

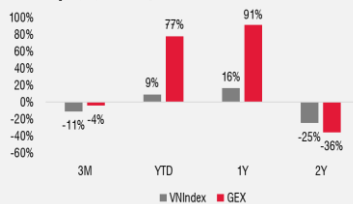
CTCP Tập đoàn GELEX (GEX: HOSE)

Ngày báo cáo: 15/11/2023
NGÀNH: CÔNG NGHIỆP
PGĐ PTCF: Đào Minh Châu, CFA
Email: chaudm@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3636 3688 ext. 3052

Giá CP ngày 14/11/2023: 22.150 Đồng

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 774
 Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 18.733
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 851
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 21.464.279
 Giá cao/thấp nhất 52T (1000 Đ): 26,3/10,8
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 474,7
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 13,24
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Tổng Công ty cổ phần Thiết bị điện Việt Nam (GELEX) thành lập bởi Bộ Công Thương vào năm 1995, và IPO trong năm 2010, với vốn điều lệ 1,4 nghìn tỷ đồng.

Đầu năm 2017, GEX tăng vốn điều lệ từ 1,55 nghìn tỷ đồng lên 2,32 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành quyền cho cổ đông hiện hữu, và sau đó tăng vốn điều lệ lên 2.668 tỷ đồng trong tháng 6 thông qua cổ phiếu thưởng, tỷ lệ 100:15. Vào tháng 1/2018, GEX đã chuyển các cổ phiếu niêm yết từ UPCOM sang HOSE.

Thoái vốn khỏi các dự án năng lượng tái tạo có thể mang lại lợi nhuận bất thường trong nửa đầu năm 2024

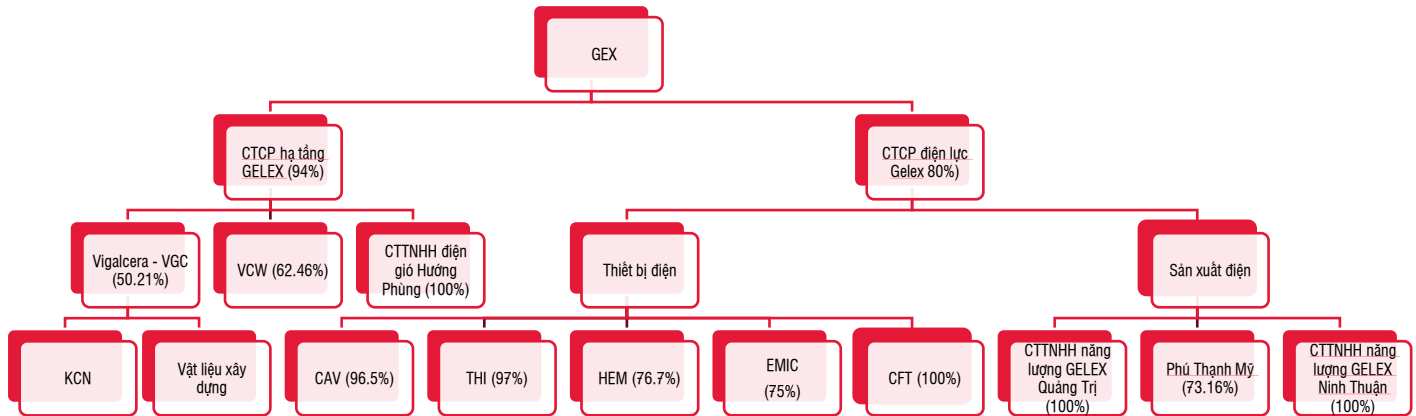
Trong 9 tháng đầu năm 2023, tổng doanh thu và lợi nhuận trước thuế (LNTT) của GEX giảm lần lượt -11,5% và -21,4% svck đạt 21,9 nghìn tỷ đồng và 1,39 nghìn tỷ đồng, do mảng thiết bị điện và vật liệu xây dựng sụt giảm bởi sự trì trệ của thị trường nhà ở. Tuy nhiên, doanh thu và lợi nhuận gộp từ mảng bất động sản, chủ yếu từ mảng KCN thuộc VGC, tăng lần lượt 20% và 64,6% svck đạt 3,7 nghìn tỷ đồng và 1,7 nghìn tỷ đồng (bất chấp mức nền tương đối cao trong 9T2022), nhờ giá cho thuê tăng khoảng 15%-20% svck tại một số KCN và diện tích cho thuê tăng mạnh 26,6%, đạt 157 ha trong 9T2023.

Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNTT lần lượt đạt 31,22 nghìn tỷ đồng (giảm 2,7% svck) và 1,81 nghìn tỷ đồng (tăng 13,2% svck). LNTT dự kiến sẽ vượt 42% kế hoạch thận trọng của công ty cho năm 2023. Khu công nghiệp hiện là mảng đóng góp lợi nhuận lớn nhất cho GEX, sẽ tiếp tục là mảng ghi nhận kết quả hoạt động tốt nhất trong cả năm 2023. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận mảng vật liệu xây dựng và thiết bị điện sẽ phục hồi từ mức thấp của năm 2023, trong khi mảng KCN có khả năng giảm tốc so với mức nền cao được thiết lập trong năm 2023. Chúng tôi ước tính công ty có thể ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường tối đa khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng trong trường hợp công ty thoái vốn thành công khỏi các dự án năng lượng. Hiện tại chúng tôi chưa đưa khoản này vào ước tính lợi nhuận năm 2024 do hai bên vẫn trong quá trình xin chấp thuận và các thủ tục pháp lý liên quan để tiến hành giao dịch.

GELEX đang đẩy mạnh chiến lược hợp tác với các đối tác quốc tế trong các lĩnh vực kinh doanh hiện tại, bao gồm KCN, bất động sản, năng lượng tái tạo, thiết bị điện, cũng như các lĩnh vực kinh doanh mới (như hợp tác với Fraser và Sembcorp) là nền tảng của chiến lược này.

Tổng quan các mảng hoạt động của GEX

Cơ cấu hoạt động – Tỷ lệ sở hữu tại các công ty con chính



VGC và GEE là các công ty con đóng góp chính vào kết quả kinh doanh của tập đoàn GEX, cụ thể 2 công ty này đóng góp hơn 95% doanh thu và lợi nhuận gộp của GEX (tổng LNTT của VGC và GEE cao hơn GEX do chi phí tài chính và quản lý tăng trong báo cáo hợp nhất). GEX sở hữu 94% CTCP hạ tầng Gelex, công ty con đang nắm giữ 50,21% cổ phần của VGC, do đó, lợi ích cổ đông không kiểm soát khá cao, chiếm khoảng 76% và 63% lợi nhuận ròng của GEX trong năm 2022 và 9 tháng đầu năm 2023.

	Doanh thu		Lợi nhuận gộp		LNTT	
	9T23	9T22	9T23	9T22	9T23	9T22
GEE	11.680	12.791	1.463	1.609	795	663
VGC	10.174	11.313	2.954	3.525	1.589	2.049
GEX	21.893	24.729	4.351	5.147	1.388	1.767
<i>Tỷ trọng của VGC & GEE trong tổng KQKD của GEX</i>	100%	97%	102%	100%	172%	153%

Nguồn: GEE, VGC, GEX

KQKD 9T2023

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2023, doanh thu và LNTT của GEX giảm lần lượt 11,5% và 21,4% đạt 21,9 nghìn tỷ đồng và 1,39 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, NPATMI tăng 18,7% svck đạt 351 tỷ đồng nhờ lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát giảm 41% do lợi nhuận từ mảng điện tăng lên và chi phí tài chính do công ty mẹ giảm xuống.

Tỷ đồng	9T2023	9T2022	YoY	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận	
					9T2023	9T2022
Doanh thu thuần	21.893	24.729	-11,5%	58%		
Lợi nhuận gộp	4.351	5.147	-15,5%		19,9%	20,8%
Lợi nhuận hoạt động	2.476	2.780	-10,9%		11,3%	11,2%
EBIT	2.441	2.801	-12,9%		11,1%	11,3%
LNTT	1.388	1.767	-21,4%	109%	6,3%	7,1%
LN ròng	944	1.306	-27,7%		4,3%	5,3%
LN ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	351	296	18,7%		1,6%	1,2%

Nguồn: GEX

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp

	Doanh thu			Lợi nhuận gộp			Biên lợi nhuận gộp	
	9T2023	9T2022	Tăng trưởng svck (%)	9T2023	9T2022	Tăng trưởng svck (%)	9T2023	9T2022
Thiết bị điện	11.063	12.235	-9,6%	1.196	1.369	-12,6%	10,8%	11,2%
Tiện ích	1.187	1.079	10,0%	470	518	-9,1%	39,6%	48,0%
Vật liệu xây dựng	5.836	7.124	-18,1%	787	1.755	-55,2%	13,5%	24,6%
Bất động sản	3.716	3.097	20,0%	1.706	1.037	64,6%	45,9%	33,5%
Tổng cộng	21.893	24.729	-11,5%	4.351	5.147	-15,5%	19,9%	20,8%

Nguồn: GEX

Màng bất động sản: Màng bất động sản chủ yếu bao gồm các KCN thuộc VGC, là màng hoạt động duy nhất có mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong 9T2023. Doanh thu và lợi nhuận gộp từ màng này tăng lần lượt 20% và 64,6% svck đạt 3,72 nghìn tỷ đồng và 1,71 nghìn tỷ đồng (bất chấp mức nền tương đối cao trong 9T2022) và nhờ giá thuê tăng khoảng 15%-20% svck tại một số KCN – cùng với sự tăng trưởng vững chắc của diện tích cho thuê, đạt 157 ha trong 9 tháng đầu năm 2023 (tăng 26,6% svck). Doanh thu cho thuê đất KCN trong 9T2023 chủ yếu đến từ KCN Yên Phong (tỉnh Bắc Ninh), KCN Đông Mai (tỉnh Quảng Ninh), KCN Tiền Hải (tỉnh Thái Bình) và KCN Yên Mỹ (tỉnh Hưng Yên).

VGC hiện đang vận hành 12 KCN với tổng diện tích 3.300 ha chủ yếu ở miền Bắc, tỷ lệ lấp đầy hiện tại khoảng gần 60%, theo đó, diện tích còn lại sẵn sàng cho thuê là 990ha. Các KCN còn nhiều diện tích sẵn sàng cho thuê bao gồm KCN Hải Yên (tỉnh Quảng Ninh), KCN Phú Hà (tỉnh Phú Thọ), KCN Tiền Hải (tỉnh Thái Bình), KCN Phong Điền (Thừa Thiên Huế) và KCN Yên Mỹ (tỉnh Hưng Yên). Theo ban lãnh đạo, biên lợi nhuận gộp ở các KCN gần như tương đồng, ngoại trừ KCN Phong Điền có biên lợi nhuận thấp hơn do vị trí kém thuận lợi hơn.

Các KCN thuộc VGC đã thu hút 16 tỷ USD vốn FDI, với nhiều công ty FDI lớn đến từ ngành điện, bao gồm Samsung, Foxconn, BYD, Canon, Amkor, Hyosung, Kortel...

Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng **vật liệu xây dựng** giảm lần lượt -18,1% và -55,8% svck đạt 5,84 nghìn tỷ đồng và 787 tỷ đồng, do sự suy yếu của tất cả các dòng sản phẩm trong bối cảnh thị trường bất động sản chưa khởi sắc. Mảng kính, vốn đã có một năm thành công trong năm 2022 và mang lại 46,6% lợi nhuận gộp cho mảng vật liệu xây dựng trong 9T2022, ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp giảm lần lượt là -33,3% và -97,4% svck trong 9T2023. Biên lợi nhuận gộp của mảng này giảm từ 35% trong 9T2022 xuống 1,4% trong 9T2023 do công suất hoạt động thấp hơn và giá kính giảm khoảng 20%-30% svck. Các dòng sản phẩm VLXD khác cũng sụt giảm đáng kể cả về doanh thu lẫn biên lợi nhuận gộp do nhu cầu thị trường giảm.

	Doanh thu			Lợi nhuận gộp			Biên lợi nhuận gộp	
	9T2023	9T2022	Tăng trưởng svck (%)	9T2023	9T2022	Tăng trưởng svck (%)	9T2023	9T2022
Kính	1.506	2.257	-33,3%	21	789	-97,4%	1,4%	35,0%
Thiết bị vệ sinh	658	799	-17,7%	194	284	-31,6%	29,5%	35,5%
Ngói	2.512	2.554	-1,6%	436	473	-7,9%	17,3%	18,5%
Gạch nung	933	1.240	-24,8%	98	148	-33,9%	10,5%	11,9%
Tổng cộng	5.836	7.124	-18,1%	787	1.755	-55,2%	13,5%	24,6%

Nguồn: VGC, SSI Research

Thiết bị điện: Sau khi giảm 14,3% svck trong năm 2022, doanh thu từ thiết bị điện tiếp tục giảm 9,6% svck trong 9 tháng đầu năm 2023, cùng với mức giảm 12,6% của lợi nhuận gộp do: (1) khoản đầu tư của Tập đoàn Điện lực Việt Nam chậm lại trước kết quả kinh doanh kém khả quan của Tập đoàn (giá trị đầu tư ròng của Tổng

công ty Truyền tải Điện Quốc gia EVN trong nửa đầu năm đạt 2,6 nghìn tỷ đồng, giảm 35% svck và chỉ hoàn thành 27% kế hoạch cả năm của công ty); và (2) Hoạt động xây dựng hộ gia đình chững lại cùng với thị trường bất động sản (kênh hộ gia đình chiếm khoảng 80% doanh thu CAV). Biên lợi nhuận gộp duy trì khá tốt ở mức 10,8% trong 9T2023 so với 11,2% trong 9T2022 nhờ giá đầu vào giảm.

Các công ty con thiết bị điện của GEX bao gồm CAV, THI, HEM, EMIC, trong đó CAV vẫn là doanh nghiệp đóng góp phần lớn vào doanh thu và lợi nhuận, cụ thể CAV đóng góp 60%-70% doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng thiết bị điện, trong khi THI cũng đóng góp tỷ trọng đáng kể từ 10%-15%.

Sản phẩm	Công suất	Cơ cấu doanh thu	Đầu vào chính (% in giá vốn)	Thị phần	Công suất hoạt động
CAV Cáp	2 triệu km	Kênh phân phối: 70-75% EVN và xuất khẩu: 25-30%	Đồng, nhôm: 90%	Hơn 30% (đứng đầu cả nước)	50-60%
THI Máy biến áp	27k máy	EVN và phân phối: 70-80% Kênh xuất khẩu và khác: 20-30%	Đồng, thép: 80%	35% (Đứng đầu miền Trung và miền Nam)	40-60%

Nguồn: GEX

Tiện ích: Mảng tiện ích của GEX bao gồm phát điện và cấp nước, đóng góp lần lượt 5,4% và 10,8% doanh thu và lợi nhuận gộp hợp nhất trong 9T2023.

Về phát điện, GEX hiện có tổng công suất là 245GW, bao gồm các loại hình năng lượng tái tạo chính là điện mặt trời, thủy điện, điện gió và điện mặt trời áp mái, và tập trung chủ yếu nằm ở miền Trung. Tất cả các trang trại năng lượng mặt trời và gió của GEX đã được đưa vào hoạt động trước thời hạn Chính phủ quy định, do đó có thể cung cấp mức giá điện ưu đãi 0,084-0,0935 USD/kwh trong suốt 20 năm hoạt động. Năm 2022, sản lượng phát thủy điện và năng lượng tái tạo khác (năng lượng gió và năng lượng mặt trời) đạt 205 kwh và 345 kwh (tăng 25% svck và 132% svck).

Nhà máy	Công suất (MW)	Giá FIT (US cent/kwh)	Năm hoạt động	Tỷ lệ sở hữu
Điện gió Gelex Quảng Trị & Hướng Phùng	140	8,5	2021	100%
Điện mặt trời Ninh Thuận	55	9,35	2019	100%
Điện áp mái		8,38	2020	100%
Thủy điện Sông Bung 4A	50		2013	73.16%

Nguồn: GEX

Về **cấp nước**, GEX sở hữu 62,5% cổ phần VCW, công ty chiếm 25% thị phần cấp nước tại Hà Nội, với công suất 300.000 m2/ngày đêm. Công ty đang đầu tư vào một dự án lớn nhằm tăng gấp đôi công suất vào năm 2025, với chi phí đầu tư là 5 nghìn tỷ đồng. Dự án đã hoàn thành việc xây dựng hệ thống đầu nối đường ống dài 40 km và tiếp tục triển khai xây dựng hệ thống bể chứa và hệ thống lọc nước.

Trong 9 tháng đầu năm 2023, doanh thu từ mảng tiện ích tăng 10% svck đạt 1.187 tỷ đồng nhờ các nhà máy điện hoạt động hiệu quả, với doanh thu điện tăng 13% svck. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp của mảng này giảm 9,1% svck đạt 470 tỷ đồng do lợi nhuận gộp của VCW giảm 35% do công ty đã đưa vào hoạt động một phần của giai đoạn mở rộng với giá trị khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng trong kỳ, khiến chi phí hoạt động tăng cao trong thời gian này.

Triển vọng kinh doanh

GEX đặt kế hoạch doanh thu và LNTT hợp nhất lần lượt là 37,5 nghìn tỷ đồng và 1,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2023; tăng trưởng hàng năm đối với doanh thu và LNTT lần lượt là 7,5% và 27,9% trong 3 năm tới.

Khu công nghiệp:

VGC dự kiến sẽ cho thuê khoảng 212 ha trong năm 2023, chủ yếu từ các KCN Yên Phong 2C, Yên Mỹ, Thuận Thành và Phong Điền. Trong thời gian tới, công ty dự kiến sẽ cho thuê khoảng 170-200 ha đất khu công nghiệp mỗi năm. Công ty đang tìm cách phát triển các KCN mới tại các tỉnh miền Bắc và miền Trung như Thái Nguyên, Yên Bái, Phú Thọ, Quảng Ninh, Lạng Sơn, Khánh Hòa và đặt mục tiêu duy trì diện tích dự trữ ít nhất gấp đôi so với hợp đồng thuê hàng năm. VGC dự kiến sẽ được chấp thuận chủ trương đầu tư khoảng 850 ha trong 1-2 năm tới từ các dự án tại Yên Bái, Thái Nguyên và Khánh Hòa với IRR dự kiến ít nhất 20%.

Ngoài ra, GEX cũng đã thành lập liên doanh Titan JV với Fraser Property Vietnam, trong đó GEX nắm giữ 49% cổ phần nhằm phát triển nhà máy và kho bãi tại các KCN ở miền Bắc.

Trong thời gian tới, mảng KCN có thể tiếp tục được hưởng lợi từ dòng vốn FDI ổn định, nhờ xu hướng chuyển dịch sản xuất ra khỏi Trung Quốc. Theo Cục Đầu tư Nước ngoài, vốn FDI đăng ký vào Việt Nam trong 10 tháng đầu năm 2023 tăng 14,7% so với cùng kỳ năm trước đạt 25,76 tỷ USD. Các tỉnh nhận được nhiều vốn FDI nhất nằm ở miền Bắc. Theo CBRE, giá thuê có thể tiếp tục tăng trong thời gian tới, mặc dù với tốc độ chậm hơn so với những năm gần đây do mức nền cao trước đó.

Vật liệu xây dựng:

Chúng tôi dự báo ngành vật liệu xây dựng sẽ tiếp tục yếu trong quý 4/2023 do thị trường bất động sản chưa có dấu hiệu khởi sắc. Trong thời gian tới, động lực tăng trưởng cho mảng này là nhà máy Eurotile, trước đây là nhà máy Bạch Mã và được VGC mua lại vào năm 2021. Dự án đã hoàn thành đổi mới trong năm 2023 và nâng công suất gạch của công ty lên hơn 30% đạt 38 triệu m².

VGC cũng có kế hoạch triển khai dự án Phú Mỹ 2 với công suất 900 tấn kính nổi/ngày, tương đương khoảng 55% công suất hoạt động. Dự án dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động trong năm 2025, nhưng có thể kéo dài do điều kiện thị trường chưa thuận lợi ở thời điểm hiện tại.

	Đơn vị	Công suất thiết kế mỗi năm	Sản lượng sản xuất		Công suất hoạt động
			2021	2022	
Ngói	Triệu m ²	38	26	33	83%
Thiết bị vệ sinh	Triệu sản phẩm	2.530	2.049	2.246	89%
Gạch nung	Triệu viên	132	68	70	53%
Kính xây dựng	Triệu m ²	100			70%

Nguồn: GEX, VGC

Thiết bị điện: Doanh thu từ các công ty con thiết bị điện chính bao gồm CAV, THI, HEM và EMIC dự kiến sẽ giảm hơn 6,2% so với cùng kỳ trong năm 2023 do tình hình tài chính của EVN suy giảm và nhu cầu từ kênh dân dụng yếu đi cùng với xu hướng của thị trường bất động sản nhà ở. Biên lợi nhuận của mảng này trong nửa cuối năm 2023

cũng có thể bị ảnh hưởng kém tích cực do giá hàng hóa tăng, nhu cầu yếu có thể khiến các nhà sản xuất khó tăng giá kịp thời.

Theo Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia, đơn vị trực thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam chịu trách nhiệm phát triển và vận hành hệ thống truyền tải điện toàn quốc, tổng mức đầu tư cho hệ thống truyền tải trong năm 2023 theo kế hoạch là 13 nghìn tỷ đồng, giảm 21% so với thực tế giải ngân trong năm 2022 (chúng tôi lưu ý rằng thực tế giải ngân năm 2022 đạt 81,4% kế hoạch).

Về dài hạn, theo Quy hoạch điện VIII, tổng vốn đầu tư cho lưới điện truyền tải dự kiến sẽ tăng đáng kể từ mức trung bình 1 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2011-2020 lên 1,5 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2020-2030 và khoảng 1,7-1,9 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2031-2050. Như đã đề cập ở trên, EVN chiếm khoảng 20% doanh thu từ cáp và khoảng 50% doanh thu từ máy biến áp.

Tiện ích:

Phát điện: Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận gộp từ sản xuất điện sẽ tăng lần lượt 10% và 14%. Công ty đặt mục tiêu đạt 200 tỷ đồng LNTT cho mảng điện trong năm 2023.

Trong thời gian tới, việc thoái vốn khỏi nhà máy điện tái tạo hiện tại sẽ mang lại lợi nhuận đột biến đáng kể trong nửa đầu năm 2024. Sembcorp Solar Việt Nam, công ty con của Sembcorp Industries – nhà cung cấp giải pháp năng lượng và đô thị hàng đầu có trụ sở tại Singapore, mới đây đã công bố cổ phần chi phối trong khoảng từ 73% đến 100% ở các dự án năng lượng tái tạo đang hoạt động của GEX với giá trị vốn chủ sở hữu tối đa là 218 triệu SGD, tương đương 3.825 nghìn tỷ đồng. Giá trị giao dịch phụ thuộc vào nhiều điều kiện liên quan theo thỏa thuận của Gelex và Sembcorp. Hiện hai bên vẫn trong quá trình xin chấp thuận và các thủ tục pháp lý liên quan để tiến hành giao dịch. Với tổng công suất các dự án này là 245 MW, thương vụ này sẽ nâng tổng công suất năng lượng tái tạo của Sembcorp tại Việt Nam lên 450 MW và tổng công suất của tập đoàn lên 12,2 GW trên toàn thế giới.

Chúng tôi ước tính thương vụ thoái vốn có thể mang lại cho GEX khoản lợi nhuận tài chính tối đa vào khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong nửa đầu năm 2024.

Trong thời gian tới, GEX sẽ tiếp tục tìm kiếm cơ hội, đầu tư vào các dự án tiềm năng trong lĩnh vực NLTT, gần nhất là các dự án điện gió ngoài khơi, tổng công suất 800 MW.

Cấp nước: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ VCW có thể tăng khoảng 5%, nhưng lợi nhuận gộp của công ty có thể giảm 34% svck trong năm 2023 do một bộ phận của giai đoạn mở rộng vào vận hành với giá trị khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023. Toàn bộ dự án mở rộng có vốn đầu tư hơn 5 nghìn tỷ đồng, dự kiến hoàn thành vào năm 2024 và sẽ tăng gấp đôi công suất của công ty lên 600 nghìn m³ nước/ngày đêm. Tuy nhiên, khả năng sinh lời của dự án còn phụ thuộc vào giá nước mà công ty có thể chào bán, dự kiến sẽ tăng 20% so với mức hiện tại nhưng vẫn chưa được phê duyệt.

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNTT của GEX lần lượt đạt 31,2 nghìn tỷ đồng (giảm 2,7% svck) và 1,8 nghìn tỷ đồng (giảm 13,2% svck) cho năm 2023. Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng LNTT của công ty có thể tăng 11,5% svck đạt 2 nghìn tỷ đồng, nhờ sự phục hồi của mảng thiết bị điện và vật liệu xây dựng so với mức nền thấp trong năm 2022. Chúng tôi chưa tính đến khoản lợi nhuận bất thường tiềm năng từ việc thoái vốn khỏi các dự án phát điện hiện tại vào ước tính lợi nhuận năm 2024.

Tỷ đồng	Doanh thu				Lợi nhuận gộp				Biên lợi nhuận gộp		
	2023	% svck	2024	% svck	2023	% svck	2024	% svck	2022	2023	2024
Thiết bị điện	15.018	-6,2%	16.070	7,0%	1.592	-18,6%	1.768	11,0%	12,2%	10,6%	11,0%
Tiện ích	1.673	8,2%	1.840	10,0%	662	-5,7%	741	11,9%	45,4%	39,6%	40,2%
Vật liệu xây dựng	8.069	-16,0%	8.634	7,0%	1.130	-48,1%	1.554	37,6%	22,7%	14,0%	18,0%
Bất động sản	4.786	-1,4%	4.097	-14,4%	2.056	16,7%	1.690	-17,8%	36,3%	43,0%	41,2%
Tổng cộng	31.219	-2,7%	32.481	4,0%	5.589	-13,5%	5.902	5,6%	20,1%	17,9%	18,2%

Nguồn: GEX, SSI Research

Kế hoạch đầu tư khác

Tổ hợp bất động sản Trần Nguyên Hãn: GEX đang phát triển tổ hợp văn phòng và khách sạn 5 sao gồm 240 phòng rộng 8.500 m² trên diện tích 1 ha tại số 10 Trần Nguyên Hãn, TP. Hà Nội. Dự án do GEX sở hữu 100% với tổng vốn đầu tư khoảng 4,7 nghìn tỷ đồng (nguồn vốn vay chiếm khoảng 60%-70% tài sản).

Công ty đã giải ngân 640 tỷ đồng và đã hoàn thành thiết kế kỹ thuật và thi công 4 tầng hầm. Dự án dự kiến sẽ bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2025 và có lãi từ năm thứ 5. Doanh thu và EBITDA trung bình trong 5 năm đầu sau khi ổn định dự kiến lần lượt là 1,1 nghìn tỷ đồng và 450 tỷ đồng mỗi năm.

PXL: GEX nắm giữ 25,47% cổ phần của CTCP Đầu tư Khu công nghiệp Dầu khí Long Sơn (PXL: UPCOM) – doanh nghiệp phát triển khu công nghiệp ở miền Nam. Trong ngắn hạn, GEX có thể xem xét tăng tỷ lệ sở hữu tại PXL để triển khai KCN Long Sơn tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu trải dài trên 850 ha. Công ty đang thực hiện các thủ tục để triển khai dự án và chuyển đổi chức năng KCN từ nhà máy lọc dầu sang KCN đa ngành. PXL dự kiến hoàn thành các thủ tục pháp lý cho dự án trong năm 2023 và có thể bắt đầu giải phóng mặt bằng từ năm 2024.

Kế hoạch tăng tỷ lệ sở hữu tại VGC: Theo cập nhật mới nhất, Chính phủ có kế hoạch thoái vốn 38,6% cổ phần còn lại tại VGC trong giai đoạn 2022-2025. Với vai trò là cổ đông kiểm soát hiện tại của VGC, GEX sẽ đánh giá triển vọng và định giá của VGC để quyết định có tăng tỷ lệ sở hữu tại VGC hay không.

Cơ cấu bảng cân đối kế toán

Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của GEX tại thời điểm cuối tháng 6 là 0,58x, giảm từ mức 0,65x tại thời điểm cuối năm 2022 và thấp hơn mức đỉnh lịch sử là 1,28x vào cuối năm 2020. Sự cải thiện đáng kể về kết quả tài chính hợp nhất có thể một phần là do việc hợp nhất VGC kể từ năm 2021, khiến tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu ở mức thấp chỉ 0,19x tại thời điểm cuối tháng 6. Tuy nhiên, do GEX thực tế chỉ sở hữu 47,1% VGC nên lợi ích cổ đông không kiểm soát chiếm tỷ trọng đáng kể 42,8% vốn chủ sở hữu hợp nhất của GEX và 63% lợi nhuận ròng trong 9T2023.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	4.906	3.156	6.104	7.078
+ Đầu tư ngắn hạn	7.374	2.521	2.521	2.521
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	5.068	4.184	4.761	4.629
+ Hàng tồn kho	11.533	9.111	10.047	10.424
+ Tài sản ngắn hạn khác	922	828	892	928
Tổng tài sản ngắn hạn	29.803	19.800	24.325	25.579
+ Các khoản phải thu dài hạn	304	335	343	357
+ GTCL Tài sản cố định	17.270	16.954	19.322	21.482
+ Bất động sản đầu tư	2.528	2.627	2.147	1.667
+ Tài sản dài hạn dở dang	6.546	8.072	8.072	8.072
+ Đầu tư dài hạn	1.783	1.818	1.818	1.818
+ Tài sản dài hạn khác	2.954	2.778	1.266	1.058
Tổng tài sản dài hạn	31.386	32.585	32.968	34.454
Tổng tài sản	61.189	52.385	57.293	60.033
+ Nợ ngắn hạn	22.974	17.276	18.890	19.598
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>8.372</i>	<i>7.196</i>	<i>8.458</i>	<i>8.775</i>
+ Nợ dài hạn	17.717	14.065	16.060	16.653
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>13.750</i>	<i>9.646</i>	<i>11.534</i>	<i>11.966</i>
Tổng nợ phải trả	40.692	31.341	34.950	36.251
+ Vốn góp	8.515	8.515	8.515	8.515
+ Thặng dư vốn cổ phần	663	663	663	663
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.627	2.546	3.001	3.505
+ Quý khác	8.692	9.319	10.164	11.099
Vốn chủ sở hữu	20.498	21.043	22.344	23.782
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	61.189	52.385	57.293	60.033
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-2.589	7.799	3.798	4.224
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-5.777	-3.133	-4.000	-4.000
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	11.640	-6.533	3.150	750
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	3.275	-1.867	2.948	974
Tiền đầu kỳ	1.559	4.906	3.156	6.104
Tiền cuối kỳ	4.831	3.038	6.104	7.078
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,3	1,15	1,29	1,31
Hệ số thanh toán nhanh	0,76	0,57	0,71	0,73
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,53	0,33	0,46	0,49
Nợ ròng / EBITDA	2,52	2,19	2,1	2,15
Khả năng thanh toán lãi vay	2,83	2,53	2,25	2,34
Ngày phải thu	50,8	37,5	34,3	35,8
Ngày phải trả	50,2	49,9	49,2	50,2
Ngày tồn kho	111,4	147	136,4	140,5
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,33	0,4	0,39	0,4
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,67	0,6	0,61	0,6
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,99	1,49	1,56	1,52
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1,08	0,8	0,89	0,87
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,41	0,34	0,38	0,37

Nguồn: GEX, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	28.578	32.089	31.219	32.481
Giá vốn hàng bán	-24.205	-25.631	-25.630	-26.592
Lợi nhuận gộp	4.373	6.458	5.589	5.889
Doanh thu hoạt động tài chính	1.168	731	315	429
Chi phí tài chính	-1.575	-2.266	-1.619	-1.653
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-887	-1.290	-1.155	-1.234
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.289	-1.668	-1.436	-1.559
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	2.020	2.001	1.744	1.932
Thu nhập khác	37	79	62	65
Lợi nhuận trước thuế	2.057	2.081	1.806	1.997
Lợi nhuận ròng	1.666	1.532	1.300	1.438
Lợi nhuận chia cho cổ đông	1.039	369	455	503
Lợi ích của cổ đông không kiểm soát	628	1.163	845	935
EPS cơ bản (VND)	1.220	433	534	591
Giá trị sổ sách (VND)	14.080	14.128	14.662	15.253
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	500	0	0	0
EBIT	3.182	3.444	3.245	3.491
EBITDA	5.505	7.045	5.357	5.811
Tăng trưởng				
Doanh thu	59,2%	12,3%	-2,7%	4,0%
EBITDA	112,4%	28,0%	-24,0%	8,5%
EBIT	62,1%	8,2%	-5,8%	7,6%
Lợi nhuận ròng	70,1%	-8,1%	-15,1%	10,6%
Vốn chủ sở hữu	149,5%	2,7%	6,2%	6,4%
Vốn điều lệ	74,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	125,4%	-14,4%	9,4%	4,8%
Định giá				
PE	33,3	28,6	41,2	37,2
PB	2,9	0,9	1,5	1,4
Giá/Doanh thu	1,2	0,3	0,6	0,6
Tỷ suất cổ tức	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	8,1	3,1	5,5	5,1
EV/Doanh thu	1,6	0,7	1	0,9
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,3%	20,1%	17,9%	18,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	10,1%	9,5%	9,5%	9,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	5,8%	4,8%	4,2%	4,4%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	3,1%	4,0%	3,7%	3,8%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	4,5%	5,2%	4,6%	4,8%
ROE	11,6%	7,4%	6,0%	6,2%
ROA	3,8%	2,7%	2,4%	2,5%
ROIC	8,2%	6,3%	5,8%	5,8%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8710

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành Công nghiệp

Đào Minh Châu, CFA

Phó Giám đốc Phân tích Cổ phiếu

chaudm@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3052

Dữ liệu

Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043