

MUA

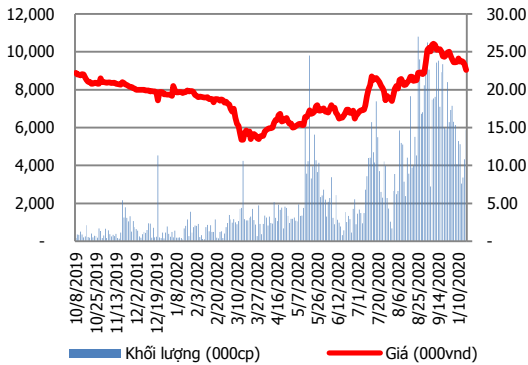
TCT CP THIẾT BỊ ĐIỆN VIỆT NAM (HSX: GEX)

Báo cáo cập nhật (8/10/2020)

Giá thị trường hiện tại	22,600 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	29,000 VND
Tăng/giảm (%)	23%
Bloomberg	GEX VN
Vốn hóa (tỷ VND)	10,950
Biến động 52 tuần (VND)	13,400-26,050
KLGBQ 12T (000cp)	2,051
GTGBQ 12T (tỷ VND)	41
Sở hữu NĐTNN (%)	49.0%
Sở hữu NĐT NN hiện tại (%)	14.3%

Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1M	3M	12M
GEX (%)	-12.8%	26.2%	1.8%
VN Index (%)	3.2%	6.3%	-7.1%

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông

Công ty TNHH Đầu tư GEX	15.74%
Nhóm MBCap	4.61%
CTCP đầu tư nước sạch và môi trường ECO&MORE	4.47%
Ông Nguyễn Văn Tuấn- TGD	11.70%
Cổ đông khác	62.48%

Chu Thế Huỳnh

Huynh.ChuThe@mbs.com.vn

Cơ hội đầu tư

Hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty cơ bản ổn định trong 6 tháng đầu năm với doanh thu đạt 7,312 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 528 tỷ đồng lần lượt bằng 103% và 91% cùng kỳ năm trước. Công ty đã thực hiện thoái vốn tại lĩnh vực Logistics và hiện tại đang đẩy mạnh chào mua công khai cổ phần của Tổng công ty Viglacera (VGC) cho mục tiêu sở hữu chi phối tại VGC.

Định giá cổ phiếu ở mức 29,000 đồng/cổ phần, Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu GEX tại mức giá hiện tại với khả năng tăng giá 23% trong 12 tháng tới.

Thông tin cập nhật

Quyết tâm thực hiện chiến lược mở rộng phát triển sang lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp: Công ty hoàn thành việc chào mua công khai 94.61 triệu cổ phiếu từ ngày 2/10/2020, nâng tỷ lệ sở hữu tại VGC từ 24.96% lên 46.15%. Công ty sẽ tiếp tục mua thêm để nâng sở hữu lên 51% theo mục tiêu đặt ra tại Đại hội đồng cổ đông thường niên 2020.

Công ty-nhóm công ty cũng thực hiện mua và trở thành cổ đông lớn của TCT Khu Công nghiệp đầu khí Long Sơn- PXL với tỷ lệ sở hữu đạt 21.07 triệu cổ phần, tương đương 25.52% vốn điều lệ của PXL. Trong kế hoạch phát triển, PXL sẽ phát hành thêm cổ phần cho GEX để tăng tỷ lệ sở hữu đến 65%, nguồn vốn phát hành dùng để phát triển Khu công nghiệp Long Sơn 800ha tại Long Sơn - Bà Rịa Vũng Tàu.

Thoái vốn tại lĩnh vực Logistics trong nửa đầu năm 2020, công ty đã thực hiện thoái toàn bộ vốn ở công ty TNHH Logistics, theo đó công ty đã chuyển nhượng toàn bộ danh mục các cổ phiếu trong mảng logistics gồm CTCP Sotrans, TCT CP đường sông, CTCP vận tải đa phương thức, công ty cũng thực hiện thoái vốn tại CTCP Cảng Đồng Nai (PDN) và CTCP MHC (MHC). Giá trị gốc của khoản đầu tư là 1,452 tỷ đồng, lợi nhuận thu được từ chuyển nhượng là 231 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2020

Mặc dù trước những khó khăn của dịch Covid-19, hoạt động của công ty vẫn có sự tăng trưởng nhẹ nhờ vào sự ổn định của lĩnh vực thiết bị điện, nước sạch và tăng trưởng của mảng sản xuất điện.

Doanh thu 6 tháng đầu năm đạt 7,312 tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ năm trước, lĩnh vực điện năng có sự tăng trưởng mạnh 42% với doanh thu đạt 104 tỷ đồng do dự án điện mặt trời Ninh Thuận đi vào hoạt động từ giữa năm 2019 đã mang lại doanh thu cho công ty trong 6 tháng đầu năm 2020. Lĩnh vực thiết bị điện đạt doanh thu 6,069 tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ, trong khi lĩnh vực nước sạch đạt 262 tỷ đồng, bằng 99% cùng kỳ năm trước và lĩnh vực logistics đạt 759 tỷ đồng doanh thu, giảm 4% so với cùng kỳ.

Trong khi doanh thu tăng 3%, giá vốn hàng bán tăng nhanh hơn với 5% và đạt giá trị 6,093 tỷ đồng, giá vốn tăng hầu hết các lĩnh vực hoạt động, trong đó lĩnh vực nước sạch và sản xuất điện có mức tăng nhanh nhất. Kết quả là lợi nhuận gộp đạt 1,219 tỷ đồng, bằng 95% cùng kỳ năm trước. Biên lợi nhuận tổng thể đạt 16.7% giảm so với mức 18.1% cùng kỳ năm trước.

Doanh thu tài chính đạt 363 tỷ đồng, tăng mạnh 117% so với cùng kỳ năm trước, điều này nhờ vào hoạt động chuyển nhượng mảng logistics mang lại lợi nhuận. Trong khi đó, chi phí tài chính cũng tăng 45% và đạt 540 tỷ đồng, trong đó, chi phí lãi vay đạt 365 tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ năm trước.

Lợi nhuận trước và sau thuế lần lượt đạt 528 tỷ đồng và 420 tỷ đồng, bằng 91% cùng kỳ năm trước, lợi nhuận cổ đông công ty mẹ đạt 351 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ 2019.

Bảng: Kết quả kinh doanh quý 2 và 6 tháng đầu năm 2020

Chi tiêu	Đơn vị	Q2.2019	Q2.2020	6T.2020	So sánh	
					QoQ	HoH
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	4,036	3,812	7,312	94%	103%
<i>Thiết bị điện</i>	Tỷ đồng	3,316	3,171	6,069	96%	103%
<i>Dịch vụ vận tải và kho vận</i>	Tỷ đồng	461	385	759	84%	96%
<i>Nước sạch</i>	Tỷ đồng	154	146	262	95%	99%
<i>Năng lượng</i>	Tỷ đồng	57	55	104	96%	142%
<i>BDS cho thuê</i>	Tỷ đồng	21	22	44	105%	105%
<i>Khác</i>	Tỷ đồng	27	32	72	119%	100%
Tăng trưởng doanh thu	Tỷ đồng	19.5%	-5.6%	3.0%	-28%	21%
<i>Thiết bị điện</i>	Tỷ đồng	19.5%	-4.4%	3.1%	-22%	23%
<i>Dịch vụ vận tải và kho vận</i>	Tỷ đồng	23.3%	-16.5%	-3.7%	-71%	-44%
<i>Nước sạch</i>	Tỷ đồng	0.0%	-5.2%	-0.8%		-3%
<i>Năng lượng</i>	Tỷ đồng	-64.4%	-3.5%	42.5%	5%	-64%
<i>BDS cho thuê</i>	Tỷ đồng	23.5%	4.8%	4.8%	20%	17%
<i>Khác</i>	Tỷ đồng	-48.1%	18.5%	0.0%	-39%	0%
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	3,298	3,172	6,093	96%	105%
<i>Thiết bị điện</i>	Tỷ đồng	2,790	2,706	5,188	97%	105%
<i>Dịch vụ vận tải và kho vận</i>	Tỷ đồng	373	312	603	84%	98%
<i>Nước sạch</i>	Tỷ đồng	64	70	131	109%	116%
<i>Năng lượng</i>	Tỷ đồng	33	43	83	130%	169%
<i>BDS cho thuê</i>	Tỷ đồng	10	12	21	120%	105%
<i>Khác</i>	Tỷ đồng	27	29	67	107%	97%
Lãi gộp	Tỷ đồng	738	640	1,219	87%	95%
<i>Thiết bị điện</i>	Tỷ đồng	526	465	881	88%	94%
<i>Dịch vụ vận tải và kho vận</i>	Tỷ đồng	88	73	156	83%	91%
<i>Nước sạch</i>	Tỷ đồng	90	76	131	84%	87%
<i>Năng lượng</i>	Tỷ đồng	24	12	21	50%	88%
<i>BDS cho thuê</i>	Tỷ đồng	11	10	23	91%	105%
<i>Khác</i>	Tỷ đồng	-	3	5		167%
Biên LNG	Tỷ đồng	18.3%	16.8%	16.7%	92%	92%
<i>Thiết bị điện</i>	Tỷ đồng	15.9%	14.7%	14.5%	92%	91%
<i>Dịch vụ vận tải và kho vận</i>	Tỷ đồng	19.1%	19.0%	20.6%	99%	94%
<i>Nước sạch</i>	Tỷ đồng	0.0%	52.1%	50.0%		87%
<i>Năng lượng</i>	Tỷ đồng	42.1%	21.8%	20.2%	52%	61%
<i>BDS cho thuê</i>	Tỷ đồng	52.4%	45.5%	52.3%	87%	100%
<i>Khác</i>	Tỷ đồng	0.0%	9.4%	6.9%		167%
Thu tài chính	Tỷ đồng	125	320	363	256%	217%
Chi tài chính	Tỷ đồng	217	308	540	142%	145%
<i>Chi phí lãi vay</i>	Tỷ đồng	170	193	365	114%	128%
Lãi lỗ trong công ty liên doanh liên kết	Tỷ đồng	19	(1)	23	-5%	54%
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	127	118	241	93%	108%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	177	159	318	90%	98%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	Tỷ đồng	361	374	506	104%	88%
Thu nhập khác	Tỷ đồng	7	21	28	300%	302%
Chi phí khác	Tỷ đồng	1	4	6	400%	146%
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	367	391	528	107%	91%
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	302	327	420	108%	90%
Lợi nhuận cho cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	110	30	69	27%	47%
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	Tỷ đồng	192	297	351	155%	110%
Thu nhập mỗi cổ phần	Đồng	452	608	719	135%	94%

Nguồn: BCTC GEX, TTNC MBS tổng hợp

I. Tình hình hoạt động của từng lĩnh vực

Sau khi thoái vốn ở mảng Logistics, hoạt động của công ty sẽ tập trung vào lĩnh vực sản xuất kinh doanh thiết bị điện, hạ tầng sản xuất phân phối điện và nước sạch. Công ty tiếp tục thể hiện tham vọng phát triển sang mảng hạ tầng khu công nghiệp, vật liệu xây dựng khi thông báo gia tăng sở hữu tại Tổng công ty Viglacera bằng việc mua thêm cổ phần tại đây.

Lĩnh vực sản xuất và kinh doanh thiết bị điện:

Mặc dù trong hoàn cảnh dịch Covid-19 bùng phát, thực hiện phong tỏa toàn xã hội trong tháng 4, hoạt động của lĩnh vực dây cáp và thiết bị điện vẫn có sự phát triển dương. Theo chia sẻ của công ty, sản lượng kinh doanh vẫn tiếp tục tăng lên, công ty cũng thực hiện chia sẻ những khó khăn của thị trường với khách hàng bằng các chính sách bán hàng, chiết khấu, gia tăng thị phần. Doanh thu 6 tháng đầu năm đạt 6,069 tỷ đồng, tăng 3.1% so với cùng kỳ.

SXKD thiết bị điện	Đơn vị	2017	2018	2019	6T.2020	6T.2019
Doanh thu	Tỷ đồng	10,530	11,441	12,667	6,069	5,886
- Dây cáp điện	Tỷ đồng	6,825	8,546	9,030	4,456	4,119
- Thiết bị điện	Tỷ đồng	3,705	2,895	3,637	1,613	1,767
Tăng trưởng doanh thu	%	25.6%	8.7%	10.7%	3.1%	
- Dây cáp điện	%	21.2%	25.2%	5.7%	8.2%	
- Thiết bị điện	%	34.6%	-21.9%	25.6%	-8.7%	
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,686	1,688	1,990	881	937
- Dây cáp	Tỷ đồng	687	886	1,104	509	514
- Thiết bị điện	Tỷ đồng	999	802	886	372	423
Biên lợi nhuận gộp	%	16.0%	14.8%	15.7%	14.5%	15.9%
- Dây cáp	%	10.1%	10.4%	12.2%	11.4%	12.5%
- Thiết bị điện	%	27.0%	27.7%	24.4%	23.1%	23.9%

Nguồn: GEX, TTNC MBS tổng hợp

Chúng tôi đánh giá lĩnh vực sản xuất và kinh doanh thiết bị điện vẫn là lĩnh vực nòng cốt phát triển của công ty trong năm 2020 và các năm tiếp theo. Trong 6 tháng cuối năm 2020, sản lượng sản xuất và kinh doanh vẫn có sự tăng trưởng ổn định, mặc dù vậy, hiệu quả hoạt động khả năng sẽ bị ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu đầu vào chính như Đồng, Nhôm đã tăng khá mạnh trong 3 tháng qua với lần lượt 26% và 13% đến giữa tháng 9.2020. Chúng tôi dự báo trong 6 tháng cuối năm, doanh thu lĩnh vực thiết bị điện đạt 7,865 tỷ đồng, lũy kế cả năm đạt mức 13,950 tỷ đồng.

Lĩnh vực sản xuất điện:

Nhà máy điện mặt trời Ninh Thuận vẫn hoạt động ổn định, sau khi hệ thống truyền tải điện được EVN nâng cấp, đã giải phóng công suất tốt hơn và hiện nhà máy đang hoạt động với 90-95% công suất thiết kế. Trong khi đó, các nhà máy thủy điện Sông Bung 4A, Cannan 1-2 hoạt động kém hơn do tình hình chung thiếu nước. Sản lượng điện 6 tháng đầu năm đạt 57.3 triệu kwh. Trong 6 tháng cuối năm, dự kiến các nhà máy thủy điện sẽ hoạt động tốt hơn, sản lượng điện 6 tháng cuối năm dự kiến đạt 102.5 triệu kwh. Chúng tôi dự báo doanh thu sản xuất điện cả năm 2020 đạt khoảng 250 tỷ đồng.

Đối với các dự án điện gió tại Quảng trị, công ty đang thực hiện dự án Hướng Phùng 2-3 và Gelex 1-2-3 với tổng công suất 140MW, sử dụng thiết bị công nghệ hiện đại từ hãng ENERCON của Đức. Hiện công tác xây dựng đang được tiến hành, dự kiến sẽ bắt đầu lắp đặt các tuabin từ tháng 4.2021 và đi vào hoạt động từ tháng 10.2021. Dự án được hưởng giá bán điện FIT 8.5 cent/kwh.

Tổng nguồn vốn đầu tư là hơn 6,000 tỷ, cơ cấu vốn chủ và vay là 35%:65% và đã được công ty thu xếp với các đối tác trong và ngoài nước, trong đó vốn vay tài trợ ưu đãi xuất khẩu thiết bị chiếm khoảng 40%.

Lĩnh vực nước sạch: Cùng với việc nâng cấp hệ thống đường ống phân phối, sản lượng nước sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định, sản lượng nước sản xuất và kinh doanh trong 6 tháng đầu năm lần lượt đạt 51.2 và 50.8 triệu mét khối. Chúng tôi dự báo sản lượng nước kinh doanh cả năm đạt khoảng 104 triệu m3, doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 562 tỷ đồng và 225 tỷ đồng.

Công ty tiếp tục thực hiện dự án nâng cấp công suất nhà máy từ 300,000 m³/ngày đêm lên 600,000 m³/ngày đêm, trong giai đoạn 2020-2025. Hiện dự án thành phần đường ống số 2 đang thực hiện đấu thầu và dự kiến thực hiện xây dựng và hoàn thành cuối năm 2021, đầu năm 2022. Trong thời gian này, công suất sản xuất nước cũng được nâng lên phù hợp với nhu cầu thị trường, công ty dự kiến sẽ tăng trưởng từ 6-8% sản lượng mỗi năm.

Nhu cầu vốn đầu tư toàn bộ dự án là khoảng 5,000 tỷ đồng, cơ cấu nguồn vốn đầu tư chủ sở hữu, nợ ay là 15%-85%, trong đó có các đối tác như ngân hàng VCB đã xem xét cho vay với thời hạn 18 năm, lãi suất khoảng 8%/năm. Công ty cũng dự tính cùng với sản lượng tăng thêm, giá bán nước cũng tăng lên từ 4-6%/năm để đến năm 2025 giá bán buôn có thể đạt 7,000 đồng/m³ so với mức hiện tại là 5,070 đồng/m³.

Dự án Tổ hợp khách sạn, dịch vụ thương mại, văn phòng tại số 10 Trần Nguyên Hãn:

Theo trao đổi với đại diện công ty, dự án đã được UBND Tp Hà Nội chấp thuận cho thuê đất tại số 10 Trần Nguyên Hãn và số 27-29 Lý Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, tổng diện tích là 9,934 m², thời hạn cho thuê là 50 năm.

Tổng vốn đầu tư vào khoảng 2,950 tỷ đồng, cơ cấu vốn đầu tư dự kiến là 30% vốn tự có và 70% vốn đi vay. Tổng diện tích xây dựng vào khoảng 84.000 m² gồm

Dự án đang trong quá trình xây dựng phương án đầu tư, điều chỉnh một số hạng mục để đảm bảo hiệu quả đầu tư kinh doanh tốt nhất. Phương án tài chính cũng đang được xem xét, trong đó, phần chi phí sử dụng đất dự kiến sẽ theo phương án trả tiền thuê đất hàng năm.

❖ **Dự báo kết quả kinh doanh cả năm 2020**

Với điều kiện thị trường hoạt động khả quan hơn trong nửa cuối năm 2020 khi dịch Covid 19 được kiểm soát, chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của công ty sẽ ổn định trở lại trong nửa cuối năm 2020. Dự báo doanh thu và lợi nhuận cả năm của công ty ở mức 15,706 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 825 tỷ đồng.

Trong trường hợp công ty thực hiện thành công nâng sở hữu tại VGC lên 51%, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ đạt mức 25,508 tỷ đồng (tính cho cả năm 2020), lợi nhuận trước thuế đạt 1,575 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 1.292 tỷ đồng, trong đó lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 831 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần có thể đạt mức 1,770 đồng.

II. Chào mua công khai VGC, nâng sở hữu lên trên 51% vốn cổ phần

Công ty thực hiện chiến lược phát triển mở rộng sang lĩnh vực bất động sản cho thuê khu công nghiệp bằng cách mua chi phối vốn cổ phần của Tổng Công ty Viglacera (VGC). Hiện tại, công ty đã hoàn thành chào mua công khai thêm 94,61 triệu cổ phần, tương ứng tỷ lệ 21.19%, với giá chào mua gần đây nhất là 23,500 đồng/cổ phần (sau khi đã nâng từ 17.700 đồng/cổ phần lên 21.500 đồng/cổ phần). Qua trao đổi, công ty đã thu xếp được bên bán, sau khi thực hiện thành công, tỷ lệ sở hữu của công ty sẽ đạt khoảng 46.11% và sẽ tiếp tục mua thêm để sở hữu đến 51% cho đến hết năm 2020, ngay cả khi không cần cổ đông lớn là Bộ Xây dựng thoái bán.

Công ty cũng chia sẻ nguồn vốn cần có để thực hiện là vào khoảng 2.500 tỷ, đã cơ bản được thu xếp với khoảng 1.500 tỷ đồng từ thoái vốn lĩnh vực Logistics vừa qua, và tìm kiếm thêm các nguồn vốn khác là khoảng 1.000 tỷ đồng.

Về tình hình hoạt động của VGC

Trong 6 tháng đầu năm, công ty tiếp tục đầu tư đồng bộ hạ tầng kỹ thuật, dịch vụ tại các khu công nghiệp hiện hữu, cho thuê

Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu của VGC đạt 4,840 tỷ đồng, xấp xỉ mức 4,839 tỷ đồng của cùng kỳ năm trước, lợi nhuận gộp đạt 1,142 tỷ đồng, tăng 3% so cùng kỳ, lợi nhuận trước thuế đạt 426 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 342 tỷ đồng, bằng 83% cùng kỳ năm trước.

Năm 2020 VGC đặt kế hoạch 8.300 tỷ đồng doanh thu và 750 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, như vậy 6 tháng đầu năm, công ty đã hoàn thành lần lượt 58% và 57% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế.

Kế hoạch kinh doanh trung hạn của VGC

Đơn vị: tỷ đồng

Chỉ tiêu	2019 TH	2020 KH	2021 KH	2022 KH	TH 6T.2020	So sánh 6T. 2019
1. Giá trị đầu tư của công ty mẹ	2,374	2,600	3,000	3,300		
- Lĩnh vực KCN	1,965	1,921	2,155	2,255		
- Lĩnh vực bất động sản nhà ở	344	472	500	500		
- Lĩnh vực VLXD	35	122	300	500		
2. Vốn điều lệ	4,484	4,484	4,484	4,484	4,484	100.0%
3. Doanh thu						
- TCT hợp nhất	10,145	8,300	10,300	11,000	4,840	100.1%
- Công ty mẹ	4,235	3,600	4,100	4,500	2,187	102.7%
4. Lợi nhuận trước thuế						
- TCT hợp nhất	970	750	1000	1100	426	82.9%
- Công ty mẹ	719	600	690	750	347	81.8%
5. Lợi nhuận sau thuế						
- TCT hợp nhất	759				342	83.6%
- Công ty mẹ	596	528	558	600	280	78.9%

Nguồn: VGC, MBS tổng hợp

Đánh giá của chúng tôi về việc mua thầu tóm VGC

Tiềm năng tăng trưởng to lớn

- Công ty sẽ mở rộng hoạt động sang lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp, là lĩnh vực đang được đánh giá có tiềm năng phát triển mạnh mẽ trong thời gian tới nhờ vào dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI vào Việt Nam.
- VGC hiện là một trong những doanh nghiệp phát triển khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam và đã có những thành công lớn. Hiện tại, VGC đang đầu tư và vận hành 12 khu công nghiệp trong nước với tổng diện tích lên đến 3,400ha, diện tích thương mại là 2,500ha, đến cuối năm 2019, diện tích thương phẩm có thể cho thuê là khoảng 1,700ha. VGC cũng đã xây dựng chiến lược phát triển trung và dài hạn, mục tiêu đến năm 2025 nâng tổng số các KCN của Tổng công ty lên 22 KCN, với trên 11 KCN mới với tổng diện tích tăng thêm khoảng từ 3,000-4,000 ha.
- Ngoài ra, VGC còn đang sở hữu và thực hiện danh mục bao gồm 11 dự án bất động sản nhà ở, văn phòng, trung tâm thương mại tại Hà Nội, Bắc Ninh, Vĩnh Phúc... với diện tích hơn 35.6ha.
- Mở rộng hoạt động kinh doanh sản phẩm dây và thiết bị điện, nước sạch và kinh doanh điện năng cho các khách hàng công nghiệp tại các khu công nghiệp hiện tại và phát triển trong tương lai.
- Nguồn lực tài chính sẽ được củng cố, các hệ số tài chính sẽ tốt hơn dựa trên năng lực tài chính khá dồi dào hiện nay của VGC. Theo báo cáo tài chính đến hết 6.2020 của VGC, tổng tài sản đạt 21,327 tỷ đồng, trong đó nguồn tiền mặt, tiền gửi là khoảng 2,500 tỷ đồng, trong khi Vay nợ ngắn và dài hạn rất thấp với chỉ 2,088 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ Nợ vay/Tổng Nguồn vốn chỉ là 9.8%.

Thách thức không nhỏ

- GEX chưa thực sự có kinh nghiệm trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp, vì vậy về cơ bản, hoạt động của VGC hiện dựa trên chiến lược phát triển và đội ngũ quản trị hiện tại, sẽ cần phải có thời gian để xem GEX có thể thúc đẩy sự phát triển mạnh mẽ và hiệu quả hơn của VGC hay không.
- Hiệu quả hoạt động của các khu công nghiệp của VGC đang ở mức thấp hơn so với trung bình ngành, sẽ cần có thêm những giải pháp phát triển đồng bộ để gia tăng hiệu quả sau khi sáp nhập. Ngoài ra, một số khu công nghiệp có tốc độ thu hút vốn chậm như KCN Tiên Hải –Thái Bình, KCN Phong Điền- Huế, phụ thuộc vào chính sách phát triển kinh tế của các địa phương như hạ tầng, nguồn lao động, các chính sách ưu đãi thu hút đầu tư...
- Lĩnh vực vật liệu xây dựng cũng đang trong giai đoạn cạnh tranh rất mạnh với các doanh nghiệp khác cùng ngành cũng như sản phẩm nhập khẩu. Cần có những chính sách phát triển, tập trung các lĩnh vực, nhóm sản phẩm VGC có thể mạnh, nâng cao hiệu quả hoạt động.

III. Định giá cổ phiếu

Định giá cổ phiếu GEX bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và so sánh PE, PB ngành, chúng tôi dự báo giá cổ phiếu GEX ở mức 29.000 đồng/cổ phần.

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (VND)
FCFE	29,060
PE	19,080
PB	19,350
Giá trị trung bình	22,500
Giá trị tăng thêm từ các dự án điện gió+Bất động sản	6,500
Giá Mục tiêu	29,000

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giá thiết định giá:

- Công ty tiếp tục hoạt động trên nền tảng ngành nghề kinh doanh hiện tại, tập trung vào lĩnh vực sản xuất dây cáp điện và thiết bị điện.
- Công ty sẽ thực hiện thành công việc mua chi phối cổ phiếu VGC lên mức 51%. Doanh thu và lợi nhuận của VGC năm 2020 đạt mức 9,800 tỷ và 750 tỷ đồng, các năm tiếp theo VGC phát triển với tốc độ bình quân 8%/năm giai đoạn 2021-2025.
- Công ty cũng hoàn thành việc đầu tư nâng cấp nhà máy nước sạch Sông Đà lên công suất 600,000 m³/ngày đêm.
- Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu được xác định ở mức 11.62% dựa trên lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm phát hành tại thời điểm quý III.2020 và phần bù rủi ro cổ phiếu là 8%.

Kết quả là giá trị cổ phiếu của công ty đạt mức 29,060 đồng/cổ phần.

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	%	11.62%
Tăng trưởng dòng tiền thuần sau 2026	%	2.50%
Hiện giá dòng tiền tự do giai đoạn 2020E - 2026F	Tỷ đồng	3,992
Hiện giá dòng tiền tự do sau năm 2026F	Tỷ đồng	19,862
Tiền và tương đương tiền cuối năm 2020	Tỷ đồng	2,892
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	26,747
Vay và nợ cuối năm 2020	Tỷ đồng	12,559
Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	14,188
Số lượng cổ phần	Cổ phần	488,244,000
Giá trị mỗi cổ phần	Đồng	29,060

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:

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (VND)
PE	19,080
PB	19,350

Giá trị tăng thêm từ các dự án Điện gió và Tổ hợp khách sạn, trung tâm thương mại và văn phòng tại số 10 Trần Nguyễn Hãn-Hoàn Kiếm- Hà Nội

Chi tiêu	Đơn vị	Dự án điện gió Hướng Phụng 1+2	Dự án Điện gió GELEX 1+2+3	Dự án Tổ hợp khách sạn, dịch vụ thương mại, văn phòng cho thuê số 10 Trần Nguyễn Hãn-Hoàn Kiếm- Hà Nội
Công suất thiết kế	MW	50	90	
Sản lượng điện thiết kế hàng năm	Triệu kwh	181	273	
Giá bán điện FIT	usd/kwh	0.085	0.085	
Diện tích đất	M2			9,934
<i>Tổng diện tích xây dựng</i>	<i>M2</i>			<i>84,096</i>
- <i>Diện tích khách sạn</i>				<i>29,000</i>
- <i>Diện tích Văn phòng</i>				<i>16,000</i>
- <i>Diện tích TTTM (hầm 1-3)</i>				<i>19,200</i>
- <i>Diện tích để xe (hầm 3-4)</i>				<i>19,200</i>
Vòng đời dự án	Năm	22	22	50
Tổng vốn đầu tư	Tỷ đồng	2,187	3,942	2,950
- <i>Tỷ lệ Vốn chủ sở hữu</i>	%	35%	35%	30%
- <i>Tỷ lệ Vốn vay</i>	%	65%	65%	70%
Năm dự kiến hoàn thành	năm	Q3.2021	Q4.2021	2023
Doanh thu dự kiến trung bình hàng năm	Tỷ đồng	418	632	86 triệu usd
Lợi nhuận trước thuế dự kiến hàng năm	Tỷ đồng	267	358	36 triệu usd
NPV	Tỷ đồng	1,239	918	1,047
IRR	%	16.6%	11.8%	12.4%
Tỷ lệ sở hữu tại các dự án	%	98.70%	98.44%	100.00%
Giá trị gia tăng từ các dự án cho công ty	Tỷ đồng	1,223	903	1,047
Giá trị gia tăng từ các dự án cho mỗi cổ phần	Đồng/cổ phần			6,500

Phụ lục : PE-PB và doanh nghiệp so sánh

Mã chứng khoán	Quốc gia	Vốn hóa (triệu usd)	P/E	P/B
KEII IN Equity	India	454	11.74	2.21
KCE TB Equity	Thailand	1,176		
SVI TB Equity	Thailand	279	18.02	2.47
UCHI MK Equity	Malaysia	294	17.25	
POLYCAB IN Equity	India	1,792	17.32	
HANA TB Equity	Thailand	1,092	18.45	1.62
FNXC IN Equity	India	600	11.64	1.52
GUNKUL TB Equity	Thailand	632	9.44	2.11
601616 CH Equity	China	472	16.31	1.24
603897 CH Equity	China	506		1.77
002546 CH Equity	China	520		1.16
THI VN Equity	Vietnam	68	10.88	1.33
CAV	Vietnam	180	9.00	3.00
SAM VN Equity	Vietnam	121		1.05
TYA VN Equity	Vietnam	17	5.63	0.93
PAC VN Equity	Vietnam	48	8.59	1.61
Trung bình nhóm thiết bị điện			12.96	1.65
SZC	Vietnam		12.85	2.29
KBC	Vietnam		12.44	0.68
IDV	Vietnam		4.40	2.23
TDT	Vietnam		6.70	1.12
BCM	Vietnam		23.00	2.93
IDC	Vietnam		22.00	2.14
SZL	Vietnam		8.90	1.89
PHR	Vietnam		9.40	2.64
NTC	Vietnam		13.60	5.28
SIP	Vietnam		9.50	3.37
Trung bình nhóm Bất động sản khu công nghiệp			12.28	2.46

Nguồn: Bloomberg, MBS tổng hợp

Liên hệ: Equity Research**Trưởng nhóm nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu****Trương Thùy Dương***(Duong.Truongthuy@mbs.com.vn - Tel 0942434432)***Dầu khí, hóa chất****Chu Thế Huỳnh***(Huynh.ChuThe@mbs.com.vn - Tel: 0919 336595)***Bất động sản, Xây dựng, vật liệu xây dựng****Nguyễn Bảo Trung***(Trung.NguyenBao@mbs.com.vn - Tel: 0988739505)***Hàng tiêu dùng, Bán lẻ, IT****Phạm Việt Duy***(Duy.PhamViet@mbs.com.vn - Tel: 0986696617)***Phạm Thu Yến***(Yen.PhamThu@mbs.com.vn - Tel: 0376965910)***Ngân hàng, Logistics****Lê Khánh Tùng***(Tung.Lekhanh@mbs.com.vn - Tel: 0335699989)***Dệt May****Phạm Thị Phương Anh***(Anh1.PhamThiPhuong@mbs.com.vn - Tel: 0886721196)***Hàng tiêu dùng, Nhựa****Đinh Công Luyện***(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn - Tel: 0978877784)*

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%
TRUNG LẬP	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

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 HỢI 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.