

GEX – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 02/08/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	22.950
KLGD TB 10 ngày	25.742.240
Vốn hoá (tỷ đồng)	19.541
Số lượng CPLH	851.495.793
% sở hữu nước ngoài	16.83%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Vũ Thế Duyệt
vtduyet@vcbs.com.vn
+84-4 963083695

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

GEX: KẾT QUẢ KINH DOANH ÁN TƯỢNG

GEX công bố KQKD hồi phục ấn tượng trong Q2.2023. Trong 6 tháng đầu năm, DT sụt giảm đạt 14,405 tỷ đồng (-18.6% yoy) và LNST đạt 229 tỷ đồng. KQKD trong Q2.2023 có sự hồi phục mạnh mẽ so với Q1.2023 với DTT đạt 7,995 tỷ đồng (-11.8% yoy) và LNST đạt 321 tỷ đồng (+2359% yoy). Câu chuyện hồi phục của GEX trong Q2.2023 tới chủ yếu từ sự thuận lợi của thị trường đầu tư như VCBS đã nhấn mạnh trong báo cáo GEX gần nhất. Cụ thể, VCBS ước tính GEX có lãi trở lại từ kinh doanh chứng khoán với giá trị 117 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức lỗ 144 tỷ đồng của Q1.2023.

Triển vọng:

- 1) GEX nắm giữ các mảng kinh doanh với vị thế hàng đầu trong ngành vật liệu xây dựng, thiết bị điện, bất động sản. VCBS kỳ vọng tình hình kinh doanh khó khăn trong ngắn hạn sẽ dần được cải thiện và còn nhiều tiềm năng trong dài hạn.
- 2) Chiến lược thoái vốn một phần mảng năng lượng sẽ giúp GEX có thêm nguồn lực tài chính để thực hiện các thương vụ M&A giúp GEX chớp cơ hội mở rộng kinh doanh mạnh mẽ trong thời gian tới cũng như xử lý các vấn đề về trái phiếu đã phát hành còn tồn đọng.

Rủi ro:

- 1) Rủi ro tới từ thị trường bất động sản kéo dài tình hình suy giảm tác động lên hầu hết các mảng kinh doanh của GEX.
- 2) Kế hoạch thoái vốn bị kéo dài và giá thoái vốn không như kỳ vọng.

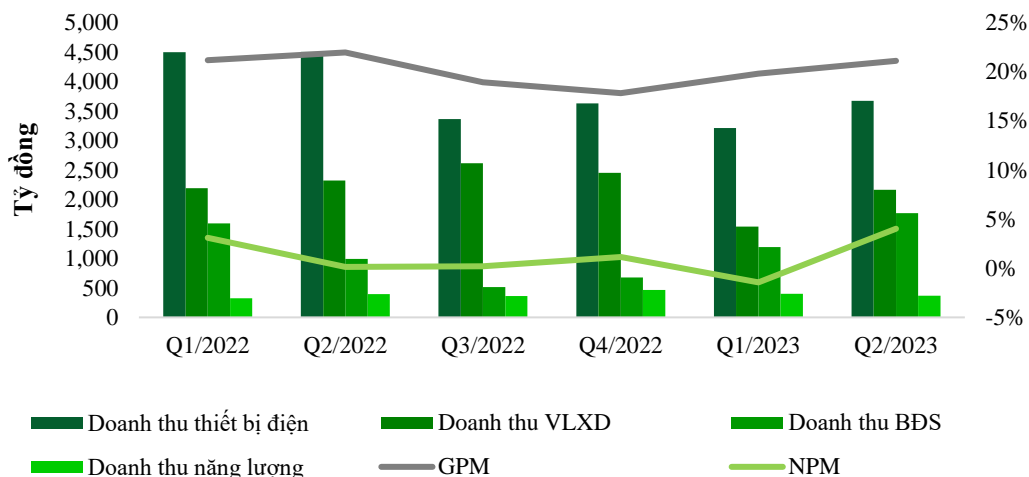
Đánh giá: VCBS cho rằng GEX đang trên đà hồi phục KQKD rất tốt trong Q2.2023, các mảng kinh doanh hiện tại đang có sự hồi phục tốt hơn dự kiến trong báo cáo gần nhất. Chúng tôi đánh giá kế hoạch thoái vốn mảng năng lượng sẽ là cú hích lớn cho câu chuyện lợi nhuận của GEX trong giai đoạn cuối năm 2023. Với tình hình hiện tại, VCBS cho rằng GEX sẽ sớm vượt kế hoạch kinh doanh năm (chưa tính đến thoái vốn mảng năng lượng). Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GEX và nâng giá mục tiêu là **30,000 đồng (+30%)**.

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	17,949	28,578	32,595	36,202	38,749
+/- yoy (%)	17.20%	59.22%	1.58%	11.06%	7.04%
LNST của cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)	802	1,039	481	833	1,064
+/- yoy (%)	26.32%	29.56%	-64.48%	30.29%	73.28%
TS LN gộp (%)	14.64%	15.30%	20.13%	17.16%	18.02%
EPS - TTM (đồng)	1,682	1,501	433	548	978
BVPS (đồng)	14,030	14,139	14,183	15,229	16,146

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q2.2023: Doanh thu đạt 7,995 tỷ đồng (-11.8% yoy) với LNST đạt 321 tỷ đồng.

Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu của biên lợi nhuận của GEX



Nguồn: GEX, VCBS Tổng hợp

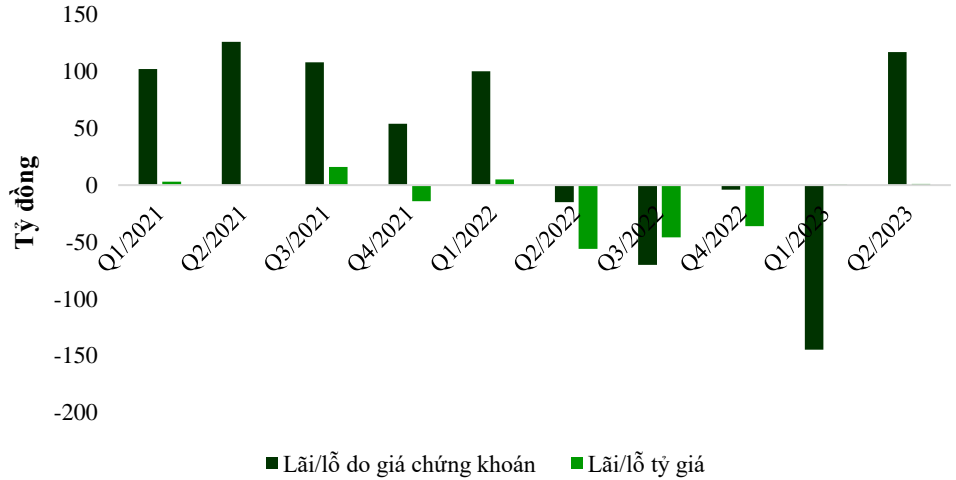
KQKD Q2.2023 cho thấy sự hồi phục trong hầu hết các mảng kinh doanh. Cụ thể

- **Doanh thu mảng Thiết bị điện** (dây cáp điện, máy phát điện, động cơ điện, máy biến áp..) đạt 3,673 tỷ đồng (-18.4% yoy; +14% qoq); lợi nhuận gộp đạt 356 tỷ đồng (-40% yoy; -14% qoq); biên lợi nhuận suy giảm từ 13.1% xuống mức 9.7%.
- **Doanh thu mảng Vật liệu xây dựng** (sứ vệ sinh, kính xây dựng, gạch ốp lát,...) đạt 2,164 tỷ đồng (-7% yoy; +40% qoq); lợi nhuận gộp đạt 269 tỷ đồng (-55% yoy; +35% qoq); biên lợi nhuận giảm mạnh từ mức 25.7% xuống 12.4% trong bối cảnh doanh thu giảm mạnh (sản lượng và giá bán giảm sút) trước nhu cầu của thị trường yếu, nhà máy gạch ốp lát Bạch Mã đi vào hoạt động gây gia tăng chi phí khấu hao.
- **Doanh thu mảng Bất động sản** (BDS KCN, BDS dân cư) đạt 1,779 tỷ đồng (-5.7% yoy; 44% qoq) chủ yếu tới từ diện tích cho thuê 77 ha (so với 40 ha trong Q1.2023) từ các KCN có giá thuê cao và biên lợi nhuận tốt như KCN Yên Phong II-C, KCN Yên Mỹ; KCN Đông Mai; lợi nhuận gộp đạt 952 tỷ đồng (+42% yoy); biên lợi nhuận gộp tăng mạnh lên mức 49.4% so với 24.3% cùng kỳ do các KCN cho thuê có biên lợi nhuận rất cao.
- **Doanh thu mảng Năng lượng** (điện gió, điện mặt trời, thủy điện) đạt 370 tỷ đồng (-6% yoy; -8% mom); lợi nhuận gộp đạt 112 tỷ đồng (-41% yoy); doanh thu trong quý này có sự sụt giảm so với quý trước do các dự án điện gió bị ảnh hưởng bởi chu kỳ gió thấp của quý 2 và thủy điện bị ảnh hưởng lớn bởi Elnino.
- **Tựu chung lại**, biên lợi nhuận gộp của GEX trong Q2.2023 hồi phục lên mức 21.1% từ mức 19.8% của Q1.2023. Biên lợi nhuận ròng tăng mạnh lên mức 4% so với -1.4% của Q1.2023 do 1) Biên lợi nhuận gộp cải thiện; 2) Chi phí tài chính giảm mạnh do các khoản đầu tư chứng khoán có lãi khoảng 117 tỷ trong quý.

Lợi nhuận tài chính hỗ trợ tích cực cho lợi nhuận

- **GEX có lãi ước tính khoảng 117 tỷ đồng trong Q2.2023 từ mua bán chứng khoán.** Điều này diễn biến sát với dự báo của VCBS trong báo cáo gần nhất trong bối cảnh thị trường tài chính tốt lên. Ngoài ra, với việc tỷ giá được ổn định, GEX không còn lỗ tỷ giá trong Q2.2023 nữa.

Lãi/lỗ từ đầu tư chứng khoán và tỷ giá

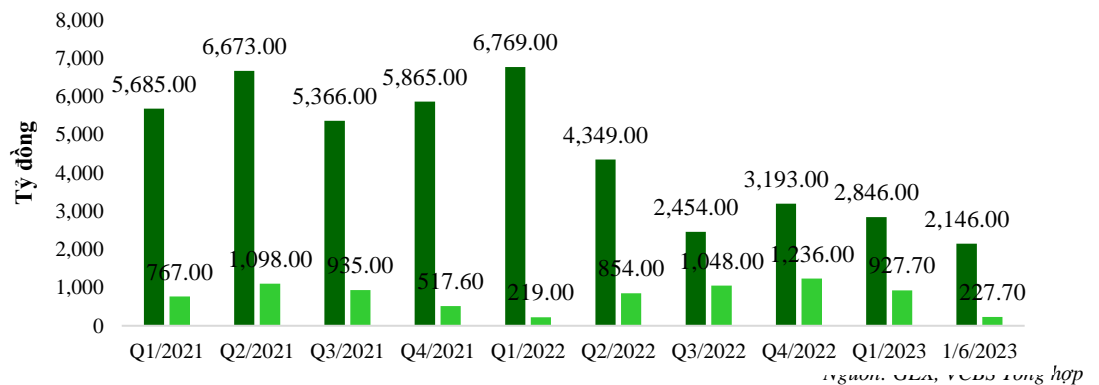


Các khoản đầu tư dài hạn có tiềm năng hái quả trong thời gian tới,

- Đối với mảng Vật liệu xây dựng, VGC đang tập trung đầu tư giai đoạn 2 của dự án Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ giúp tăng 1.5 lần công suất dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2024.
- Trong mảng BĐS, VGC tiếp tục đẩy mạnh GPMB và xây dựng hạ tầng cho các KCN lớn như Yên Mỹ, Thuận Thành. GEX tiếp tục hoàn thiện dự án khách sạn tại số 10 Trần Nguyên Hãn và đưa vào hoạt động trong 2025. Các dự án này đều có vị trí đắc địa với giá thuê cao giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp trong tương lai.
- Với mảng năng lượng, tiềm năng tăng trưởng tới từ dự án mở rộng giai đoạn 2 của Viwasupco giúp tăng gấp đôi công suất lên 600.000 m3/năm dự kiến hoàn thành trong năm 2024. Công ty đang đẩy nhanh tiến độ tất toán xây dựng phần công trình đã xây và đầu tư gấp rút đưa dự án vào hoạt động.

Tập trung tất toán các khoản vay trái phiếu

Biểu đồ: Dư nợ trái phiếu và giá trị cần thanh toán trong 1 năm tới của GEX



- Tính đến hết hiện nay, VCBS GEX ước tính còn khoảng 2,146 tỷ đồng trong đó khoản đã thanh toán từ đầu năm bằng 1,047 tỷ đồng. Trong năm 2023, GEX phải tất toán khoảng 1,237 tỷ đồng vì vậy trong phần nửa sau của năm GEX sẽ chỉ còn áp lực khoảng 227 tỷ phải thanh toán, từ đó tập trung nguồn lực đẩy mạnh hoàn thiện các dự án kinh doanh cốt lõi sắp tới của mình.

THÔNG TIN KHÁC

Kế hoạch kinh doanh năm 2023

GEX đặt kế hoạch kinh doanh hợp nhất với doanh thu thuần đạt 37,457 tỷ đồng (+16.7% yoy) và LNTT đạt 1,272 tỷ đồng (-39% yoy). Cụ thể, các mảng kinh doanh của sub-holding có kế hoạch như sau:

- GELEX Điện lực: DTT 19,422 tỷ đồng; LNTT 928 tỷ đồng
- GELEX Hạ tầng (nắm giữ VGC và VCW): DTT đạt 17,954 tỷ đồng; LNTT 1,186 tỷ đồng.

Kế hoạch thoái vốn một phần mảng năng lượng để gia tăng nguồn vốn phục vụ cho các dự án chiến lược tương lai

GEX có kế hoạch thoái vốn một phần mảng năng lượng để gia tăng nguồn vốn giúp đẩy mạnh đầu tư các dự án trọng tâm. GEX hiện sở hữu 2 đại dự án điện gió GELEX Quảng Trị và Hướng Phùng với công suất 140 MW, Điện Mặt Trời Ninh Thuận với công suất 50 MW và Thủy Điện Sông Bung công suất 45 MW. Theo ước tính của VCBS, khoản tiền thu được từ thoái vốn các dự án sẽ khá lớn được ghi vào doanh thu tài chính, dòng tiền thu về có thể được sử dụng để giảm bớt gánh nặng lãi vay cho công ty. Theo ước tính tại bảng dưới, tổng lợi nhuận nếu thoái toàn bộ 4 dự án năng lượng có thể lên tới hơn 1.500 tỷ đồng.

Dự án	Sở hữu	Công suất điện (triệu KWh/năm)	Đơn giá	Giá trị định giá ước tính (Tỷ đồng)	Ước tính VCSH của dự án (tỷ đồng)	Ước tính lãi nếu thoái vốn (Tỷ đồng)
Điện gió Hướng Phùng	99.15%	180	8.5 cent/Kwh	3,641	2,596	1,045
Năng lượng GELEX Quảng Trị	100%	270	8.5 cent/Kwh			
Phú Thạnh Mỹ (Thủy điện Sông Bung)	73%	200	Không cố định	968	700	268
Gelex Ninh Thuận	100%	80	9.35 cent/Kwh	719	450	269

Nguồn: VCBS tổng hợp và ước tính

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá từng phần (SOTP): 25,700 VND/CP

Mảng	Doanh nghiệp	Phương pháp định giá	Đóng góp cho GEX
Thiết bị điện	CAV, THI, HEM, EMIC, CFT..	P/E	7,002
Hạ tầng	VGC	FCFF	14,887
	VCW	P/E	4,971
Bất động sản		Cap Rate	6,084
Năng lượng		FCFF	7,002
Tổng giá trị doanh nghiệp			32,944
Giá trị VCSH			21,822
Giá trị VCSH/cp			25,700

Định giá: Chúng tôi ước tính giá trị nội tại của cổ phiếu ở mức **25,700 VND/CP** dựa trên **phương pháp định giá từng phần**.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF: 26,500 VND/CP

Thông số trên mô hình định giá

1. Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn: 3.0%	4. Beta: 1.1
2. Lãi suất phi rủi ro: 3%	5. Ke = 15.24%
3. Phần bù rủi ro thị trường: 11.13%	6. WACC = 11.62%

	2023F	2024F	2025F	2026F
LNST	1,323	1,762	2,124	2,437
Các khoản mục non-cash charge	3,093	3,104	3,502	3,617
Đầu tư vốn lưu động	457	(1,306)	(749)	1,490
Capex	(5,319)	(4,210)	(4,005)	(2,000)
Chi phí lãi vay	1,249	1,270	1,256	944
Thuế	20%	20%	20%	20%
NPV	40,140			
+Tiền&Tương đương	5,674			
- Trừ: Nợ (Ngắn+Dài hạn)	(18,236)			
PV (Equity)	27,578			
Số cổ phiếu	851,495,793			
Giá trị hợp lý	32,500			

Định giá: Chúng tôi ước tính giá trị nội tại của cổ phiếu ở mức **32,500 VND/CP** dựa trên **phương pháp chiết khấu dòng tiền**.

Định giá: 30,000 VND/CP

Tổng hợp định giá 2 phương pháp:

Phương pháp	Định giá (VND/CP)	Tỷ trọng
SOTP	25,700	40%
FCFF	32,500	60%
Giá hợp lý	30,000	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

MUA

VCBS cho rằng Q2.2023 đã bắt đầu đánh dấu sự phục hồi đáng kể của GEX trong các mảng kinh doanh và sự tích cực trở lại của các khoản đầu tư của GEX. Với vị thế vững mạnh trong các mảng kinh doanh và tiềm năng mở rộng lớn trong tương lai, GEX sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trở lại trong nhiều năm tới.

Bên cạnh đó, áp lực về khả năng thanh khoản của GEX được giảm do 1) Áp lực đáo hạn trái phiếu trong Q2.2023 và nửa cuối năm sẽ không còn nhiều do GEX gần như đã tất toán tất cả giá trị cần đáo hạn trong năm; 2) Thu về lượng tiền lớn nếu thoái vốn thành công 1 phần mảng năng lượng. Điều này giúp cho

GEX tập trung nguồn lực đầu tư cho các dự án mở rộng sắp tới tốt hơn. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu GEX với **giá mục tiêu 30,000 đồng/cổ phiếu (+30%)** do tiềm năng dài hạn của GEX.

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu	15,315	17,949	28,578	32,089	32,595	36,202
GVHB	(12,576)	(15,322)	(24,205)	(25,631)	(27,003)	(29,677)
Lợi nhuận gộp	2,739	2,627	4,373	6,458	5,592	6,525
Chi phí bán hàng	(486)	(470)	(887)	(1,290)	(1,160)	(1,300)
Chi phí QLDN	(735)	(641)	(1,289)	(1,668)	(1,447)	(1,656)
EBIT	1,518	1,516	2,197	3,500	2,985	3,569
Doanh thu tài chính	341	697	1,168	731	393	399
Chi phí tài chính	(838)	(1,120)	(1,575)	(2,266)	(1,784)	(1,827)
Lợi nhuận khác	(63)	64	37	79	60	62
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	145	39	230	36	-	-
LNTT	1,102	1,197	2,057	2,081	1,654	2,203
Chi phí thuế TNDN	(250)	(218)	(391)	(549)	(331)	(441)
LNST	852	980	1,666	1,532	1,323	1,762
Lợi ích của cổ đông thiểu số	218	178	628	1,163	843	929
LNST cổ đông công ty mẹ	635	802	1,039	369	481	833
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1,326	1,682	1,501	433	548	978

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Tiền và các khoản tương đương tiền	921	1,559	4,906	3,156	3,113	1,926
Các khoản đầu tư ngắn hạn	1,196	1,751	7,374	2,521	2,560	2,844
Các khoản phải thu	3,465	6,261	5,068	4,184	4,699	5,219
Hàng tồn kho	2,679	3,236	11,533	9,111	8,394	9,645
Tài sản ngắn hạn khác	121	263	922	828	840	910
Tài sản ngắn hạn	8,382	13,071	29,803	19,800	19,607	20,544
Tài sản cố định	6,175	5,877	17,270	16,954	15,900	17,594
Các khoản đầu tư dài hạn	4,370	5,809	1,783	1,818	1,847	2,051
Tài sản dài hạn khác	2,335	2,395	12,333	13,812	15,801	17,397
Tài sản dài hạn	12,880	14,081	31,386	32,585	33,548	37,043
TỔNG TÀI SẢN	21,262	27,152	61,189	52,385	53,155	57,587
Các khoản phải trả	1,133	2,965	3,691	3,316	3,493	4,065
Vay nợ ngắn hạn	4,009	4,329	8,372	7,196	8,131	8,410
Nợ ngắn hạn khác	2,513	3,538	10,911	6,764	6,442	7,083
Nợ ngắn hạn	7,655	10,831	22,974	17,276	18,066	19,558
Vay nợ dài hạn	4,562	7,752	13,750	9,646	10,105	11,464
Nợ dài hạn khác	368	353	3,967	4,420	3,587	3,601
Nợ dài hạn	4,930	8,106	17,717	14,065	13,692	15,065
NỢ PHẢI TRẢ	12,585	18,937	40,692	31,341	31,758	34,624
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	4,949	4,896	9,178	9,178	9,178	9,178
Lợi nhuận chưa phân phối	1,201	1,900	2,627	2,546	3,574	4,340
Cổ phiếu quỹ	-	(103)	-	-	-	-
Vốn khác	2,528	1,523	8,692	9,319	8,644	9,445
VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,677	8,215	20,498	21,043	21,397	22,963
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	21,262	27,152	61,189	52,385	53,155	57,587

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	1,168	373	(2,514)	7,917	3,911	1,658
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(3,934)	(2,980)	(5,777)	(3,133)	(5,349)	(4,484)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	2,763	3,245	11,640	(6,533)	1,395	1,638
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	(3)	639	3,350	(1,748)	(43)	(1,187)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	924	921	1,559	4,906	3,156	3,113
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	921	1,559	4,906	3,156	3,113	1,926

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng
Giám đốc Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA
Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp
ldquang@vcbs.com.vn

Vũ Thế Duyệt
Chuyên viên phân tích
vtduyet@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>