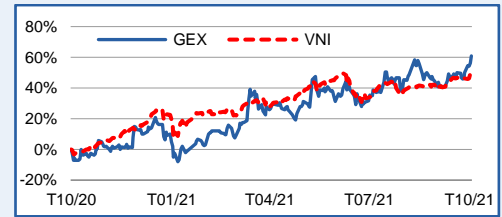


## Tổng CTCP Thiết bị điện GELEX (GEX)

## Báo cáo KQKD

Ngành	Đa ngành		2020	9M-21	2021F
Ngày báo cáo	01/11/2021	Tăng trưởng DT	17,2%	27,7%	57,4%
Giá hiện tại	28.300VND	TT EPS pha loãng	18,5%	N.M	-14,7%
Giá mục tiêu <sup>^</sup>	25.000VND	LNST (tỷ đồng)	791	836	1.093
TL tăng	-11,7%	LNST* (tỷ đồng)	549	N/A	1.163
Lợi suất cổ tức	0,0%	EV/EBITDA	11,7x	N/A	10,3x
Tổng mức sinh lời	-11,7%	P/E**	18,2x	N/A	21,3x
KN gần nhất <sup>^</sup>	PHTT	P/B	2,0x	N/A	2,0x



### Tổng quan Công ty:

Tổng CTCP Thiết bị điện Việt Nam là công ty hàng đầu trong mảng thiết bị điện với cổ phần kiểm soát tại CAV (cáp) và THI (máy biến áp). Công ty được cổ phần hóa vào năm 2015 và mở rộng sang các mảng kinh doanh khác, bao gồm phát điện, nước sạch (thông qua VCW) và logistics (thông qua STG). GEX hiện đang sở hữu 50% cổ phần tại VGC (công ty hàng đầu trong mảng vật liệu xây dựng với 4.000ha đất KCN). GEX cũng phát triển khách sạn/văn phòng cho thuê.

			GEX	Peers***	VNI
GT vốn hóa	960tr USD	P/E (trượt)	20,3x	14,9x	16,9x
Room KN	379tr USD	P/B (hiện tại)	1,9x	1,9x	2,7x
GTGD/ngày (30n)	6,5tr USD	Nợ ròng/CSH	55,1%	12,1%	N/A
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	9,3%	10,5%	16,2%
SL cổ phiếu lưu hành	781 tr	ROA	2,0%	2,2%	2,6%
Pha loãng	781 tr				

<sup>^</sup> cập nhật ngày 27/08/2021

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

Lê Phước Đức  
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương  
Trưởng phòng cao cấp

## Phân khúc khu công nghiệp mạnh mẽ hỗ trợ lợi nhuận quý 3

- CTCP Tập đoàn GELEX (GEX) công bố KQKD quý 3/2021 với doanh thu và LNST báo cáo lần lượt tăng 28% YoY đạt 6 nghìn tỷ đồng và 71% YoY đạt 239 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng KQKD mạnh mẽ là do đóng góp lợi nhuận cao hơn từ VGC và lợi nhuận tài chính từ đầu tư chứng khoán tăng mạnh giúp bù đắp cho lợi nhuận thấp từ mảng thiết bị điện. Chúng tôi lưu ý rằng GEX đã tăng tỷ lệ sở hữu tại VGC lên 50% trong quý 2/2021 so với 25% trong quý 3/2020.
- LNST cốt lõi 9 tháng năm 2021 của GEX (không bao gồm lãi tài chính từ đầu tư chứng khoán) và LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo đạt 602 tỷ đồng (+38% YoY) và 836 tỷ đồng (+69% YoY), hoàn thành lần lượt 62% và 76% dự báo tương ứng năm 2021 của chúng tôi
- Đối với mảng thiết bị điện, LNST 9 tháng năm 2021 của CAV hoàn thành 63% dự báo 2021 của chúng tôi, trong khi LNST 9 tháng năm 2021 của THI chỉ hoàn thành 35% dự báo 2021 của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng có khả năng điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cốt lõi năm 2021 – dù cần thêm đánh giá chi tiết - do rủi ro điều chỉnh giảm đối với mảng thiết bị điện; tuy nhiên, chúng tôi dự báo khả năng điều chỉnh tăng nhẹ đối với dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho VGC.

### Hình 1: KQKD quý 3/2021 của GEX (Phần 1)

Tỷ đồng	Q3 2021	Tăng trưởng YoY %	9T 2021	Tăng trưởng YoY %	% dự báo năm 2021 của VCSC
Doanh thu	6.043	28%	19.157	59%	68%
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	239	71%	836	69%	76%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (không bao gồm lãi tài chính từ đầu tư chứng khoán)	131	28%	602	38%	62%
CAV (96%)	36	-58%	195	-28%	63%
THI (89%)	-5	-114%	48	-42%	35%
VCW (61%)	29	40%	87	5%	76%
VGC (50%)	100	112%	395	215%	87%
Khác**	79	-245%	112	-276%	

Nguồn: GEX, VCSC. (\*\*) Các khoản khác bao gồm chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí lãi vay của công ty mẹ cũng như các khoản đóng góp lợi nhuận từ các công ty tư nhân (chưa niêm yết) khác; Ngoài ra, các khoản khác bao gồm lợi nhuận từ GTN (trang trại năng lượng mặt trời), PTM (công ty thủy điện) và các công ty điện khác chưa được niêm yết.

**Mảng thiết bị điện (chiếm khoảng 50% LNST dự báo năm 2021 của chúng tôi cho GEX) tiếp tục thấp hơn dự báo của chúng tôi.** Doanh thu và LNST báo cáo quý 3/2021 của công ty sản xuất cáp điện CAV lần lượt giảm 39% YoY và 58% YoY. Ngoài ra, công ty sản xuất máy biến áp THI lỗ 6 tỷ đồng trong quý 3/2021. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận thấp của CAV và THI đến từ nhu cầu cáp điện yếu do làn sóng dịch COVID-19 thứ tư tại Việt Nam và chi phí nguyên liệu đầu vào cao (cụ thể, giá đồng).

**VGC (chiếm khoảng 40% LNST dự báo năm 2021 của chúng tôi cho GEX) đã ghi nhận LNST ổn định trong 9 tháng đầu năm 2021, cao hơn nhẹ so với kỳ vọng và hoàn thành 87% dự báo lợi nhuận cả năm của chúng tôi.** VGC đã công bố KQKD quý 3/2021 với doanh thu đạt 2 nghìn tỷ đồng (-4% YoY) và LNST đạt 200 tỷ đồng (+9% YoY). Chúng tôi cho rằng lợi nhuận ổn định của VGC đến từ hoạt động ổn định của mảng cho thuê khu công nghiệp và chi phí bán hàng giảm bù đắp cho lợi nhuận thấp từ mảng vật liệu xây dựng do dịch COVID-19. Đáng chú ý, lợi nhuận gộp của mảng cho thuê khu công nghiệp tăng 35% YoY trong quý 3/2021. Ngoài ra, tỷ lệ chi phí bán hàng và marketing trên doanh thu giảm từ 7,9% trong 9 tháng đầu năm 2020 còn 6,1% trong 9 tháng đầu năm 2021 sau khi GEX giành được phần lớn quyền sở hữu tại VGC.

**Các dự án điện gió đã đi vào hoạt động vào tháng 10.** Theo cập nhật từ EVN, tính đến ngày 29/10, các dự án điện gió trên bờ mới với tổng công suất 140 MW (Hướng Phùng 2 & 3 và Gelex 1, 2 & 3) đã chính thức hoạt động. Chính phủ khuyến khích đầu tư vào điện gió với giá FIT ưu đãi cho các dự án điện gió trên bờ bắt đầu hoạt động vào cuối tháng 10/2021 là 8,5 US cent/kWh.

**Hình 2: KQKD quý 3/2021 của GEX (Phần 2)**

Tỷ đồng	Q3 2021	Tăng trưởng YoY %	9T 2021	Tăng trưởng YoY %	% dự báo năm 2021 của VCSC
<b>Doanh thu</b>	<b>6.043</b>	<b>28%</b>	<b>19.157</b>	<b>59%</b>	<b>68%</b>
CAV (96%)	1.805	-39%	7.360	-1%	57%
THI (89%)	438	-23%	1.485	-11%	42%
VCW (61%)	128	-3%	384	-2%	66%
VGC (50%)	2.207	N/A	5.145	N/A	68%
Khác	1.465	34%	4.784	175%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>960</b>	<b>77%</b>	<b>2.856</b>	<b>62%</b>	<b>57%</b>
CAV (96%)	151	-39%	640	-15%	63%
THI (89%)	48	-54%	219	-21%	40%
VCW (61%)	69	9%	199	3%	66%
VGC (50%)	556	N/A	1.305	N/A	66%
Khác	136	150%	492	34%	
Chi phí bán hàng và marketing	-208	121%	-570	70%	52%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-318	139%	-807	78%	62%
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>433</b>	<b>38%</b>	<b>1.478</b>	<b>52%</b>	<b>57%</b>
<b>Thu nhập tài chính</b>	<b>261</b>	<b>1%</b>	<b>781</b>	<b>25%</b>	<b>146%</b>
Thu nhập lãi	56	392%	163	171%	116%
Cổ tức được nhận	18	-82%	24	-81%	89%
Lãi từ tái định giá và thoái vốn	2	-98%	221	-36%	101%
Lãi từ đầu tư chứng khoán	108	187%	234	293%	186%
Khác	77	282%	139	292%	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>-346</b>	<b>13%</b>	<b>-1.074</b>	<b>27%</b>	<b>87%</b>
Chi phí lãi vay	-247	26%	-781	39%	79%
Khác	-99	-10%	-293	3%	
Thu nhập từ CTLK	21	-144%	189	-991%	150%
LNTT	404	63%	1.414	82%	70%
<b>LNST trước lợi ích CĐTS</b>	<b>344</b>	<b>69%</b>	<b>1.162</b>	<b>86%</b>	<b>72%</b>
Lợi ích CĐTS	-105	64%	-326	147%	-62%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>239</b>	<b>71%</b>	<b>836</b>	<b>69%</b>	<b>76%</b>

Nguồn: GEX, VCSC

**Hình 3: Doanh thu và lợi nhuận gộp của VGC theo từng mảng trong 9 tháng đầu năm 2021**

Tỷ đồng	Q3 2021	Tăng trưởng YoY %	9T 2021	Tăng trưởng YoY %	% dự báo năm 2021 của VCSC
<b>Doanh thu</b>	<b>2.207</b>	<b>-4%</b>	<b>7.503</b>	<b>5%</b>	<b>68%</b>
Vật liệu xây dựng	1.421	-21%	2.898	47%	60%
Cho thuê KCN	787	71%	4.605	-11%	85%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>556</b>	<b>-11%</b>	<b>1.982</b>	<b>11%</b>	<b>66%</b>
Vật liệu xây dựng	261	-36%	910	-16%	58%
Cho thuê KCN	296	35%	1.072	52%	76%
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>255</b>	<b>-16%</b>	<b>1.069</b>	<b>32%</b>	<b>77%</b>
<b>LNST</b>	<b>200</b>	<b>6%</b>	<b>813</b>	<b>62%</b>	<b>87%</b>

Nguồn: VGC, VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Phước Đức, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.