công ty con của Sotrans, cũng đang quản lý và vận hành cảng Sowatco Long Bình, Q9, Tp Hồ Chí Minh với quy mô 20ha, 3 cầu tàu có thể tiếp nhận tàu, xà lan 5.000DWT. Với trị trí cảng nằm sâu trong đất liền trên sông Đồng Nai, cho phép Long Bình phát triển trong dài hạn khi các ICD tại khu vực Trường Thọ - Thủ Đức phải di dời trong chiến lược phát triển đô thị của Tp Hồ Chí Minh.

Công ty cũng thông qua liên doanh sở hữu 37% tại CTCP Tiếp vận số 1 là đơn vị vận hành Cảng VICT tại khu chế xuất Tân Thuận. Đây là cảng lớn được đầu tư các thiết bị xếp dỡ hiện đại với công suất lớn 26Cont/giờ.

Hệ thống cảng và kho bãi

Cảng ICD Sotrans	Cảng Sowatco Long Bình	Cảng Container quốc tế (VICT)	Cảng Container quốc tế Sài Gòn (SPCT)& Cảng Cần Thơ
- Diện tích 10ha tại Thủ Đức.	- 20ha tại Q9, Tp HCM	- 20 ha tại Q7, Tp HCM	Hợp tác đầu tư
- Khai thác 450.000 Teus/năm	- 3 cầu cảng có thể tiếp nhận tàu, xà lan đến 5.000 DWT	- Có thể tiếp nhận tàu 10.000 DWT. - Xếp dỡ 500.000 Teus/năm	

Hệ thống kho chính	Diện tích (m ²)
Khu Thủ Đức- TP HCM	35.000
Kho Hưng Điền- Bình Chánh- Tp HCM	30.000
Kho Phước Long-Q9- Tp HCM	15.000
Kho Phú Mỹ- BRVT	50.000
Kho Sotrans Long An	10.000

Kho Long Bình- Biên Hòa- Đông Nai	22.000
Các kho khác tại Bình Dương, Cần Thơ, Hà Nội, Tp HCM	70.000
Tổng	232.000

Nguồn: GEX, SOWATCO, SOTRANS, MBS Research tổng hợp

Bên cạnh đó là hoạt động vận tải đường bộ, đường sông, vận tải đa phương thức, siêu trường siêu trọng của các đơn vị trong nhóm như Vietranstimex, Sowatco,

Bất động sản tiềm năng mang lại giá trị thặng dư lớn

Lĩnh vực bất động sản đang được hình thành dựa trên những tài sản bất động sản công ty đang sở hữu, quản lý và vận hành.

Thành lập Công ty TNHH MTV GELEX Land (GELEX Land) trong quá trình tái cấu trúc để tập trung các hoạt động đầu tư phát triển và kinh doanh bất động sản về một đơn vị quản lý nhằm nâng cao hiệu quả những dự án hiện tại, có chiến lược phát triển phù hợp các dự án tiềm năng khác, tăng giá trị công ty trong dài hạn.

GELEX Tower - 52 Lê Đại Hành Đây là dự án xây dựng trụ sở làm việc kết hợp văn phòng cho thuê của GELEX tại diện tích đất 1.937 m2 ở địa chỉ số 52 Lê Đại Hành, Hà Nội. Dự án hoàn thành và đưa vào sử dụng từ năm 2014 với tổng diện tích xây dựng là 18.289 m2 với 3 tầng hầm và 22 tầng nổi.

Khách sạn Melia Hà Nội GELEX hiện sở hữu 76,11% Công ty cổ phần Chế tạo điện cơ Hà Nội (HEM), HEM sở hữu 35% Công ty liên doanh SAS-CTAMAD - chủ đầu tư của Tổ hợp Khách sạn Melia Lý Thường Kiệt. Đây là tổ hợp gồm khách sạn và văn phòng cho thuê, tọa lạc tại vị trí 44B Lý Thường Kiệt, trung tâm tài chính và ngoại giao của Hà Nội. Khách sạn Melia là khách sạn 5 sao, đẳng cấp quốc tế, nơi đây đã từng tiếp đón nhiều nguyên thủ quốc gia đến từ nhiều nước. Tòa nhà văn phòng HCO hiện đang được nhiều công ty nổi tiếng thế giới sử dụng.

Khách sạn Bình Minh - Số 10 Trần Nguyên Hãn - Hà Nội Khách sạn Bình Minh nằm tại vị trí số số 10 Trần Nguyên Hãn và 27- 29 Lý Thái Tổ, đây là vị trí trung tâm tại quận Hoàn Kiếm, Hà Nội. Hiện Khách sạn vẫn đang hoạt động, tuy nhiên GELEX đã xây dựng Dự án phát triển tổ hợp Tổ hợp Khách sạn, Dịch vụ Thương Mại, Văn phòng cho thuê đạt tiêu chuẩn quốc tế 5 sao với tổng diện tích đất lập dự án là 9.934 m2, dự kiến khởi công sau khi hoàn chỉnh thủ tục pháp lý trong đầu năm 2020.

Nhóm công ty cũng quản lý và khai thác một số khu đất trong hoạt động kinh doanh kho cảng, sản xuất nằm trong khu vực nội đô và theo chiến lược phát triển của thành phố Hồ Chí Minh, Hà Nội là cần phải di dời ra bên ngoài nhường chỗ cho phát triển đô thị, chúng tôi nhận thấy một vài vị trí khả quan là khu đất tại Cầu Diễn- Nam Từ Liêm- Hà Nội mà HEM đang quản lý có diện tích gần 4ha, hay khu đất ICD Sotrans 10ha cũng nằm trong chương trình phải di dời. Dài hạn, với chiến lược phát triển, công ty có thể phát triển những khu đất sản xuất này thành đất thương mại.

Hiện tại, các dự án đầu tư bất động sản của công ty vẫn trong giai đoạn chuẩn bị hồ sơ về thủ tục đầu tư xây dựng, cũng như đánh giá lựa chọn phương án đầu tư, thời điểm đầu tư để đảm bảo đạt được hiệu quả cao. Chúng tôi đánh giá chiến lược này là phù hợp với giai đoạn hiện nay khi công ty đang ưu tiên tập trung nguồn lực cho các hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi.

Phát triển lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp, cung cấp dịch vụ vật liệu xây dựng, năng lượng, nước sạch, xử lý nước cho các khách hàng doanh nghiệp

Lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp tại Việt Nam đang phát triển rất mạnh nhờ vào quá trình phân công lại sản xuất toàn cầu dẫn đến sự dịch chuyển sản xuất cùng với sự hội nhập kinh tế ngày càng sâu rộng của Việt Nam. Cơ hội với các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp đang ngày càng

trở lên sáng sủa hơn khi cuộc chiến thương mại giữa hai nền kinh tế lớn nhất thế giới Mỹ- Trung Quốc đang ngày càng gay gắt và chưa có hồi kết.

Nhằm nắm bắt tiềm năng này cũng như hoàn thiện lĩnh vực hạ tầng, GELEX định hướng sẽ phát triển thêm lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp, bao gồm cả hoạt động đầu tư nhà ở xã hội, nhằm tạo điều kiện ổn định cuộc sống cho người lao động tại khu công nghiệp, góp phần tăng sự hấp dẫn của các khu công nghiệp, đồng thời góp phần vào công tác an sinh xã hội.

Cùng với việc phát triển lĩnh vực bất động sản công nghiệp có kèm theo nhà ở xã hội nêu trên, GELEX cũng định hướng mở rộng thêm lĩnh vực sản xuất vật liệu xây dựng trong mảng công nghiệp, từ đó giúp hoàn thiện hệ sinh thái của GELEX. Việc mở rộng hoạt động kinh doanh trên có thể được thực hiện theo hình thức đầu tư dự án hoặc mua bán, sáp nhập các doanh nghiệp tiềm năng trong lĩnh vực này hoặc các hình thức khác đảm bảo hiệu quả.

Công ty và nhóm công ty đang sở hữu 25% vốn tại Tổng Công ty Viglacera (VGC), công ty sẽ tiếp tục tăng sở hữu tại VGC khi nhà nước thoái vốn

Nhận diện các rủi ro chính

Với đặc thù hoạt động trên nhiều lĩnh vực chủ lực của nền kinh tế, GELEX và các công ty thành viên cũng chịu sự tác động của những rủi ro đặc thù trong từng lĩnh vực kinh doanh. Mảng sản xuất thiết bị điện của Công ty chịu tác động lớn từ thị trường tiêu thụ khi sản phẩm có liên hệ trực tiếp với sự phát triển của ngành điện, ngành xây dựng giá nguyên vật liệu đầu vào. Cùng với đó là biến động giá nguyên vật liệu cơ bản chiếm tỷ lệ chi phí cao trong giá thành sản phẩm như đồng, nhôm, hạt nhựa từng thời điểm tác động mạnh đến kết quả kinh doanh của công ty. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng với thương hiệu, uy tín và chất lượng sản phẩm của công ty được xây dựng trong hơn 40 năm qua, sản phẩm của công ty sẽ ít bị ảnh hưởng và là cơ hội để công ty mở rộng sang các phân khúc khác trong hệ thống, đẩy mạnh phát triển thị trường xuất khẩu.

Mảng kinh doanh điện nước và năng lượng của Công ty là mảng kinh doanh ổn định, tuy nhiên phụ thuộc nhiều vào yếu tố thiên nhiên. Đặc biệt là mảng năng lượng điện khi sản lượng thủy điện, điện mặt trời hay điện gió đều biến động tùy thuộc vào các yếu tố như lượng mưa, sức gió hay bức xạ nhiệt vốn không thể đo lường và dự báo chính xác.

Mảng logistics chịu sự tác động rủi ro đặc thù liên quan đến chuỗi giá trị trong ngành. Theo đó, hoạt động logistics chuyên nghiệp đòi hỏi phải tích hợp được hàng loạt các dịch vụ vận tải giao nhận thông quan hàng hóa xuất nhập khẩu thành một chuỗi liên tục để đảm bảo hàng hóa được vận chuyển trọn gói từ nhà sản xuất - vận tải - người tiêu dùng, tuy nhiên thị trường Việt Nam chưa thể đáp ứng. Cơ sở hạ tầng cho dịch vụ logistics cũng chưa hoàn chỉnh. Đặc biệt, do đặc thù ngành áp dụng cước phí dịch vụ chủ yếu bằng ngoại tệ, vì vậy thường xuyên phải đối mặt với rủi ro biến động tỷ giá, ảnh hưởng nhất định đến kết quả kinh doanh.

Ngành bất động sản với đặc thù là giá trị lớn, cần nhiều thời gian triển khai và nhu cầu huy động vốn lớn cũng chịu nhiều rủi ro. Bên cạnh những rủi ro Kinh tế và pháp lý đã đề cập, dự án bất động sản cũng có phải chịu những rủi ro như biến động về nhu cầu đối với dự án và rủi ro về biến động chi phí triển khai dự án (do thời gian triển khai kéo dài), rủi ro về khả năng huy động vốn triển khai dự án của Chủ đầu tư,...

Ngoài những rủi ro mang tính đặc thù chung của ngành, Chúng tôi nhận thấy rủi ro khác công ty có thể gặp phải trong quá trình mở rộng đầu tư, phát triển sang các lĩnh vực mới với nhu cầu vốn lớn sẽ gia tăng nợ vay, nếu không được kiểm soát tốt, cơ cấu nguồn vốn có thể bị mất cân đối, hoạt động của công ty sẽ gặp nhiều khó khăn, tính bền vững giảm và chi phí vốn tăng mạnh sẽ tác động trực

tiếp đến lợi nhuận của công ty. Từ đây cho thấy, công ty cần tìm kiếm những nguồn vốn dài hạn, chi phí phù hợp để tạo thế cân bằng ổn định trong hoạt động. Việc gia tăng vốn chủ sở hữu cũng được xem xét và cân bằng với kết quả kinh doanh hàng năm.

Dự phóng và định giá

Chúng tôi dự báo hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty sẽ tiếp tục có sự tăng trưởng trong những năm tới tại tất cả các lĩnh vực, trong đó lĩnh vực hạ tầng tiện ích tăng mạnh trong các năm tới nhờ hoạt động đầu tư dự án gia tăng. Lĩnh vực sản xuất dây cáp và thiết bị điện cũng có sự gia tăng nhờ năng lực sản xuất được đầu tư thêm trong năm 2018-2019 và thị trường ngành điện tiếp tục tăng trưởng.

Hoạt động M&A cũng sẽ được công ty thực hiện trong thời gian tới trong các lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp và vật liệu xây dựng, trong khi tiếp tục hoàn thiện khép kín chuỗi sản xuất kinh doanh thiết bị điện qua việc mua chi phối TCT CP Thiết bị điện Đông Anh. Mặc dù vậy, quá trình thoái vốn của nhà nước tại các doanh nghiệp này đến nay là chưa có thêm thông tin, chúng tôi sẽ điều chỉnh các giả định khi việc đầu tư đạt được những mục tiêu chắc chắn hơn.

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019E	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	Tỷ đồng	13,699	15,688	17,797	20,097	22,001	24,069
Thiết bị điện	Tỷ đồng	11,441	13,043	14,869	16,951	18,646	20,510
Nước sạch	Tỷ đồng	472	473	474	475	476	477
Sản xuất điện	Tỷ đồng	54	230	345	380	380	380
Logistics	Tỷ đồng	1,573	1,699	1,835	1,982	2,140	2,311
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	2,216	2,836	3,231	3,591	3,910	4,248
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	542	613	633	523	458	393
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	347	396	449	507	555	607
Chi phí quản lý	Tỷ đồng	644	706	801	904	990	1,083
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	1,533	1,358	1,585	1,894	2,144	2,401
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	1,283	1,154	1,347	1,610	1,822	2,041
Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ	Tỷ đồng	942	884	1,077	1,340	1,552	1,771
Thu nhập mỗi cổ phần	Đồng	2,318	1,811	2,207	2,745	3,179	3,627
Giá trị sổ sách cổ phiếu	Đồng	13,830	12,274	13,328	14,519	15,145	15,720

Nguồn: GEX, MBS Research

Định giá

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE để định giá cổ phiếu GEX dựa trên những giả định về tình hình hoạt động của công ty trong những năm tới đến 2023, các dự án đầu tư mới trong giai đoạn này như dự án nâng cấp nhà máy nước, dự án điện mặt trời Ninh Thuận. Trong khi đó, như đề cập, chúng tôi chưa đánh giá việc công ty tiếp tục mua cổ phần chi phối tại Viglacera.

Các giả thiết về nhu cầu dòng tiền đầu tư được dự báo tăng lên khi công ty tiếp tục gia tăng các lĩnh vực kinh doanh, công ty cũng tiếp tục tìm kiếm và gia tăng các khoản vốn vay để thực hiện đầu tư dự án trong kỳ.

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu được xác định ở mức 13.26% dựa trên lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm phát hành tại thời điểm quý II.2019 và phần bù rủi ro cổ phiếu là 9%.

Kết quả là giá trị cổ phiếu của công ty đạt mức 22.750 đồng/cổ phần.

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	%	13.26%
Tăng trưởng dòng tiền thuần sau 2023	%	2.00%

Hiện giá dòng tiền tự do giai đoạn 2019E - 2023F	Tỷ đồng	4.652
Hiện giá dòng tiền tự do sau năm 2023F	Tỷ đồng	13.967
Tiền và tương đương tiền cuối năm 2019	Tỷ đồng	1.006
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	19.625
Vay và nợ cuối năm 2019	Tỷ đồng	8.517
Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	11.108
Số lượng cổ phần	Cổ phần	488.244.000
Giá trị mỗi cổ phần	Đồng	22.752

Định giá theo phương pháp so sánh:

Chúng tôi thực hiện lựa chọn các doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh trong nước và khu vực để so sánh nhằm tìm kiếm ra mức giá hợp lý cổ phiếu của công ty, kết quả là:

Mã cổ phiếu	Tên Công ty	Quốc gia	Market Cap (triệu usd)	P/E	P/B	EV/EBITDA T12M
KCE TB Equity	KCE ELECTRONICS PUB CO LTD	Thailand	605.04	13.62	1.60	8.85
GETD IN Equity	GE T&D INDIA LTD	India	557.33	19.48	2.90	9.50
HEG IN Equity	HEG LTD	India	516.76	1.29	1.00	0.80
KEII IN Equity	KEI INDUSTRIES LTD	India	515.11	19.90	4.64	8.98
VSI MK Equity	V.S. INDUSTRY BERHAD	Malaysia	496.93	14.66	1.46	8.91
GEX VN Equity	VIETNAM ELECTRICAL EQUIPMENT	Vietnam	425.03	8.93	1.67	8.96
ANS PM Equity	SORIANO (A) CORP	Philippines	338.79	5.08	0.89	2.17
UCHI MK Equity	UCHI TECHNOLOGIES BHD	Malaysia	297.25	17.56	7.47	15.68
CCET TB Equity	CAL-COMP ELECTRONICS THAILAN	Thailand	266.01	14.51	0.51	5.93
Trung bình			446.47	12.78	2.46	7.75

Nguồn: Bloomberg, MBS Research tổng hợp

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (VND)
FCFE	22.750
PE	21.955
PB	22.461
EV/EBITDA	22.684
Giá Mục tiêu	22.463

Phân tích cạnh tranh

Thị trường và cơ hội phát triển của GELEX

Thị trường ngành điện trong nước phát triển mạnh trong những năm qua, trong lĩnh vực nguồn điện, trong 10 năm qua, nguồn điện đã tăng từ mức 20GW lên xấp xỉ 45GW đến giữa năm 2019. Trong chiến lược phát triển, sẽ tiếp tục đạt mức 96.5 GW đến năm 2025 và 129.5GW đến năm 2030.

Đối với lĩnh vực truyền tải điện, số lượng đường dây liên tục tăng lên, các dự án phân phối và truyền tải được đầu tư mang dòng điện đến các tỉnh thành, rừng núi, hải đảo, tạo cơ sở phát triển kinh tế trong những năm qua.

Nhu cầu sử dụng dây và cáp điện tăng trưởng mạnh, từ các sản phẩm cho đường dây truyền tải cao thế, trung thế và hạ thế đều có mức tăng trưởng khả quan cùng sự phát triển của các ngành kinh tế như điện năng, xây dựng bất động sản và đặc biệt là công nghiệp sản xuất chế biến.

Hạng mục	Đơn vị	2016-2020	2021-2025	2026-2030
Công suất đặt	GW	60	96.5	129.5
Trạm 500KV	MVA	26,700	26,400	23,550
Trạm 220KV	MVA	34,966	33,888	32,750
Đường dây 500KV	Km	2,746	3,592	3,714
Đường dây 220KV	Km	7,488	4,076	3,435

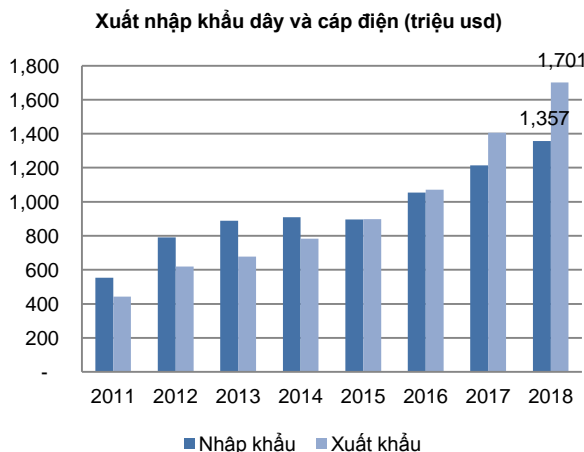
Nguồn: Quy hoạch điện VII, MBS Research tổng hợp

Nhu cầu vốn đầu tư cho lưới điện

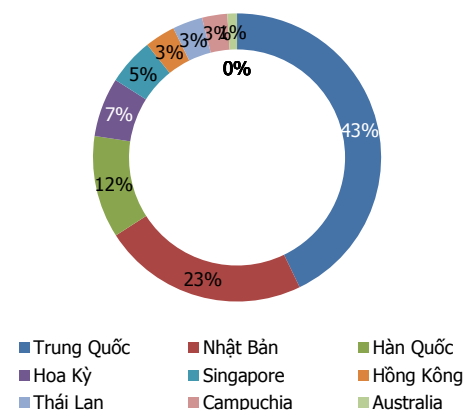
Chỉ tiêu	Đơn vị	2016-2020	2021-2030
Tổng nguồn vốn đầu tư	Tỷ usd	40	108
Vốn dành cho lưới điện	Tỷ usd	10	27
Tỷ lệ	%	25	25
Trung bình năm	Tỷ usd	2.00	2.70

Nguồn: Quy hoạch điện VII, MBS Research tổng hợp

Đối với thị trường xuất khẩu, các doanh nghiệp trong nước cũng nỗ lực tìm kiếm, phát triển các thị trường nước ngoài để đẩy mạnh việc tiêu thụ sản phẩm ra thị trường quốc tế. Giá trị xuất khẩu mặt hàng dây và cáp điện liên tục tăng trưởng tốt những năm qua.



Những thị trường chính Nhập khẩu dây và cáp điện của Việt Nam



Nguồn: GSO, MBS Research tổng hợp

Hiện nay, Cadivi là một trong số ít doanh nghiệp có thể xuất khẩu vào 2 thị trường khó tính là Nhật và Mỹ.

Hoạt động kinh doanh chính của Cadivi hiện nay là sản xuất các loại dây và cáp điện phục vụ cho các ngành kinh tế quốc dân cũng như nhu cầu sử dụng điện trong sinh hoạt thường ngày và cho xuất khẩu. Trong những năm qua, sản phẩm dây và cáp điện mang nhãn hiệu Cadivi luôn được khách hàng đánh giá cao về chất lượng. Cadivi tổ chức được hơn 200 đại lý cấp 1, sản phẩm đã được xuất sang hơn 30 nước trên thế giới. Hiện nay, Cadivi là một trong số ít doanh nghiệp có thể xuất khẩu vào 2 thị trường khó tính là Nhật và Mỹ, nơi đòi hỏi sản phẩm điện phải có chất lượng và chuẩn kỹ thuật cao. Trong năm 2019, mục tiêu xuất khẩu của Cadivi là phát triển khách hàng mới, tập trung phát triển thị trường Úc, đồng thời tiếp tục chú trọng vào việc nhận đơn hàng đối với thị trường Mỹ, Myanmar, Campuchia. Đồng thời, tiếp tục phát triển mở rộng tìm kiếm thêm khách hàng khác trong nước và ngoài nước. Tổng đầu tư năm 2019 khoảng 1.000 tỉ đồng cho nhà máy Sài Gòn và khu tổ hợp nhà máy Long Thành diện tích 6,5ha.

Năng lực sản xuất của Cadivi là 120.000 tấn dây đồng, nhôm các loại, và 20.000 tấn nhựa PVC, với các dự án đầu tư, năng lực sản xuất của các nhà máy tiếp tục tăng lên.

Trong khi đó, thị trường thiết bị điện mà cụ thể là nhóm máy biến áp (MBA), động cơ điện cũng được các chuyên gia ngành đánh giá tiếp tục có sự tăng trưởng nhờ nhu cầu từ phát triển mạng lưới truyền tải và phân phối điện quốc gia, và đặc biệt là thị trường các doanh nghiệp sản xuất chế biến phát triển mạnh trong những năm qua và thời gian tới đây.

Những mảnh ghép cuối cùng đang dần hình thành bức tranh về chuỗi giá trị khép kín khi công ty tiếp tục chiến lược mua lại những doanh nghiệp đầu ngành và sắp xếp lại cho phù hợp. Ở mảng thiết bị điện, THI sẽ là đơn vị cung cấp các máy biến áp phân phối trong khi TBD DA sẽ là đơn vị cung cấp các sản phẩm MBA truyền tải công suất lớn đến 500KV, HEM sẽ là đơn vị sản xuất và cung cấp các động cơ điện.

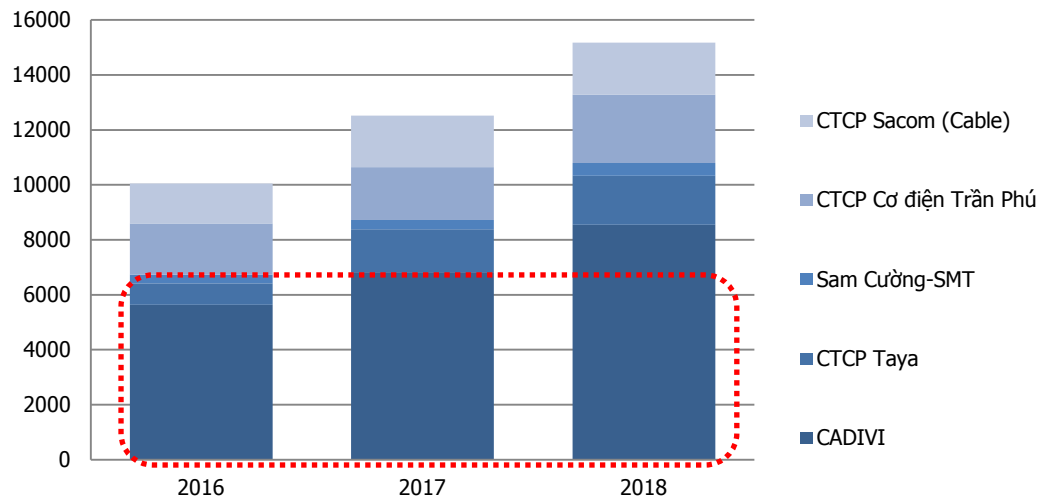
Chiến lược phát triển ngành thiết bị điện đến năm 2020, tầm nhìn 2025 của Nhà nước đã xác định mục tiêu phát triển đến năm 2025, Việt Nam có thể sản xuất và cung ứng trọn bộ thiết bị điện trong các công trình đường dây điện và trạm biến áp. Đây là cơ sở để nhà nước có những chính sách khuyến khích, hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước đầu tư phát triển các công nghệ hiện đại trong sản xuất sản phẩm cung ứng cho thị trường.

Dây cáp điện là ngành có tốc độ tăng trưởng nhanh, cùng với xu thế đô thị hóa và nhu cầu sử dụng điện ngày càng tăng cao ở Việt Nam cũng như trên thế giới. Kim ngạch xuất nhập khẩu dây cáp điện tăng trưởng trung bình lần lượt 21% và 18%.

Về sản xuất trong nước, hiện tại ở Việt Nam có trên 200 công ty đang sản xuất mặt hàng dây cáp điện với cơ cấu đa dạng, gồm các công ty nhà nước, cổ phần, tư nhân và các doanh nghiệp FDI. Một số doanh nghiệp lớn trong ngành: Cadivi, Cadisun, cơ điện Trần Phú, LG Vina Cable, Taya Vietnam.

Dây cáp điện nhập khẩu của Việt Nam chủ yếu là các loại cáp đặc biệt, cáp cao thế trong nước chưa sản xuất được. Do khác phân khúc nên sức ép cạnh tranh của hàng nhập khẩu được đánh giá là không nhiều.

Doanh thu dây và cáp điện một số doanh nghiệp lớn

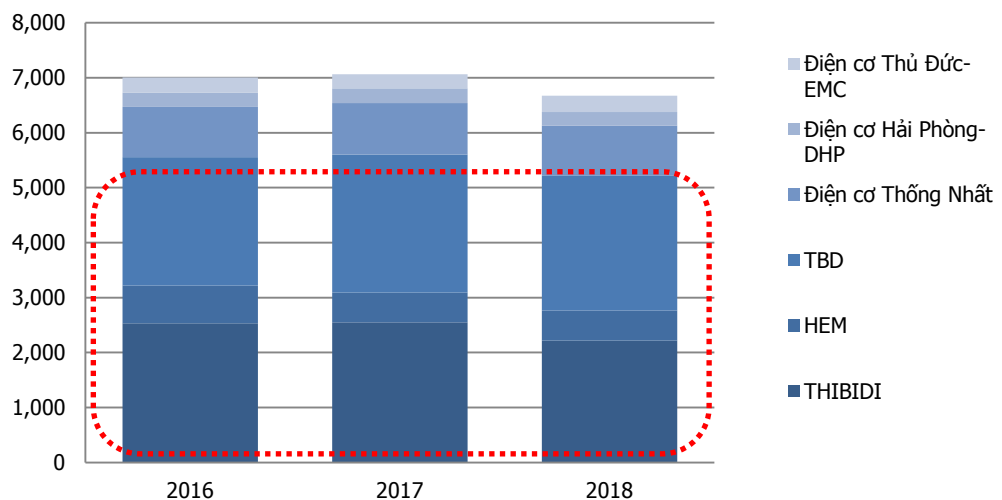


Nguồn: BCTC doanh nghiệp, MBS Research tổng hợp

Đôi với sản phẩm thiết bị điện

GEX tập trung vào lĩnh vực sản xuất máy biến áp, khí cụ điện, thiết bị đo đếm điện... trong chiến lược phát triển, công ty sẽ tiến tới thu tóm và gia tăng quy mô dựa trên nền tảng về 3 đơn vị dẫn đầu trong nước là CTCP Thiết Bị điện, CTCP Cơ điện Hà Nội, TCT CP Thiết bị điện Đông Anh. Sản phẩm máy biến áp sẽ có thị trường rộng lớn với khả năng cung cấp các sản phẩm từ truyền tải, phân phối đến điện nhà máy, dây dưng.

Doanh thu thiết bị điện



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, MBS Research tổng hợp

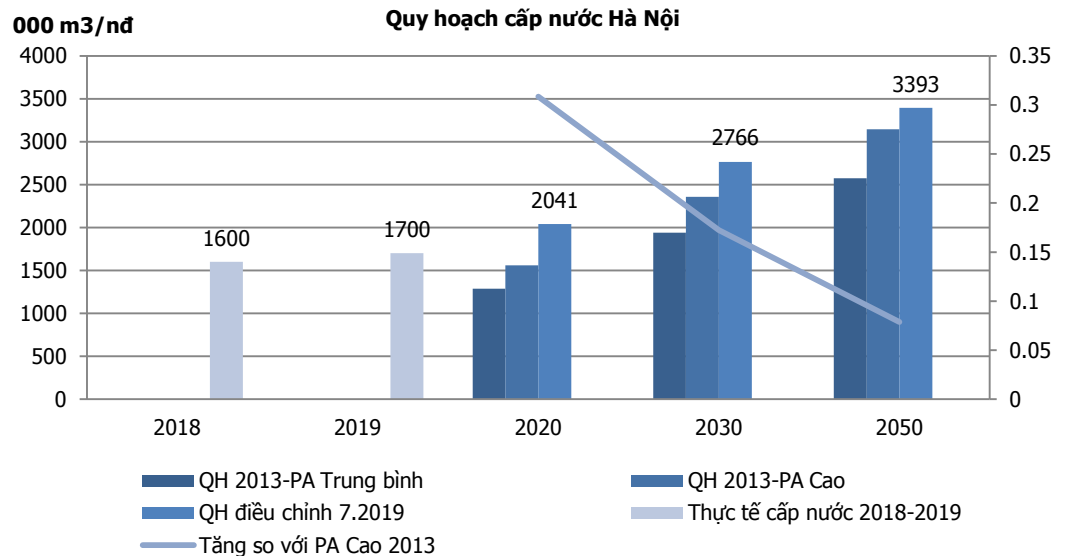
Trong nhóm các doanh nghiệp sản xuất thiết bị điện cho truyền tải, đo đếm, động cơ điện đã niêm yết, GEX đã sở hữu 2 đơn vị mạnh nhất là Thibidi và Hem và tiếp tục kế hoạch tăng sở hữu tại TBD khi nhà nước thoái vốn trong thời gian tới, hiện GEX đã sở hữu 25% của TBD

Lĩnh vực hạ tầng tiện ích

Lĩnh vực phát triển nguồn điện như đã phân tích ở trên, tiếp tục có sự tăng trưởng mạnh mẽ đến 2030 cùng với tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Công ty lựa chọn các dự án đầu tư năng lượng tái tạo như điện mặt trời, điện gió theo xu hướng phát triển bền vững ít ảnh hưởng đến môi trường dựa trên sự phát triển của khoa học công nghệ tiên tiến, phù hợp với sự phát triển của thời đại.

Về lĩnh vực nước sạch, theo Quy hoạch cấp nước Thủ đô đến 2030, tầm nhìn 2050 được phê duyệt năm 2013, nhu cầu nước sạch đến 2020 là 1,56 triệu m³/ngày đêm, đến năm 2030 là 2,36 triệu m³/ngày đêm và đến 2050 là 3,14 triệu m³/ngày đêm.

Tuy vậy, với tốc độ tăng trưởng kinh tế tốc độ đô thị hóa nhanh, mới đây, Hà Nội đưa ra đề án điều chỉnh quy hoạch cấp nước Thủ đô, trong đó, nhu cầu nước sạch đến 2020 dự kiến là 2,04 triệu m³/ngày đêm, với lượng nước trung bình cho cư dân trung tâm là 160-180 lít/người/ngày đêm, với cư dân ngoại thành là 120 lít/người/ngày đêm, tỷ lệ sử dụng trung tâm là 100% và ngoại thành là khoảng 78%, và đến 2030 là khoảng 2,77 triệu m³/ngày đêm.



Nguồn: UBND Tp Hà Nội, MBS Research tổng hợp

Về điều chỉnh quy hoạch sử dụng nguồn nước, để đáp ứng nhu cầu dùng nước của TP giai đoạn đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050, cả hai nguồn nước mặt và nước ngầm đều được sử dụng. Tuy nhiên, ưu tiên khai thác nguồn nước mặt, từng bước giảm dần khai thác nguồn nước ngầm. Các nhà máy nước ngầm giảm dần công suất và chuyển thành các trạm bơm tăng áp, nguồn nước dự phòng khi có nguồn nước mặt thay thế và dừng hoạt động từ giai đoạn 2050. Nguồn nước mặt là nguồn nước cung cấp bổ sung và thay thế cho nước ngầm là các nguồn nước sông Đà, sông Hồng, sông Đuống.

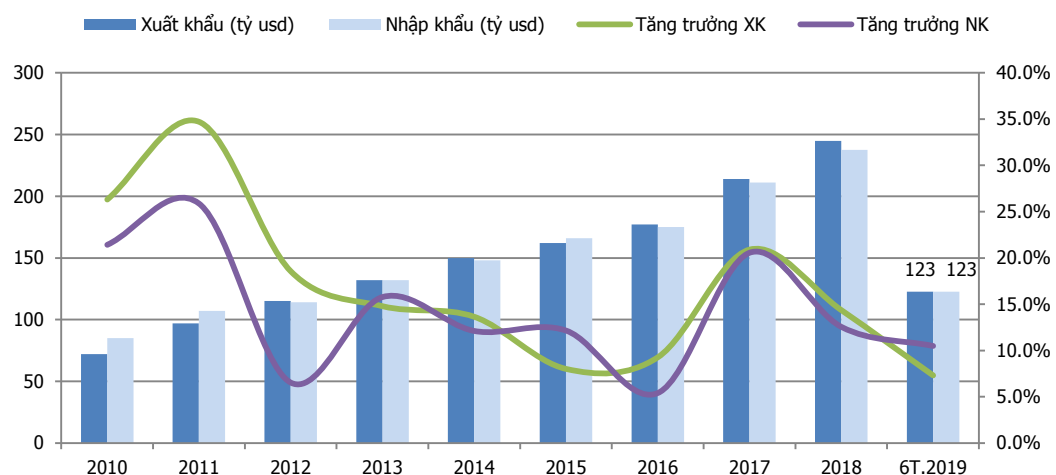
Đô thị hóa đang gia tăng mạnh mẽ tại khu vực phía tây Hà Nội với các dự án khu đô thị lớn ngoài vành đai 3 như Khu đô thị Thanh Hà, Khu đô thị Dương Nội, khu đô thị Trạm trôi- Hoài Đức. Đặc biệt theo quy hoạch thành phố Hà Nội tầm nhìn đến năm 2050, hàng loạt các đô thị vệ tinh được đầu tư và gia tăng cư dân như Sơn Tây- Miếu Môn- Hòa Lạc- Xuân Mai... Đây là cơ hội để công ty phát triển và theo quy hoạch đến 2030, công suất nhà máy sẽ tiếp tục tăng lên khoảng 1,2 triệu m³/ngày đêm. Mặt khác công ty cũng có thể phát triển đầu tư vào các dự án nhà máy nước mặt mới như sông Hồng, Ba Vì... hay các dự án phân phối nước khi nhà nước cổ phần hóa (Công ty TNHH MTV nước sạch Hà Nội) trong những năm tới.

Sau khi thực hiện đầu tư mở rộng sang khu công nghiệp, công ty cũng sẽ phát triển mạnh lĩnh vực cung cấp dịch vụ tiện ích điện nước cho các khách hàng tổ chức là các doanh nghiệp trong và ngoài khu công nghiệp đang quản lý.

Đối với lĩnh vực phát triển logistic

Với tình hình phát triển kinh tế cao ổn định trong những năm qua, dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và các doanh nghiệp trong nước mở rộng sản xuất kinh doanh, lĩnh vực logistics, kho cảng và vận tải tiếp tục được đánh giá là có sự tăng trưởng tốt trong những năm tới.

Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: GSO, MBS Research

Mặc dù với các doanh nghiệp chưa phải lớn trên thị trường, nhưng công ty đang tìm kiếm, lựa chọn các doanh nghiệp nhằm tạo thành chuỗi giá trị cung ứng khép kín, từ cảng, kho bãi, vận tải thủy nội địa, vận tải đường bộ...

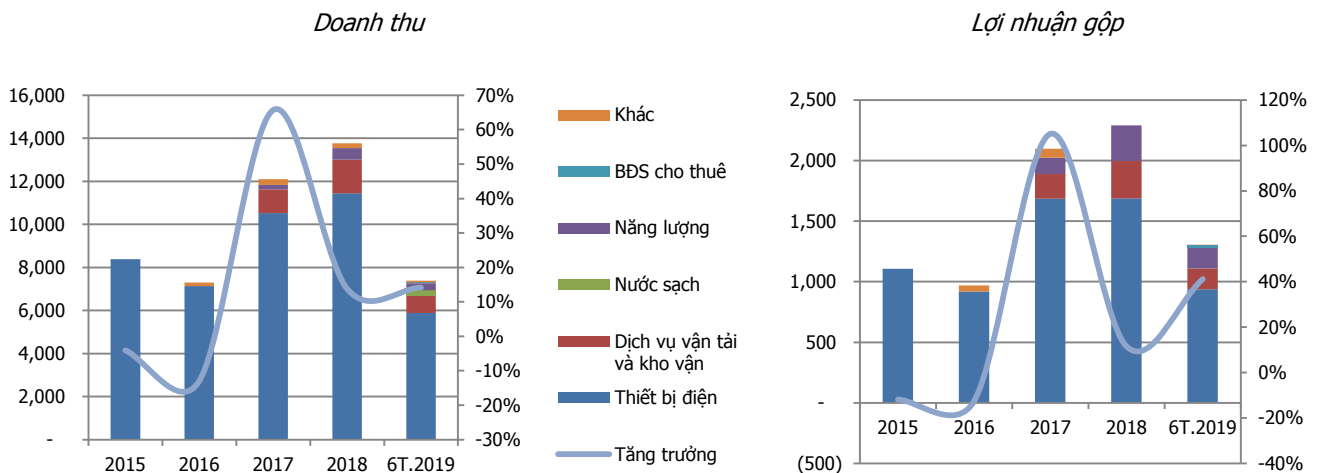
Phân tích tài chính và dự phóng

Năm 2018, doanh thu toàn công ty đạt 13.699 tỷ đồng, tăng 14% so với năm 2017, hoàn thành kế hoạch năm. Trong đó doanh thu lĩnh vực sản xuất vật liệu và thiết bị điện đạt 11.441 tỷ đồng, chiếm 83.1% tổng doanh thu và tăng 9% so với 2017. Doanh thu lĩnh vực kho cảng và logistics đạt 1.573 tỷ đồng, tăng 40% so với năm trước và chiếm 11.4% tổng doanh thu. Lĩnh vực hạ tầng tiện ích đạt 526 tỷ đồng, tăng 100% so với năm 2017 và chiếm 4% tổng doanh thu, doanh thu vẫn tập trung chủ yếu ở mảng nước sạch khi các dự án điện vẫn đang trong giai đoạn đầu tư.

Lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 2.216 tỷ đồng, tăng 12% so với 2017, chậm hơn so với tốc độ tăng doanh thu, biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức 16.17% so với 16.57% của năm 2017. Điều này do lĩnh vực thiết bị và vật liệu điện có tỷ trọng doanh thu lớn nhất nhưng biên lợi nhuận lại giảm khá mạnh trong năm khi đạt 14.76% so với mức 16.02% của năm 2017. Các lĩnh vực Logistics, tiện ích biên lợi nhuận gộp ở mức cao.

Doanh thu hoạt động tài chính năm 2018 đạt 757 tỷ đồng, tăng mạnh 135% so với năm 2017 nhờ vào các khoản lợi nhuận từ chuyển nhượng cổ phần tại công ty KIP và Nhựa Hà Nội (193 tỷ) và khoản lãi do đánh giá lại giá trị khoản đầu tư vào các công ty con (238 tỷ)

Lợi nhuận trước thuế năm 2018 đạt 1.533 tỷ đồng, tăng 34% so với mức 1.145 của năm 2017. Lợi nhuận sau thuế đạt 1.283 tỷ đồng, lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 942 tỷ đồng, tăng 48%. Thu nhập mỗi cổ phần năm 2018 đạt 2.318 đồng/cổ phần, chưa tính đến các khoản trích lập lợi nhuận sau thuế.



Nguồn: GELEX, MBS Research

Trong 6 tháng đầu năm 2019, kết quả kinh doanh chính của công ty có sự tăng trưởng tốt, doanh thu đạt 7.101 tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kỳ năm trước, lợi nhuận gộp đạt 1.284 tỷ đồng, tăng 41%. Lợi nhuận trước và sau thuế lần lượt đạt 581 và 465 tỷ đồng, bằng 95% và 88% cùng kỳ năm trước. Như vậy, mặc dù lợi nhuận sau thuế giảm, có thể thấy, kết quả kinh doanh các lĩnh vực cốt lõi đang tăng lên qua chỉ tiêu lợi nhuận gộp. Lợi nhuận sau thuế giảm do chi phí tài chính trong kỳ tăng mạnh, trong khi doanh thu tài chính giảm, cần phải nhấn mạnh thêm rằng, trong kỳ 2018, công ty có doanh thu tài chính từ việc đánh giá lại khoản đầu tư vào công ty con với giá trị là 222 tỷ đồng.

Doanh thu trong kỳ nhờ vào sự tăng trưởng ổn định của nhóm thiết bị và dây cáp điện với giá trị đạt 5.886 tỷ đồng, tăng 13.8% và đặc biệt là sự gia tăng mạnh của nhóm tiện ích gồm điện và nước khi đạt doanh thu 336 tỷ đồng, tăng trưởng 56.3%.

Trong kỳ, giá nguyên vật liệu sản xuất như kim loại đồng, nhôm, ở mức thấp hơn 18%-20% so với cùng kỳ. Trong khi giá hạt nhựa PVC không có nhiều biến động, làm cho lợi nhuận gộp tăng 42% đạt 937 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp lĩnh vực này tăng khá và đạt 15.9% so với mức 12.8% cùng kỳ năm trước.

Doanh thu lĩnh vực kho cảng và logistics đạt 788 tỷ đồng, tăng 8.3% so với cùng kỳ. Nhờ kiểm soát tốt chi phí, lợi nhuận gộp đạt 172 tỷ đồng, tăng 28%, biên lợi nhuận gộp đạt 21.9% so với mức 18.4% so với cùng kỳ năm trước.

Trong khi đó, lĩnh vực tiện ích gia tăng mạnh khi doanh thu nước sạch đạt 264 tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ, lợi nhuận gộp đạt 151 tỷ đồng, tăng 28%, biên lợi nhuận gộp đạt 57.2% so với mức 54.9%.

Lĩnh vực điện ghi nhận doanh thu 72 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm, trong khi cùng kỳ năm trước chưa có doanh thu này, lợi nhuận gộp đạt 23 tỷ đồng, biên lợi nhuận đạt 32%. Doanh thu thủy điện 6 tháng đầu năm đạt thấp do tình hình thủy văn tại khu vực nhà máy Sông Bung 4A đang khó khăn cùng với tình hình chung của các nhà máy trong khu vực.

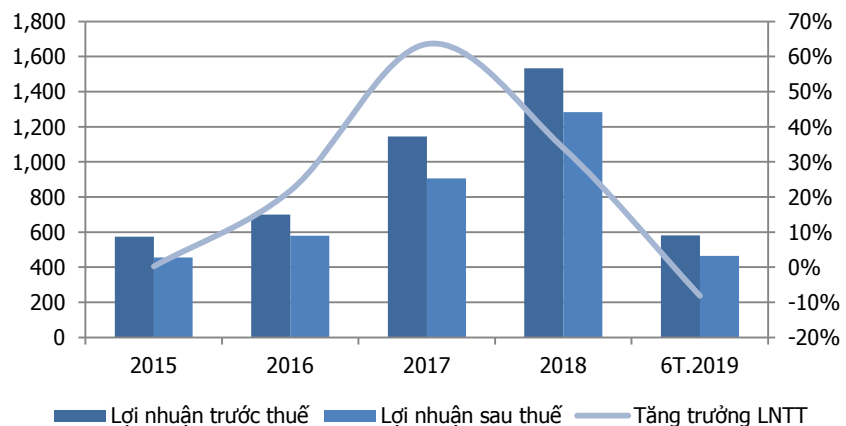
Lĩnh vực cho thuê văn phòng vẫn ổn định về doanh thu và lợi nhuận, trong khi đó, hoạt động kinh doanh khác cho mức doanh thu giảm 26%, nhưng giá trị không lớn và biên lợi nhuận gộp ở mức thấp, ít ảnh hưởng chung đến kết quả kinh doanh của công ty.

Trong kỳ, do không còn doanh thu tài chính từ đánh giá lại giá trị đầu tư vào công ty con và lãi tiền gửi giảm, doanh thu tài chính giảm 202 tỷ đồng từ 369 xuống còn 167 tỷ đồng. trong khi đó, chi phí tài chính tăng mạnh thêm 100 tỷ từ mức 272 tỷ lên 372 tỷ đồng. Chênh lệch thu chi tài chính so cùng kỳ năm trước đạt 302 tỷ đồng.

Cùng với hoạt động mở rộng sản xuất kinh doanh, công ty gia tăng vay nợ và kết quả là chi phí nợ vay trong kỳ đạt 291 tỷ đồng, tăng thêm 71 tỷ so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi cho rằng chi phí tài chính tiếp tục tăng lên khi một số dự án đưa vào hoạt động như nhà máy điện mặt trời, nhà máy sản xuất dây cáp điện tại Đà Nẵng.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đều tăng so với cùng kỳ và lần lượt đạt 222 tỷ và 324 tỷ đồng. Việc mở rộng hoạt động, gia tăng các doanh nghiệp làm cho chi phí quản lý tăng thêm 14%, trong khi chi phí bán hàng tăng mạnh 61%.

Lợi nhuận sau thuế phần dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 319 tỷ đồng, bằng 83% so với cùng kỳ năm trước, thu nhập mỗi cổ phần đạt 763 đồng, giảm mạnh so với 32% so với cùng kỳ năm trước do số lượng cổ phần tăng lên trong kỳ (EPS tính giản đơn trên số lượng cổ phần cuối kỳ).



Nguồn: GELEX, MBS Research

Dựa trên kết quả kinh doanh trong 6 tháng đầu năm, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh cả năm 2019 của công ty đạt mức 15.688 tỷ đồng, tăng 14% so với năm 2018. Trong đó, doanh thu lĩnh vực dây cáp và thiết bị điện đạt 13.043 tỷ đồng, lĩnh vực vận tải logistics đạt 1.699 tỷ đồng, lĩnh vực năng lượng đạt 706 tỷ đồng, trong khi lĩnh vực bất động sản cho thuê ổn định với 80 tỷ doanh thu và hoạt động khác giảm 30% đạt 160 tỷ đồng.

Chúng tôi cũng dự kiến công ty sẽ nhận được lợi nhuận từ khoản đầu tư vào TBD và VGC dưới hình thức công ty liên kết trong năm 2019 và các năm sau. Chúng tôi sẽ cập nhật khi công ty hoàn thành gia tăng sở hữu chi phối tại các đơn vị này.

Lợi nhuận trước và sau thuế lần lượt đạt 1.358 tỷ và 1.154 tỷ đồng, phần lợi nhuận dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 884 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần năm 2019 đạt 1.811 đồng/cổ phần.

13.

Tình hình tài sản

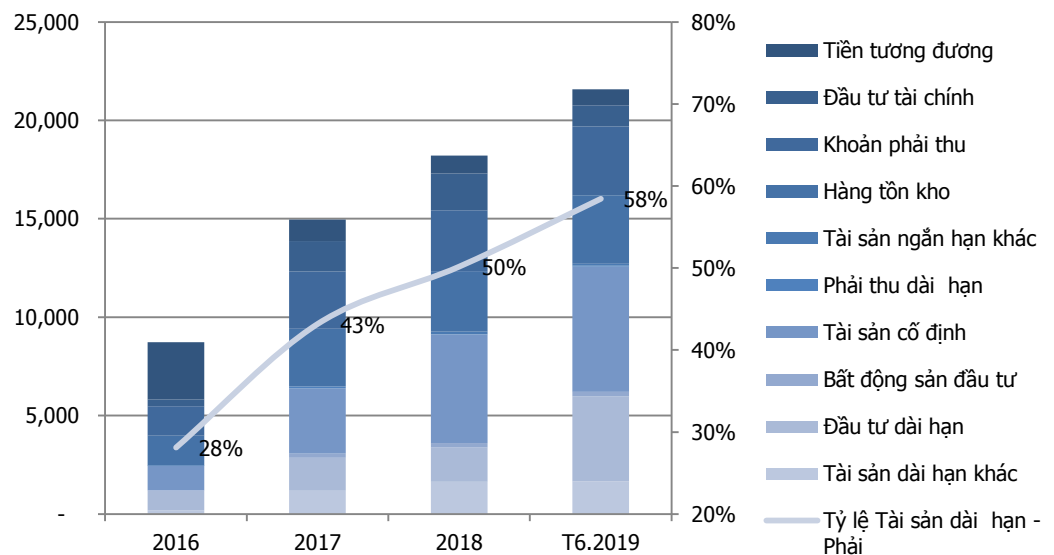
Tình hình tài sản của công ty đang tăng nhanh trong năm 2018 và 6 tháng 2019 do các hoạt động đầu tư dự án và mua sáp nhập công ty. Công ty cũng gia tăng nợ vay để tài trợ vốn cho các hoạt động này, nợ vay tăng nhanh và đang lên mức cao nhất trong 5 năm qua, gây sức ép chi phí lãi vay tăng lên trong các kỳ tới.

Tài sản đã tăng mạnh từ sau năm 2015 khi nhà nước thoái hết vốn và công ty thực hiện chiến lược phát triển mở rộng đầu tư các dự án mới trong lĩnh vực năng lượng tiện ích và hoạt động mua bán sáp nhập. Đến cuối năm 2018, tổng tài sản đạt 17.246 tỷ đồng, tăng 3,5 lần so với mức 4.917 tỷ đồng của năm 2015. Hết quý II.2019 Tổng tài sản tiếp tục tăng lên 20.591 tỷ đồng, do công ty tiếp tục tăng đầu tư vào các dự án năng lượng mặt trời, nước sạch và sản xuất thiết bị điện.

Tài sản ngắn hạn đạt 7.982 tỷ đồng, giảm nhẹ 1.5% so với đầu năm và chiếm 38.8% tổng tài sản, trong khi đó, tài sản dài hạn đạt 12.609 tỷ đồng, tăng 37.9% và chiếm 61.2% tổng tài sản.

Cơ cấu tài sản ngắn hạn biến động theo hướng giảm tiền và tương đương tiền, trong khi khoản phải thu và hàng tồn kho tăng lên. Khoản phải thu cũng bao gồm giá trị 1.073 tỷ đồng đặt cọc mua cổ phần của một doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh thiết bị điện.

Trong khi đó, tài sản dài hạn tăng lên chủ yếu tập trung ở tài sản cố định và đầu tư dài hạn. Trong quý II, công ty đã hoàn thành và đưa vào vận hành nhà máy điện mặt trời Ninh Thuận với giá trị đầu tư khoảng 1.200 tỷ, nhóm công ty cũng thực hiện đầu tư mua vào 111,93 triệu cổ phiếu VGC của Tổng Công ty Viglacera với giá trị 2.478,86 tỷ đồng, nắm giữ 24,97%, dự án nước sạch giai đoạn II có giá trị xây dựng cơ bản dở dang đạt 620 tỷ đồng, tăng thêm 110 tỷ so với đầu năm.



Nguồn: GELEX, MBS Research

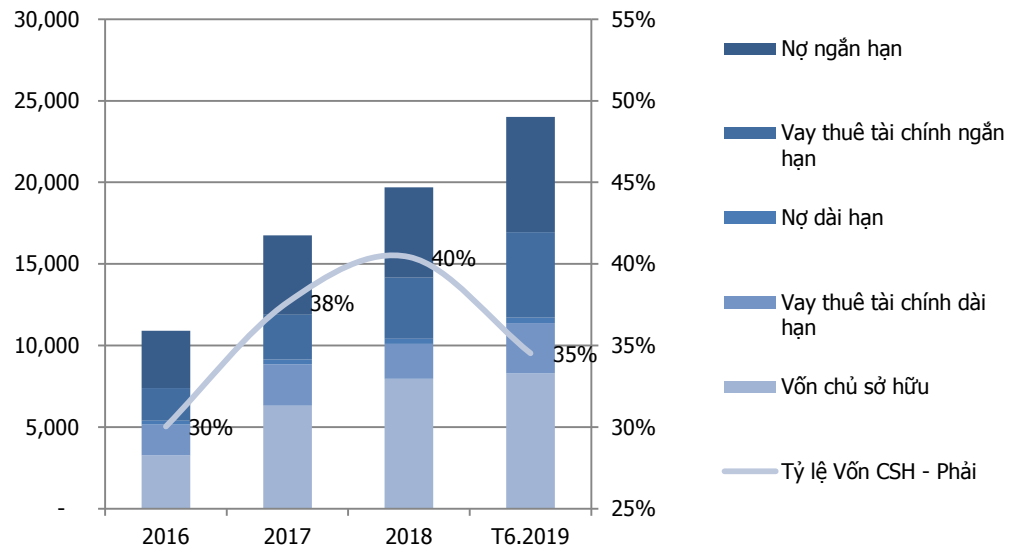
Nguồn vốn.

Cùng với việc gia tăng tài sản, nguồn vốn của công ty cũng tăng nhanh theo, trong đó Nợ phải trả tăng trung bình 3 năm qua ở mức 82%, trong khi Vốn chủ sở hữu là 33%. Nợ phải trả đến cuối năm 2018 đạt 9.282 tỷ đồng, trong đó nợ phải trả ngắn hạn là 6.827 tỷ đồng, dài hạn là 2.455 tỷ đồng. Vốn chủ sở hữu đạt 7.965 tỷ đồng.

Trong 6 tháng đầu năm 2019, nguồn vốn tiếp tục biến động theo hướng tăng nợ phải trả, đến cuối kỳ, Nợ phải trả đạt 12.303 tỷ đồng, tăng 30%, Vốn chủ sở hữu đạt 8.288 tỷ đồng, tăng 4% so với đầu năm.

Nợ ngắn hạn đạt 8.890 tỷ đồng, chiếm 43% tổng nguồn vốn, tăng thêm 30% so với đầu năm, Nợ dài hạn đạt 3.413 tỷ đồng, chiếm 17% tổng nguồn vốn và tăng 39% so với đầu năm. Nợ dài hạn gồm chủ yếu là vay nợ dài hạn với 3.086 tỷ đồng.

Tổng Nợ vay ngắn và dài hạn TCTD và trái phiếu đến cuối quý II.2019 8.342 tỷ đồng, trong đó nợ vay ngắn hạn là 5.256 tỷ, tăng thêm 1.514 tỷ đồng, vay nợ dài hạn là 3.086 tỷ đồng, tăng thêm 954 tỷ đồng so với đầu năm.



Nguồn: GELEX, MBS Research

Công ty tiếp tục thực hiện các dự án đầu tư lớn trong lĩnh vực năng lượng điện và nước sạch, việc thực hiện gia tăng nợ vay ngắn và dài hạn trong thời điểm hiện nay là phù hợp. Cơ cấu Nợ phải trả và nguồn vốn đang khá cân bằng nên chúng tôi đánh giá chưa có nhiều rủi ro về Vay nợ, mặc dù vậy, với các dự án đầu tư dài hạn, công ty cần tìm kiếm các nguồn vốn tài trợ dài hạn ổn định hơn, chúng tôi cũng lưu ý với vay nợ tăng nhanh, chi phí tài chính trong các kỳ tới sẽ tăng mạnh so với các kỳ trước.

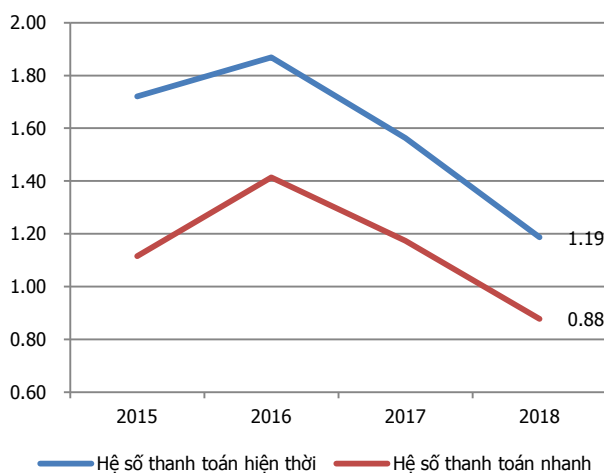
Nguồn vốn chủ sở hữu cũng được công ty thực hiện tăng thêm để đảm bảo cân đối nguồn cho các dự án thông qua việc phát hành cổ phiếu mới từ chuyển đổi khoản trái phiếu, phát hành cổ phiếu mới cho cổ đông hiện hữu bằng cổ phiếu và phát hành cổ phiếu mới theo tỷ lệ 15%. Sau đợt phát hành, vốn điều lệ sẽ đạt mức 4.882,44 tỷ đồng.

Hiệu quả kinh doanh và chỉ số tài chính cơ bản

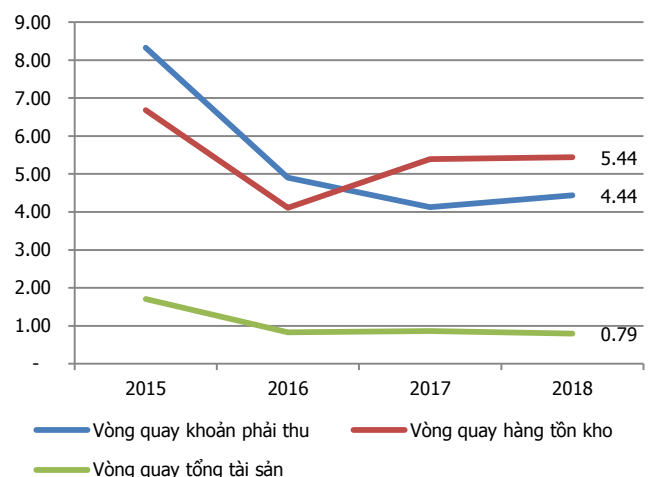
Hệ số thanh toán đang giảm xuống và điều này phản ánh đúng tình hình hoạt động, đầu tư phát triển của công ty, đến cuối năm 2018 hệ số thanh toán hiện thời ở mức 1.19 trong khi chỉ số thanh toán nhanh là 0.88, Chúng tôi cho rằng sẽ phải mất thêm thời gian dài để có thể tăng trở lại tình hình thanh toán tốt như trước kia vì công ty đang trong quá trình đầu tư các dự án lớn.

Hệ số hoạt động vẫn đảm bảo ở mức trung bình của 3 năm qua mặc dù thấp hơn năm 2015, thời điểm trước khi thoái vốn nhà nước và thực hiện mở rộng quy mô công ty. Chúng tôi kỳ vọng chỉ số hoạt động sẽ sớm tăng lên khi các dự án đầu tư đi vào hoạt động, mang lại doanh thu lớn hơn và chi phí khấu hao giảm qua các năm.

Hệ số thanh toán

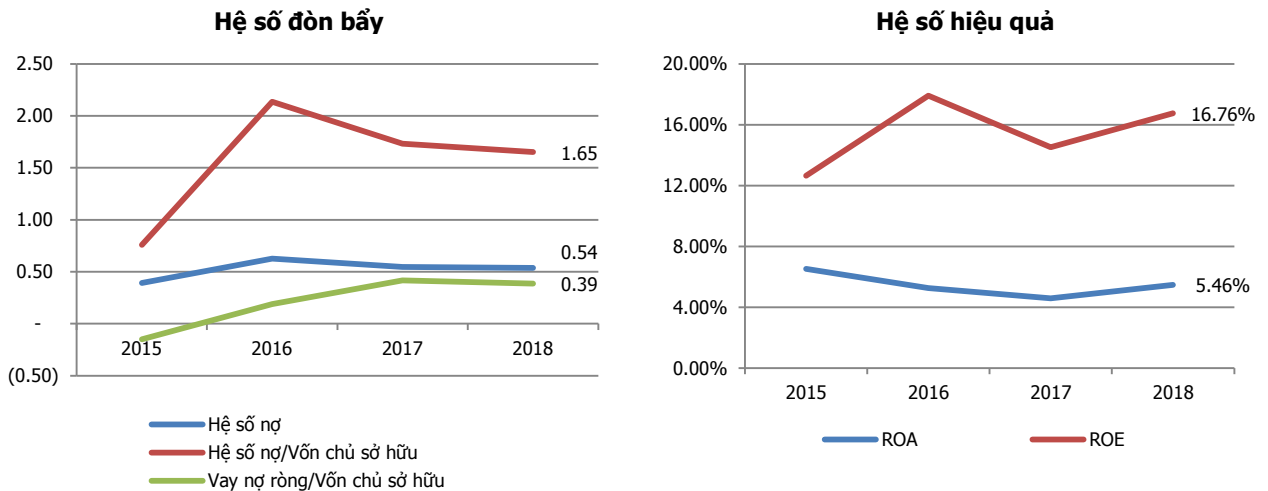


Hệ số hoạt động



Nợ phải trả đã có thời điểm tăng gấp đôi so với vốn chủ sở hữu, mặc dù vậy đã được kiểm soát ở mức 1.65 lần đến cuối 2018. Vay nợ ròng đến cuối 2018 đạt 0.39 lần so với Vốn chủ sở hữu, đây là mức khá thấp cho thấy quy mô vốn chủ sở hữu cũng đang tăng lên để đảm bảo cân đối nguồn vốn.

Hệ số sinh lời cho thấy năm 2018 tỷ lệ sinh lời đã tăng nhẹ trở lại lần lượt ROE đạt 16.8% và ROA đạt 5.5%. năm 2019, chúng tôi cho rằng chỉ tiêu sinh lời sẽ chưa thực sự tốt lên bởi công ty đang tiếp tục gia tăng đầu tư thêm dự án mới và chưa đi vào hoạt động để mang lại hiệu quả ngay.



Tình hình Dòng tiền

Chi tiêu	Đơn vị	2015	2016	2017	2018	H1.2019
Lợi nhuận trước thuế	tỷ đồng	574	700	1144	1533	581
Dòng tiền hoạt động kinh doanh	tỷ đồng	6	147	-31	493	929
Dòng tiền hoạt động đầu tư	tỷ đồng	-353	-697	-2.460	-1.369	-3635
Dòng tiền tài chính	tỷ đồng	95	2.943	676	701	2.593
Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	518	2.912	1.098	924	811
Vay Nợ ròng	tỷ đồng	(446)	624	2.636	3.086	6.451
Vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	2.993	3.277	6.306	7.965	8.288
Tỷ lệ Vay nợ ròng/Vốn chủ sở hữu	%	-15%	19%	42%	39%	78%

Nguồn: GELEX, MBS Research

Dòng tiền hoạt động kinh doanh các năm qua khá tốt và đảm bảo được chất lượng lợi nhuận mặc dù dòng tiền thuần hoạt động kinh doanh vẫn thấp hơn lợi nhuận thực hiện khá lớn. Trong khi đó dòng tiền đầu tư luôn âm với giá trị lớn, điều này do công ty đã liên tục thực hiện chiến lược gia tăng quy mô công ty bằng đầu tư các dự án mới và mua bán sáp nhập doanh nghiệp mới. Công ty cũng huy động dòng tiền tài chính hàng năm rất lớn cho chiến lược này, đặc biệt là trong 6 tháng đầu năm 2019 với việc gia tăng thêm nợ vay lên đến 2.593 tỷ đồng.

Gia tăng vay nợ để thực hiện chiến lược mở rộng kinh doanh quá mức có thể gây ra mất cân đối về tài chính, chúng tôi đã thực hiện tính toán khoản Vay nợ ròng của công ty qua các năm cho thấy Nợ vay ròng đang tăng lên, đến cuối quý II.2019 đạt 6.451 tỷ đồng, gấp đôi so với đầu năm. Tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu đã tăng lên mức 78%, mức cao nhất trong 4 năm qua.

Phụ lục

TÊN CÔNG TY: TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN THIẾT BỊ ĐIỆN VIỆT NAM
TÊN QUỐC TẾ: VIETNAM ELECTRICAL EQUIPMENT JOINT STOCK CORPORATION
TÊN VIẾT TẮT: GELEX
TRỤ SỞ: TÒA NHÀ GELEX, 52 LÊ ĐẠI HÀNH, HAI BÀ TRƯNG, HÀ NỘI
ĐIỆN THOẠI: 8424 3972 6245
FAX: 8424 3972 6282
WEBSITE: <http://www.gelex.vn>

Tổng Công ty Cổ phần Thiết bị điện Việt Nam (GELEX) được thành lập năm 1990, với vai trò tập trung các đơn vị sản xuất, kinh doanh thuộc ngành công nghiệp thiết bị kỹ thuật điện. Sau khi nhà nước thực hiện thoái toàn bộ vốn vào tháng 12.2015, GELEX đã có sự thay đổi mạnh mẽ theo hướng mở rộng lĩnh vực kinh doanh, đầu tư, mua bán và sáp nhập các doanh nghiệp sản xuất thiết bị điện hàng đầu, các dự án sản xuất điện, nước, logistics và cơ cấu lại thành 4 lĩnh vực chính có mối quan hệ chặt chẽ, tạo sức mạnh tổng hợp, gia tăng hiệu quả hoạt động.

1. Lĩnh vực sản xuất và kinh doanh thiết bị điện - GELEX ELECTRIC

Lĩnh vực thiết bị điện dựa trên nền tảng nhóm các công ty sản xuất hàng đầu về dây cáp điện là CTCP Dây và Cáp điện Việt Nam- CADIVI; Máy biến áp gồm: CTCP Thiết bị điện- THIBIDI, TCP thiết bị điện Đông Anh- TBD; động cơ điện: CTCP Chế tạo điện cơ Hà Nội- HEM, CTCP điện cơ Hà Nội; Thiết bị đo điện: CT TNHH thiết bị đo điện EMIC.

2. Lĩnh vực hạ tầng tiện ích - GELEX Năng lượng

Đây là mảng khá mới, dựa trên hoạt động MA, GELEX hiện sở hữu CTCP nước sạch Sông Đà trong lĩnh vực nước sạch, công suất hiện tại là 300.000m³/ngày đêm. Dự án mở rộng nâng công suất lên gấp đôi là 600.000m³/ngày đêm đang được đầu tư thực hiện.

Trong năm 2018 công ty cũng đã thực hiện 2 dự án điện mặt trời và điện gió, trước đó, công ty đã mua lại công ty SCI Nghệ An là chủ đầu tư dự án Canan 1-2 với tổng công suất 23 MW. Theo kế hoạch phát triển, công ty sẽ nâng công suất các nhà máy điện lên 657 MW đến 2025.

- Nhà máy Thủy điện Sông Bung 4A: 49MW
- Nhà máy Thủy điện Canan 1-2: 23 MW, trong đó Canan 2 công suất 16MW đã đi vào hoạt động từ QIII.2018, Canan 1 công suất 7MW sẽ đi vào hoạt động từ quý II.2019.
- Nhà máy điện mặt trời Ninh Thuận: công suất 49 MWp, đã đi vào hoạt động trong tháng 5/2019

Các dự án khác sẽ được triển khai đến 2025 là:

- Dự án điện gió GELEX 1,2,3 tại Quảng Trị, tổng công suất 90MW
- Dự án điện gió Hướng Phùng 2, tổng công suất 20 MW
- Dự án điện gió Hướng Phùng 3, tổng công suất 30MW
- Dự án điện mặt trời Bình Phước, tổng công suất 416MWp

3. Lĩnh vực Logistic - GELEX Logistics

Lĩnh vực Logistics, kho bãi dựa trên hoạt động của các Công ty con là CTCP kho vận Miền Nam (Sotrans), Tổng Công ty cổ phần Đường sông miền Nam (Sowatco), CTCP vật tải đa Phương thức Vietranstimex (VTM). Đây là những doanh nghiệp mạnh tại khu vực miền Nam, hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng, cho thuê kho bãi, vận tải đường sông và đường bộ, tạo chuỗi Logistics tại khu vực có sự phát triển kinh tế lớn nhất cả nước.

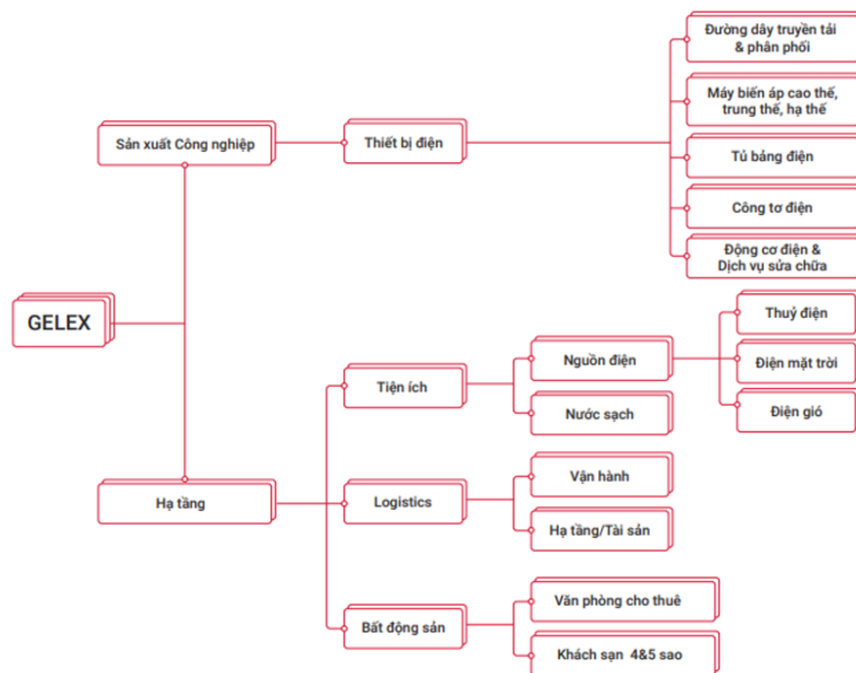
4. Lĩnh vực bất động sản - GELEX Land

Mảng bất động sản được thành lập dựa trên các dự án bất động sản của các công ty con, liên kết mà GELEX đang sở hữu. Một số bất động sản lớn là: tòa nhà trụ sở Gelex, Dự án 10 Trần Nguyên Hãn, dự án khách sạn Melia (thuộc công ty Việt-Hung), các nhà máy trong nội đô của Cadivi, Thibidi, Sotrans hay Sowatco tại Tp Hồ Chí Minh, Biên Hòa...

- Gelex Tower 52 Lê Đại Hành- Hai Bà Trưng- Hà Nội
- Khách sạn Melia – Hà Nội: GELEX hiện sở hữu 76,11% Công ty cổ phần Chế tạo điện cơ Hà Nội (HEM), HEM sở hữu 35% Công ty liên doanh SAS-CTAMAD - chủ đầu tư của Tổ hợp Khách sạn Melia Lý Thường Kiệt
- Dự án Khách sạn Bình Minh- Số 10 Trần Nguyên Hãn- Hà Nội
- Cadivi Tower- 779 Kinh Dương Vương- Q6- Tp Hồ Chí Minh
- Khu đất nhà máy CTCP chế tạo điện cơ Hà Nội với diện tích khoảng 4ha.
- Khu đất ICD Sotrans Thủ đức của CTCP kho vận miền Nam với diện tích 10ha.

Công ty cũng định hướng sẽ mở rộng sang lĩnh vực phát triển kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp thông qua việc mua chi phối cổ phần trong Tổng Công ty Viglacera, đến hết quý I.2019 công ty đang sở hữu 24.9% tại Viglacera. Đây là một sự tính toán lâu dài, khi công ty đang cố gắng nhằm cung cấp các gói giải pháp toàn diện, đồng bộ cho khách hàng thuê khu công nghiệp.

Cơ cấu doanh nghiệp



Cơ cấu các công ty/nhóm công ty

STT	Công ty	Tỷ lệ sở hữu	Vốn điều lệ	Hoạt động chính
I.	Công ty TNHH Thiết bị điện	100%	2,219	SXKD và quản lý các khoản đầu tư trong lĩnh vực sản xuất thiết bị điện
1	CTCP Dây cáp điện Việt Nam-CADIVI	91.64%	576	Sản xuất kinh doanh dây và cáp điện
1.1	- CT TNHH MTV Cadivi Đồng Nai	100.00%	Na	Sản xuất kinh doanh dây và cáp điện
1.2	- CT TNHH MTV Cadivi Miền Bắc	100.00%	Na	Sản xuất kinh doanh dây và cáp điện

	2	CTCP Chế tạo điện cơ Hà Nội- HEM	66.16%	368	Sản xuất chế tạo kinh danh thiết bị, động cơ điện
	2.1	- CTCP điện cơ Hà Nội	99.82%	13	Sản xuất chế tạo kinh danh thiết bị, động cơ điện
	2.2	- Trường Cao đẳng Công nghệ Hà Nội	100.00%	19	Đào tạo bồi dưỡng cao đẳng và dạy nghề
	2.3	- CTCP chế tạo Máy điện Việt Nam-Hungari	65.37%		Sản xuất chế tạo kinh danh thiết bị, động cơ điện
	3	CTCP Thiết bị điện -Thibidi	78.52%	488	SX chế tạo kinh doanh thiết bị điện
	3.1	- CTCP Sản xuất thiết bị điện Đông Anh	51.00%	120	SX và KD máy biến áp
	3.2	- TCT Thiết bị điện Đông Anh CTCP	24.89%	283	SX và KD máy biến áp
	4	CT TNHH thiết bị đo điện EMIC	100.00%	150	SX chế tạo kinh doanh thiết bị đo điện
II	Công ty Năng lượng GELEX		100.00%	2,300	Quản lý các khoản đầu tư trong lĩnh vực năng lượng
	1	CTCP Phú Thạnh Mỹ	71.28%	618	Sản xuất thủy điện
	2	CTTNHH MTV Năng lượng Gelex Ninh Thuận	100.00%	368	Sản xuất, truyền tải và phân phối điện mặt trời
	3	CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà	60.46%	750	SX và cung cấp nước sạch
	4	CTTNHH điện gió Hướng Phùng	84.62%	39	SX, truyền tải và phân phối điện gió
III	Công ty Gelex Logistics		100.00%	1,210	Quản lý các khoản đầu tư trong lĩnh vực kinh doanh dịch vụ kho bãi, hàng hóa và vận tải
	1	CTCP Kho vận Miền Nam	54.78%	854	Kinh doanh dịch vụ kho bãi và lưu giữ hàng hóa
	2	CTCP Cảng miền Nam	51.00%	20	Kinh doanh vận tải đa phương thức, giao nhận hàng hóa
	3	CT TNHH MTV đầu tư hạ tầng Sotrans	100.00%	220	Kinh doanh dịch vụ hỗ trợ liên quan đến vận tải
	4	TCT CP Đường Sông Miền Nam	84.39%	671	Kinh doanh thương mại, cơ khí đóng tàu và dịch vụ tiếp vận
	5	CT TNHH MTV Sotrans Hà Tĩnh	100.00%		Kinh doanh hoạt động vận tải bằng đường bộ
	6	CTCP Vận tải đa phương thức Vietranstimex	84.00%	210	Vận tải đường bộ, đường biển, đường sắt và đường thủy
	7	CTCP Xây lắp Công trình	86.15%		Xây dựng các công trình dân dụng
	8	CTCP Đóng mới và sửa chữa phương tiện thủy Cần Thơ	70.00%		Cung cấp dịch vụ đóng tàu và cấu kiện nổi
	9	CTCP Dịch vụ xây dựng và cơ khí đường thủy Miền Nam	51.00%		Xây dựng công trình dân dụng
	10	CT TNHH MTV Sotrans Logistics	100.00%		Kinh doanh dịch vụ kho bãi và lưu giữ hàng hóa
IV	Công ty TNHH MTV Gelex Land		100.00%	50	Kinh doanh bất động sản
V	Công ty TNHH Gelex Campuchia		100.00%	0.53	Kinh doanh phân phối sản phẩm thiết bị điện
VI	Công ty dây đồng Việt Nam		36.35%	191	Sản xuất và kinh doanh vật tư điện

Nguồn: GELEX, MBS Research

Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	13,699	15,688	17,797
Giá vốn hàng bán	11,483	12,852	14,566
Lợi nhuận gộp	2,216	2,836	3,231
Doanh thu hoạt động tài chính			
	757	233	233
Chi phí tài chính	542	613	633
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	52	252	252
Chi phí bán hàng	347	396	449
Chi phí quản lý doanh nghiệp	644	706	801
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1,490	1,605	1,833
Lợi nhuận khác	43	4	4
Lợi nhuận trước thuế	1,533	1,358	1,585
Lợi nhuận sau thuế	1,283	1,154	1,347
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	942	884	1,077
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	341	270	270

Bảng cân đối kế toán	2018	2019F	2020F
Tài sản ngắn hạn	8,104	8,056	8,196
I. Tiền & tương đương tiền	924	1,006	317
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,864	864	864
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	3,084	3,653	4,144
IV. Hàng tồn kho	2,111	2,394	2,714
V. Tài sản ngắn hạn khác	121	139	157
Tài sản dài hạn	9,142	12,392	12,180
I. Các khoản Phải thu dài hạn			
II. Tài sản cố định	4,708	5,447	4,705
1. Tài sản cố định hữu hình	3,957	4,850	4,128
2. Tài sản cố định vô hình	518	598	578
III. Bất động sản đầu tư	233	193	153
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1,040	850	1,450
V. Đầu tư tài chính dài hạn	3,394	4,534	4,538
VI. Tài sản dài hạn khác	1,634	1,560	1,486
Tổng tài sản	17,246	20,448	20,376
Nợ phải trả	9,282	11,843	10,986
I. Nợ ngắn hạn	6,827	8,768	7,711
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	3,085	3,326	3,770
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	3,742	5,442	3,942
II. Nợ dài hạn	2,455	3,075	3,275
1. Các khoản phải trả dài hạn	323	323	323
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2,132	2,752	2,952
Vốn chủ sở hữu	7,965	8,605	9,390
1. Vốn điều lệ	4,066	4,882	4,882
2. Thặng dư vốn cổ phần	547	613	613
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,557	1,110	1,625
4. Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,342	2,612	2,882
Tổng nguồn vốn	17,246	20,448	20,376

Chỉ số chính	2018	2019F	2020F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	16.17%	18.07%	18.15%
Biên EBITDA	18.4%	15.2%	15.4%
Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	7%	6%	6%
ROE			
ROA	16%	13%	14%
Tăng trưởng			
Doanh thu	14%	15%	13%
Lợi nhuận gộp	12%	28%	14%
Lợi nhuận trước thuế	34%	-11%	17%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	48%	-6%	22%
EPS			
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.19	0.92	1.06
Thanh toán nhanh	0.88	0.65	0.71
Nợ/tài sản	0.54	0.58	0.54
Nợ/vốn chủ sở hữu	1.17	1.38	1.17
Khả năng thanh toán lãi vay	2.43	2.84	3.14
Định giá			
Cổ tức	-	500	600
EPS (VND)	2,318	1,811	2,207
BVPS (VND)	13,830	12,274	13,328

Nguồn: GEX, MBS Research

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity Research

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Bất động sản, xây dựng

Nguyễn Tiến Dương (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Ngân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Vật liệu xây dựng, cao su tự nhiên

Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

Dược phẩm

Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDang@mbs.com.vn)

Thủy sản

Nguyễn Thanh Danh (Danh.NguyenThanh@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
NĂM GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)

Dầu khí, Năng lượng

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Logistics

Lê Khánh Tùng (Tung.LeKhanh@mbs.com.vn)

Công nghiệp, Năng lượng

Chu Thế Huỳnh (Huynh.ChuThe@mbs.com.vn)

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘ SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.