

CTCP Tập đoàn GELEX (GEX)

MUA +34,9%

Ngành	Đa ngành
Ngày báo cáo	6/7/2026
Giá hiện tại	30.400 VND
Giá mục tiêu	40.500 VND
GMT gần nhất**	37.300 VND
TL tăng	33,3%
Lợi suất cổ tức	1,6%
Tổng mức sinh lời	+34,9%

GT vốn hóa	1,5 tỷ USD
Room KN	645 triệu USD
GTGD/ngày (30n)	12,2 triệu USD
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1.308mn
Pha loãng	1.308mn

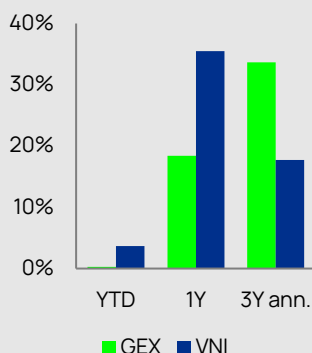
**Đã điều chỉnh cho cổ tức cổ phiếu 45%

	GEX	VNI
P/E (trung)	24,0x	15,2x
P/B (hiện tại)	2,1x	2,1x
ROA	2,0%	2,3%
ROE	8,4%	15,2%

Tổng quan công ty

GELEX được cổ phần hóa vào năm 2015 và hoạt động trong hai mảng chính: sản xuất thiết bị điện thông qua GEE (nắm giữ 76% cổ phần, kiểm soát CAV (dây cáp) và THI (thiết bị điện)) và hạ tầng thông qua GEL (nắm giữ 70% cổ phần), trong đó GEL nắm 50% cổ phần VGC (vật liệu xây dựng và khu công nghiệp) và bất động sản nhà ở. GEX cũng mở rộng sang mảng nước sạch thông qua Nước Sông Đà (HSX: VCW); ngân hàng thông qua Eximbank (HSX: EIB) và Sân bay Quốc tế Gia Bình.

Diễn biến giá cổ phiếu



Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên cao cấp

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	39.513	49.987	55.969	62.818
% YoY	17,1%	26,5%	12,0%	12,2%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.478	1.487	1.910	3.201
% YoY	-9,4%	0,6%	28,5%	67,6%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	1.260	1.668	2.091	3.382
Biên LN gộp	21,3%	19,9%	21,6%	23,4%
ROE, báo cáo	9,3%	8,1%	9,9%	15,3%
ROE, cốt lõi *	7,9%	9,1%	10,8%	16,2%
Nợ vay ròng/vốn CSH	66,9%	94,8%	87,9%	88,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%	1,6%	1,6%	1,6%
Cổ tức (đồng/cổ phiếu)	800	500	500	500
P/E	27,1x	26,9x	21,0x	12,5x
P/B	2,2x	2,1x	2,0x	1,8x
EV/EBITDA	8,9x	9,5x	7,7x	6,3x

(*) Không bao gồm các khoản mục bất thường và chi phí khấu hao lợi thế thương mại (tỷ đồng)

LNST cốt lõi vững chắc từ GEE/VGC, tích lũy quỹ đất BĐS nhà ở

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu (TP) của GEX thêm 9% và duy trì khuyến nghị MUA.
- Việc nâng định giá của chúng tôi chủ yếu do (1) định giá mảng thiết bị điện tăng 18% (dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của GEE tăng 13% và P/E mục tiêu cao hơn), (2) bổ sung dự án BĐS nhà ở Đồng Nai/sân bay Gia Bình, và (3) tác động tích cực từ việc chuyển mốc định giá về giữa năm 2027. Những yếu tố này lấn át (4) mức giảm 34% định giá BĐS nhà ở Hải Phòng (tỷ lệ sở hữu thấp hơn), (5) mức giảm 40% định giá VCW (dự báo LNST sau lợi ích CĐTS 2026F và P/E mục tiêu thấp hơn), và (6) nợ ròng công ty mẹ cao hơn 3 nghìn tỷ đồng (trang 6).
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026–30F của GEX, chủ yếu do (1) chi phí Holdco cao hơn 5,8 lần (chủ yếu là chi phí lãi vay tài trợ cho BĐS nhà ở và Gia Bình), và (2) tổng LNST sau lợi ích CĐTS của VCW giảm 35% (do chi phí khấu hao cao hơn từ Giai đoạn 2). Những yếu tố này lấn át (3) tổng LNST sau lợi ích CĐTS của GEE tăng 20% (nhờ LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi 2025F cao hơn 10% so với kỳ vọng và doanh thu 2026–30F cao hơn), và (4) tổng LNST sau lợi ích CĐTS của VGC tăng 9% (lợi nhuận gộp liên quan đến KCN cao hơn 11%).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026F đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (+1% YoY) khi LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi tăng 32% YoY (GEE/VGC/VCW mở rộng cốt lõi trong bối cảnh GEE cốt lõi đi ngang) phần nào lấn át dự báo không còn thu nhập bất thường (so với 789 tỷ đồng năm 2025).
- Định giá của GEX hấp dẫn với PEG đạt 0,7 dựa trên CAGR EPS giai đoạn 2026–29F đạt 39% và P/E 2026F đạt 26,9 lần. Chúng tôi cho rằng mức P/E 2026F cao đến từ CAGR EPS giai đoạn 2026–29F vững chắc.
- Yếu tố hỗ trợ:** Bổ sung thêm quỹ đất thông qua các dự án BT. **Rủi ro giảm giá:** Lỗ từ hoạt động đầu tư chứng khoán.

GEE: Chúng tôi nâng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026–30 lên thêm 20%, nhằm chủ yếu phản ánh việc chúng tôi tăng 14% dự báo doanh thu, đồng thời tiếp tục giữ biên lợi nhuận gộp trung bình gần như không đổi ở mức 14,7%. Mức điều chỉnh này chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 17% của chúng tôi đối với giả định giá đồng giai đoạn 2026–30, dựa trên dự báo đồng thuận của Bloomberg và mức sản lượng cao hơn kỳ vọng trong quý 1/2026 (được hỗ trợ bởi các dự án điện tử nhân và mức tăng thị phần của GEX ở cả miền Nam và miền Bắc - trang 4).

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của VGC sẽ tăng 20% YoY trong năm 2026, nhờ được thúc đẩy bởi mức tăng 25% YoY của diện tích bàn giao đất KCN (150 ha, được Chủ tịch VGC tái khẳng định trong tháng 6), và mức tăng 32% YoY của lợi nhuận gộp mảng vật liệu xây dựng (nhờ mức tăng trưởng doanh số và sự phục hồi của biên lợi nhuận gộp, cùng với việc áp thuế chống

bán phá giá đối với kinh xây dựng). Vui lòng tham khảo [Báo cáo cập nhật VGC – tháng 5/2026](#) của chúng tôi (MUA; giá mục tiêu 66.800 đồng/cổ phiếu) để biết thêm thông tin chi tiết.

GEL đã lần lượt thu tóm các quỹ đất đặc địa trong giai đoạn 2025–26, bổ sung một động lực lợi nhuận mới từ mảng BDS nhà ở. Ban lãnh đạo đặt kế hoạch mở bán dự án Hải Phòng trong quý 4/2026–quý 1/2027 và chúng tôi giả định công ty sẽ bắt đầu bàn giao sản phẩm thấp tầng từ quý 4/2027. GEL cũng đã thu tóm thành công dự án Đồng Nai quy mô 113 ha gần Sân bay Quốc tế Long Thành trong quý 1/2026, với thời điểm khởi công theo kế hoạch là vào cuối năm 2026 và dự kiến sẽ đóng góp vào lợi nhuận từ cuối năm 2028. Ngoài ra, GEL đang nghiên cứu ba dự án Xây dựng - Chuyển giao (BT) tại TP.HCM (trang 13).

Triển vọng 2026: Sự khởi sắc của mảng KCN/vật liệu xây dựng giúp thúc đẩy LNST cốt lõi tăng trưởng

Hình 1: Triển vọng năm 2026

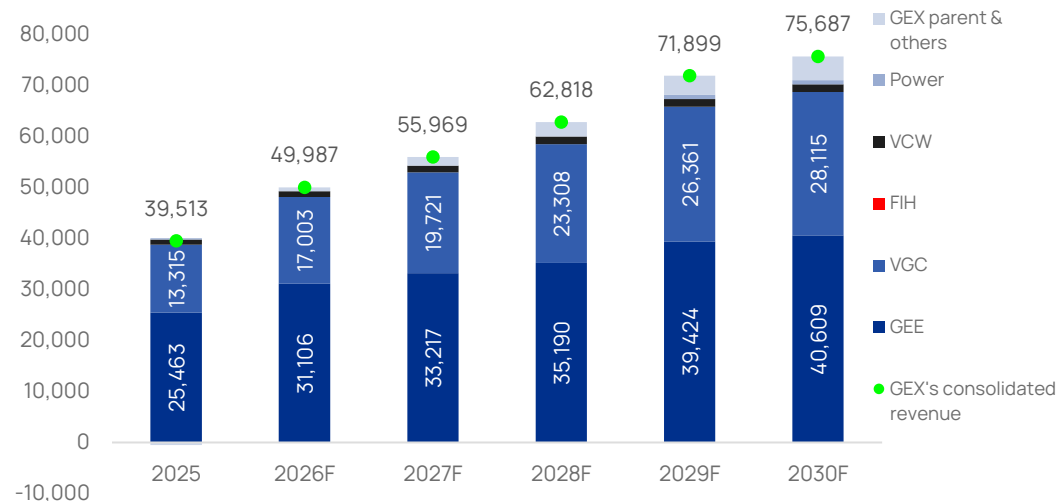
tỷ đồng	2025	2026F	YoY	Dự báo 2026 mới s/v cũ	Nhận định của Vietcap về: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo 2026 mới so với cũ
Doanh thu	39.513	49.987	27%	8%	(a) Doanh thu tăng trưởng ở tất cả các mảng ngoại trừ mảng phát điện. (b) Được thúc đẩy bởi mức tăng của dự báo doanh thu mảng thiết bị điện/cho thuê KCN. quý 1/2026: Doanh thu 10,7 nghìn tỷ đồng (+35% YoY, ~23% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
Thiết bị điện	25.232	31.106	23%	11%	(b) Chủ yếu do mức tăng 15% của chúng tôi đối với dự báo giá bán đồng trung bình trong năm 2026.
Tiện ích (điện & nước)	1.291	1.162	-10%	0%	(a) Dự kiến không còn ghi nhận đóng góp doanh thu từ thủy điện Sông Bung sau khi đã hoàn tất thoái vốn trong năm 2025.
Vật liệu xây dựng	8.821	10.566	20%	1%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng trưởng doanh số ~10-13%, do chúng tôi kỳ vọng nhu cầu từ các dự án nhà ở sẽ tiếp tục ghi nhận sự phục hồi, và (2) đóng góp cả năm từ Công ty Kinh nổi Việt Nam (so với việc chỉ đóng góp 6 tháng trong năm 2025, do công ty này chỉ mới được hợp nhất từ tháng 6/2025).
Cho thuê KCN & dịch vụ	4.029	6.243	55%	16%	(b) Chúng tôi áp dụng dự báo mới nhất cho VGC, qua đó nâng dự báo diện tích bàn giao từ mức 120 ha trước đây lên mức 150 ha (+25% YoY).
Doanh số bất động sản	464	546	18%	108%	
Khác	-324	363	-212%	N.M.	
Lợi nhuận gộp	8.417	9.955	18%	5%	(b) Chủ yếu do mức tăng của chúng tôi đối với dự báo lợi nhuận gộp mảng thiết bị điện.
Thiết bị điện	4.196	4.451	6%	12%	
Tiện ích (điện & nước)	532	448	-16%	-18%	
Vật liệu xây dựng	1.450	1.933	33%	0%	(a) Mức cải thiện 1,9 điểm % YoY của biên lợi nhuận gộp lên 18,3%, nhờ được thúc đẩy bởi đa phục hồi của nhu cầu và thuế chống bán phá giá đối với kính xây dựng (có hiệu lực từ tháng 2/2026).
Cho thuê KCN & dịch vụ	2.094	2.919	39%	-1%	(b) Do chúng tôi áp dụng dự báo biên lợi nhuận gộp thấp hơn từ Báo cáo cập nhật VGC - tháng 5/2026 của chúng tôi, ở mức 46,7% (giảm từ mức 53,8% trước đây, do biên lợi nhuận gộp quý 1 thấp hơn kỳ vọng), qua đó làm ảnh hưởng đến tác động tích cực từ mức tăng của doanh thu KCN.
Doanh số bất động sản	212	90	-58%	71%	
Khác	-68	115	-270%	N.M.	
Chi phí bán hàng	-1.428	-1.763	23%	2%	
G&A	-2.068	-2.363	14%	5%	
Lợi nhuận từ HĐKD	4.920	5.829	18%	6%	
Doanh thu tài chính	1.257	723	-42%	35%	
Trong đó: Thu nhập lãi	265	674	154%	81%	
Chi phí tài chính	-1.770	-2.285	29%	17%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	-1.198	-2.012	68%	35%	(b) Do mức tăng của phần dư nợ tài trợ cho dự án BĐS nhà ở và Sân bay Quốc tế Gia Bình.
Thu nhập từ liên doanh & khác	214	54	-75%	0%	
Lợi nhuận trước thuế	4.621	4.321	-6%	4%	
LNST trước lợi ích CĐTS	2.956	3.241	10%	4%	
Lợi ích CĐTS	-1.478	-1.754	19%	2%	
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.478	1.487	1%	7%	(a) Mức tăng của LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi giúp bù đắp cho dự báo của chúng tôi rằng công ty sẽ không còn ghi nhận khoản thu nhập bất thường nào trong năm nay (trái với việc ghi nhận khoảng 789 tỷ đồng trong năm 2025). (b) Dựa theo dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi cao hơn của chúng tôi. quý 1: 246 tỷ đồng (+5% YoY, ~18% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi).
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi	1.260	1.668	32%	13%	(a) Chủ yếu nhờ mức tăng trưởng LNST cốt lõi của VGC/VCW trong bối cảnh LNST cốt lõi của GEE đi ngang YoY. (b) Chủ yếu do mức tăng 12% của chúng tôi đối với dự báo lợi nhuận gộp mảng thiết bị điện. quý 1: 403 tỷ đồng (+38% YoY, ~27% dự báo năm 2026 cũ của chúng tôi).
Cơ cấu LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo					
GEE	2.563	1.594	-38%	13%	(a) Do không còn ghi nhận lãi thoái vốn trong năm 2026 (trái với việc ghi nhận 1,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2025). (b) Do dự báo doanh thu tăng 11% của chúng tôi (dựa theo KQKD quý 1 và mức tăng của giá đồng).
VGC	557	594	6%	3%	(a) Nhờ đà tăng trưởng của mảng vật liệu xây dựng và sự phục hồi của hoạt động bàn giao đất KCN.
VCW	79	91	16%	-32%	(b) Do dự báo chi phí khấu hao cao hơn từ Giai đoạn 2 (công suất gấp đôi).
Khác	-1.721	-792	-54%	N.M.	

Nguồn: GEX, Vietcap

Tóm tắt dự báo giai đoạn 2026-30

Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo sẽ lần lượt đạt 11% và 28% trong giai đoạn 2026-30

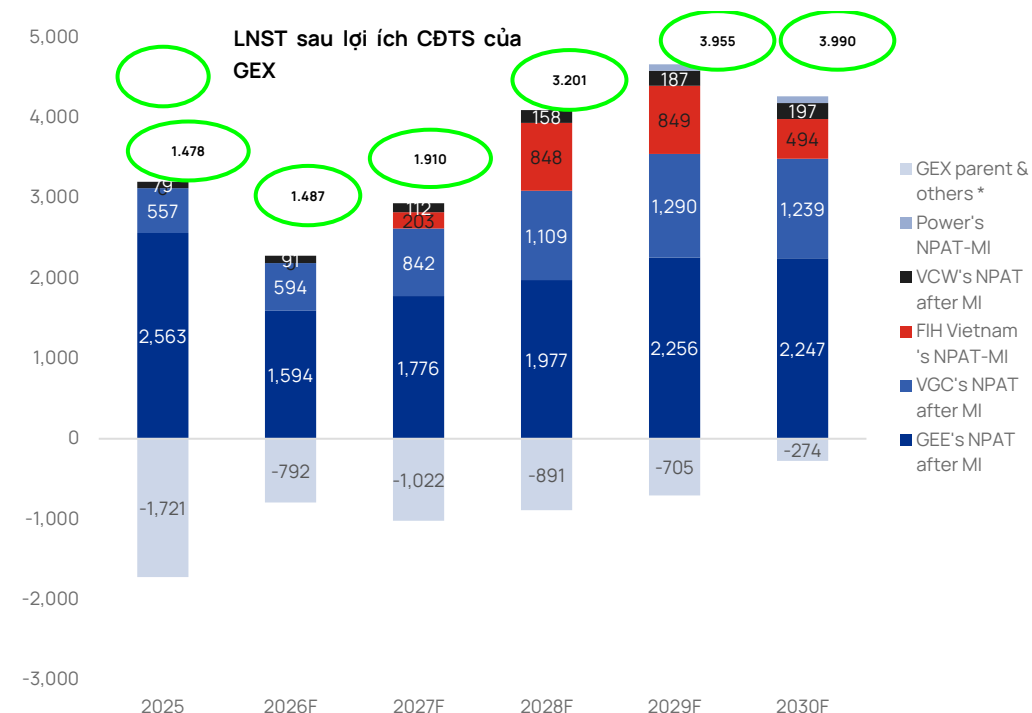
Hình 2: Cơ cấu doanh thu hợp nhất của GEX theo công ty (tỷ đồng)



Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap

Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu giai đoạn 2026-30 sẽ đạt 11%, nhờ được thúc đẩy bởi (1) CAGR doanh thu của GEE/VGC lần lượt đạt 7%/13% nương theo sự phục hồi của ngành điện cùng đà tăng tốc của mảng bất động sản, (2) CAGR của VCW đạt 7% từ việc đưa vào vận hành Giai đoạn 2 (công suất tăng gấp đôi) và mức tăng 52% của giá nước, kết hợp với (3) việc Tổ hợp Fairmont dự kiến sẽ được đưa vào vận hành từ quý 1/2026.

Hình 3: Cơ cấu LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo của GEX theo công ty



Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap (* Phần đóng góp âm từ công ty mẹ của GEX và các đơn vị khác chủ yếu đến từ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp, chi phí lãi vay ở cấp Holdco và các khoản lỗ tài chính liên quan đến đầu tư chứng khoán.)

Chúng tôi dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo sẽ đạt 28% trong giai đoạn 2026-30F, nhờ (1) mức CAGR LNST sau lợi ích CĐTS đạt 9% của GEE, (2) mức CAGR LNST sau lợi ích CĐTS đạt 20% của VGC, (3) đóng góp mới từ mảng BĐS nhà ở (~16% LNST sau lợi ích CĐTS hợp nhất của GEX), (4) mức CAGR 21% của VCW, và (5) việc lần lượt ghi nhận đóng góp lợi nhuận của Tổ hợp Fairmont/KCN Trần Dương/PXL từ quý 1/2026/2027/2028.

Để biết dự báo chi tiết của chúng tôi cho VGC, vui lòng tham [khảo Báo cáo cập nhật VGC - tháng 5/2026](#) của chúng tôi.

Triển vọng của GEE và giá đồng

LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025 đạt mức kỷ lục 2,1 nghìn tỷ đồng (+47% YoY), vượt 10% so với dự báo trước đây của chúng tôi, chủ yếu do (1) doanh thu cao hơn 3% so với dự báo của chúng tôi và (2) biên lợi nhuận gộp đạt 16,1%, cao hơn 10 điểm cơ bản so với dự báo của chúng tôi. Doanh thu và LNST quý 1/2026 lần lượt tăng 34% và 28% YoY, với biên lợi nhuận gộp đạt 14,3%.

Chúng tôi nâng tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026-30 lên thêm 20% (lần lượt điều chỉnh +13%/+23%/+19%/+23%/+22% cho các năm 2026/27/28/29/30), với động lực chủ yếu đến từ việc chúng tôi tăng tăng 14% dự báo tổng doanh thu trong khi vẫn duy trì dự báo biên lợi nhuận gộp trung bình giai đoạn 2026-30 ở mức 14,7%. Điều này được hỗ trợ bởi mức tăng 17% của giá đồng bình quân giai đoạn 2026-2030 dựa theo dự báo đồng thuận của Bloomberg, cùng với việc sản lượng quý 1/2026 bất ngờ tăng trưởng mạnh hơn so với kỳ vọng, ước tính đạt khoảng 10% YoY, nhờ được dẫn dắt bởi các dự án điện tử khu vực tư nhân và sự gia tăng của thị phần tại cả miền Nam và miền Bắc, theo GEX.

Chúng tôi lần lượt nâng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi/báo cáo năm 2026 lên thêm 19%/13%, do mức tăng 11% của chúng tôi đối với dự báo doanh thu (nhờ KQKD quý 1 khả quan và sự gia tăng của giá đồng).

Chúng tôi dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi/báo cáo giai đoạn 2026-30 của GEE sẽ lần lượt đạt 9%/9%, chủ yếu được thúc đẩy bởi mức CAGR 7% của doanh thu. Điều này được hỗ trợ bởi hoạt động mở rộng thị phần tại miền Bắc và đà tăng trưởng nhu cầu tự nhiên từ EVN/khu vực tư nhân. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp trung bình sẽ đạt 14,7% trong giai đoạn 2026-30 (hạ nhiệt từ mức đỉnh 16,1% của năm 2025 do giá đồng tăng).

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 sẽ đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (-36% YoY), chủ yếu do công ty không còn ghi nhận khoản thu nhập bất thường nào trong năm nay (so với việc ghi nhận khoản lãi 1,5 nghìn tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi GEL trong năm 2025). Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 sẽ đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (+1% YoY), qua đó phản ánh mức giảm đối với dự báo biên lợi nhuận gộp, xuống mức 14,3% (giảm 1,8 điểm phần trăm YoY do giá đồng dự kiến tăng 29% YoY), qua đó làm ảnh hưởng đến tác động từ mức tăng 22% YoY của doanh thu.

Hình 4: Triển vọng dài hạn của GEE

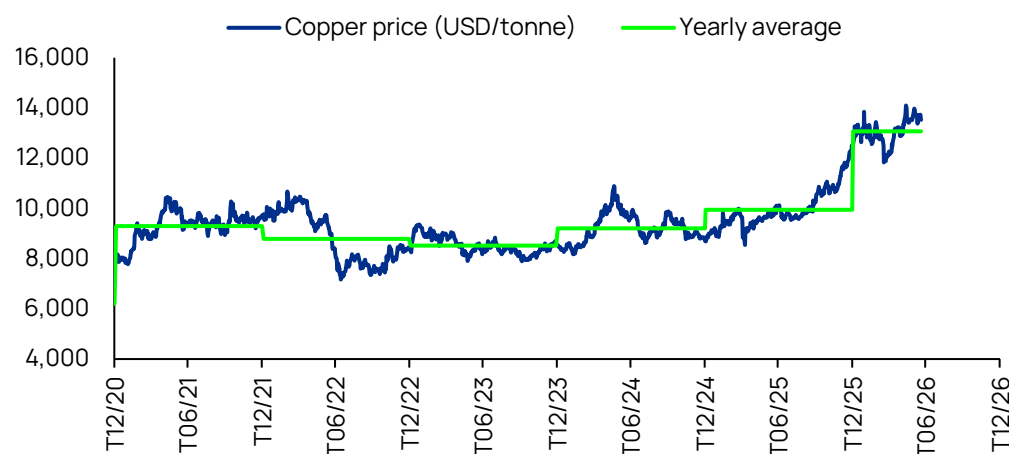
Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	31.106	33.217	35.190	39.424	40.609
Biên lợi nhuận gộp	14,3%	14,6%	14,9%	15,0%	14,9%
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	2.099	2.338	2.603	2.971	2.959
Tăng trưởng YoY (%)	-36%	11%	11%	14%	0%
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo, cũ	1.855	1.894	2.191	2.425	2.425
Mới so với cũ (%)	13%	23%	19%	23%	22%
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi	2.099	2.338	2.603	2.971	2.959

Nguồn: GEE, dự báo của Vietcap

Giá đồng đã tăng mạnh 31% YoY lên mức 13.069 USD/tấn trong nửa đầu năm 2026 (~118% so với giá đỉnh trước đây của chúng tôi). Đà tăng này được thúc đẩy bởi sự cộng hưởng của nhiều yếu tố, bao gồm gián đoạn nghiêm trọng nguồn cung từ các mỏ khai thác, hoạt động tích trữ mạnh tại Mỹ liên quan đến thuế quan khiến nguồn cung đồng vật chất tại các thị trường còn lại bị thu hẹp, và hiệu ứng lan tỏa từ giao dịch phòng ngừa rủi ro mất giá tiền tệ trong bối cảnh giá vàng/bạc lập đỉnh. Các yếu tố này diễn ra trên nền tảng thâm hụt cơ cấu của thị trường đồng tinh luyện, cùng với câu chuyện nhu cầu dài hạn từ xu hướng điện khí hóa và trung tâm dữ liệu AI.

Tính đến tháng 6/2026, dự báo đồng thuận của Bloomberg về giá đồng trung bình toàn cầu trong giai đoạn 2026-2030 đã tăng 17% so với mức dự báo tại tháng 12/2025. Điều này phản ánh mức tăng mạnh của mặt bằng giá giao ngay từ đầu năm 2026 đã được chứng minh là bền vững thay vì chỉ mang tính tạm thời, qua đó buộc các chuyên gia phân tích phải điều chỉnh toàn bộ đường cong giá kỳ hạn lên một mức nền giá cao hơn. Xu hướng này tiếp tục được củng cố bởi các đợt hạ dự báo nguồn cung mỏ liên tiếp, cú sốc chi phí mới từ Trung Đông, cũng như câu chuyện nhu cầu ngày càng rõ nét từ trung tâm dữ liệu AI và hạ tầng điện tại Mỹ, qua đó kéo luận điểm thâm hụt cơ cấu của thị trường đồng về gần hơn trong trung hạn.

Hình 5: Giá đồng (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 6: Dự báo đồng thuận của Bloomberg về giá đồng toàn cầu (USD/tấn)

USD/tấn	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Đồng thuận Bloomberg (trung vị)	12.800	12.500	12.400	13.800	13.500
Thay đổi YoY (%)	29%	-2%	-1%	11%	-2%
so với đồng thuận cũ (T12/2025)	15%	17%	13%	22%	19%
Một số đơn vị đóng góp					
BMI, Fitch Solutions	11.900	12.500	13.500	15.000	15.800
Bank of America Merrill Lynch	13.331	15.500	15.000	13.771	12.543
JPMorgan Chase & Co	12.956	11.625	12.544	12.875	13.338
Deutsche Bank AG	12.831	12.000	11.093	11.348	N/A

Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp (dữ liệu tính đến ngày 22/6/2026)

Định giá

Chúng tôi tiếp tục duy trì phương pháp định giá tổng của từng phần (SoTP) để định giá GEX với mức chiết khấu tập đoàn 10%.

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên thêm 9%, chủ yếu do (1) mức tăng 18% đối với định giá mảng thiết bị điện (nhờ mức P/E mục tiêu cao hơn và mức tăng 13% của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của GEE), (2) việc bổ sung dự án BĐS nhà ở Đồng Nai/sân bay Gia Bình vào định giá của chúng tôi, và (3) tác động tích cực từ việc dịch chuyển mốc thời gian định giá đến giữa năm 2027. Các yếu tố này lấn át (4) mức giảm 34% đối với định giá dự án BĐS nhà ở tại Hải Phòng (tỷ lệ sở hữu thấp hơn), (5) mức giảm 40% đối với định giá VCW (do LNST sau lợi ích CĐTS 2026 và P/E mục tiêu thấp hơn), và (6) việc nợ ròng tại công ty mẹ tăng thêm 3 nghìn tỷ đồng.

- **Định giá mảng thiết bị điện của chúng tôi tăng 18%** chủ yếu do dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 của GEE tăng 13% và P/E mục tiêu cao hơn (đạt 19,7x, so với 18,6x trước đây, dựa trên mức trung vị 5 năm của các công ty cùng ngành).
- **Chúng tôi nâng định giá mảng KCN và vật liệu xây dựng của VGC lên thêm 4%** do chúng tôi áp dụng dự báo mới nhất từ Báo cáo cập nhật VGC – tháng 5/2026. Trong báo cáo này, chúng tôi đã đưa vào mô hình dự báo khoảng 900 ha đất KCN mới được chấp thuận chủ trương đầu tư trong tháng 1/2026.
- **Chúng tôi nâng định giá mảng BĐS nhà ở lên thêm 39%** do việc bổ sung dự án Đồng Nai vào mô hình dự báo dự kiến sẽ bù đắp cho tỷ lệ sở hữu thấp hơn tại dự án Hải Phòng.
 - GEX sở hữu 70,2% GEL.
 - **Hải Phòng:** GEL/FIH trực tiếp sở hữu 30%/70% cổ phần so với mức sở hữu 100% trước đây của GEL. Chúng tôi giảm tỷ lệ sở hữu thực tế của GEX xuống 45% từ mức 70% trước đây, do GEL đã hoàn tất chuyển nhượng 51% cổ phần tại FIH cho Fraser Property vào cuối quý 2/2026, trong khi vẫn giữ lại 49% cổ phần.
 - **Đồng Nai:** GEL đã mua lại 113 ha quỹ đất trong quý 1/2026, trong đó FIH/GEL trực tiếp sở hữu 65%/35% cổ phần. Do đó, tỷ lệ sở hữu thực tế hiện tại của GEX là 47%.
- **Sân bay Quốc tế Gia Bình:** GEL sở hữu 20% cổ phần và đã góp 8,1 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu tính đến cuối quý 1/2026. Chúng tôi giả định 70% phần vốn góp này sẽ được tài trợ bằng nợ vay.
- **Mảng nước (VCW) giảm 40%:** Do mức giảm 32% của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 (vì chi phí khấu hao cao hơn), và mức giảm của P/E mục tiêu (giảm xuống mức 14,4 lần, so với 16,5 lần trước đây, dựa trên trung vị P/E 5 năm của các công ty cùng ngành).

Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026-2030 của GEX, chủ yếu do (1) mức tăng 5,8 lần của chi phí Holdco (chủ yếu là chi phí lãi vay để tài trợ cho các dự án BĐS nhà ở và sân bay Gia Bình), và (2) mức giảm 35% của tổng LNST sau lợi ích CĐTS của VCW (do mức chi phí khấu hao cao hơn của Giai đoạn 2). Các yếu tố này lấn át (3) mức tăng 20% của tổng LNST sau lợi ích CĐTS của GEE (nhờ việc LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025 cao hơn 10% so với dự báo của chúng tôi và mức tăng của chúng tôi đối với dự báo doanh thu giai đoạn 2026-2030), cùng với (4) mức tăng 9% đối với tổng LNST sau lợi ích CĐTS của VGC (nhờ mức tăng 11% của phần lợi nhuận gộp liên quan đến mảng KCN).

Phương pháp định giá

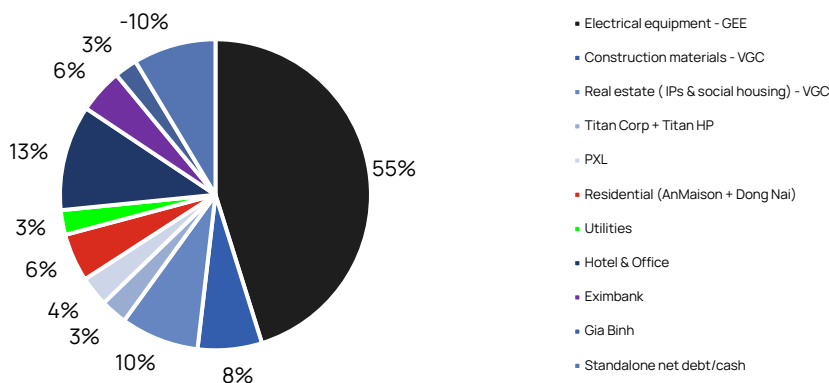
Vui lòng xem chi tiết trong [Báo cáo cập nhật GEX – tháng 4/2025](#) của chúng tôi.

Hình 7: Định giá của GEX

Công ty / Mảng	Phương pháp	Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	Tỷ lệ lợi ích kinh tế	Giá trị phân bổ (tỷ đồng)
1. Thiết bị điện (GEE)	P/E	44.669	72%	32.151
1,1 CAV		33.105	74%	24.412
LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng năm 2026		1.682		
P/E mục tiêu (x)		19,7		
1,2 THI		3.858	74%	2.874
LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng năm 2026		196		
P/E mục tiêu (x)		19,7		
1,3 EMICs & Khác		7.706	63%	4.866
LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng năm 2026		392		
P/E mục tiêu (x)		19,7		
2. VGC	Kết hợp	29.931	35%	10.551
Vật liệu xây dựng	CKDT	13.490	35%	4.755
Bất động sản (KCN và nhà ở xã hội)	NPV và P/E	16.441	35%	5.796
3. Titan Corp	CKDT	3.248	34%	1.117
4. Titan Hải Phòng - KCN Trấn Dương	CKDT	1.733	49%	852
5. PXL	CKDT	4.842	46%	2.210
PXL		4.842	46%	2.210
6. BĐS nhà ở Hải Phòng (thuộc GEL/FIH)	NPV	3.439	45%	1.522
BDS An-Maison – trung tâm Hải Phòng		3.439	45%	1.522
7. BĐS nhà ở Đồng Nai (thuộc GEL/FIH)	NPV	4.261	47%	2.000
		4.261	47%	2.000
8. Điện tái tạo	CKDT	1.969	24%	481
Điện mặt trời GELEX Ninh Thuận và điện mặt trời áp mái – 68 MWp		1.085	15%	165
Điện gió gần bờ 129 MW*		883	36%	316
9. Nước (VCW)	P/E & P/B	3.082	44%	1.343
VCW		2.986	44%	1.309
LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng năm 2026		207		
P/E mục tiêu (x)		14,4		
CTCP Nước sạch Tây Hà Nội (Wadaco)		96	35%	34
Chi phí		96		
PB mục tiêu (x)		1,0		
10. Khách sạn & Văn phòng	Kết hợp	9.975	78%	7.804
10,1 Fairmont	NPV	5.408	100%	5.408
10,2 Tổ hợp Melia	Cap rate	3.340	35%	1.169
10,3 GELEX Tower	Cap rate	1.226	100%	1.226
11. Sở hữu trực tiếp 10% cổ phần EIB	P/B	3.297	100%	3.297
12. Sở hữu 20% cổ phần Gia Bình thông qua GEL**	P/B	2.421	70%	1.700
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu dự phóng				65.054
Cộng: Tiền mặt của công ty mẹ				2.725
Trừ: Nợ vay của công ty mẹ				(8.851)
Giá trị vốn chủ sở hữu ròng				58.927
Số cổ phiếu (triệu)				1.308
Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)				45.000
Chiết khấu tập đoàn				10%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				40.500
Giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)				30.400
TL tăng (%)				33,3%
Lợi suất cổ tức (%)				1,6%
Tổng mức sinh lời (%)				34,9%

Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap (*Chúng tôi giả định GEL sẽ nắm giữ 51% cổ phần dự án này, dự án mà GEL đã nhận được phê duyệt đầu tư; **Chúng tôi giả định 70% khoản góp vốn chủ sở hữu vào Gia Bình được tài trợ bằng nợ vay)

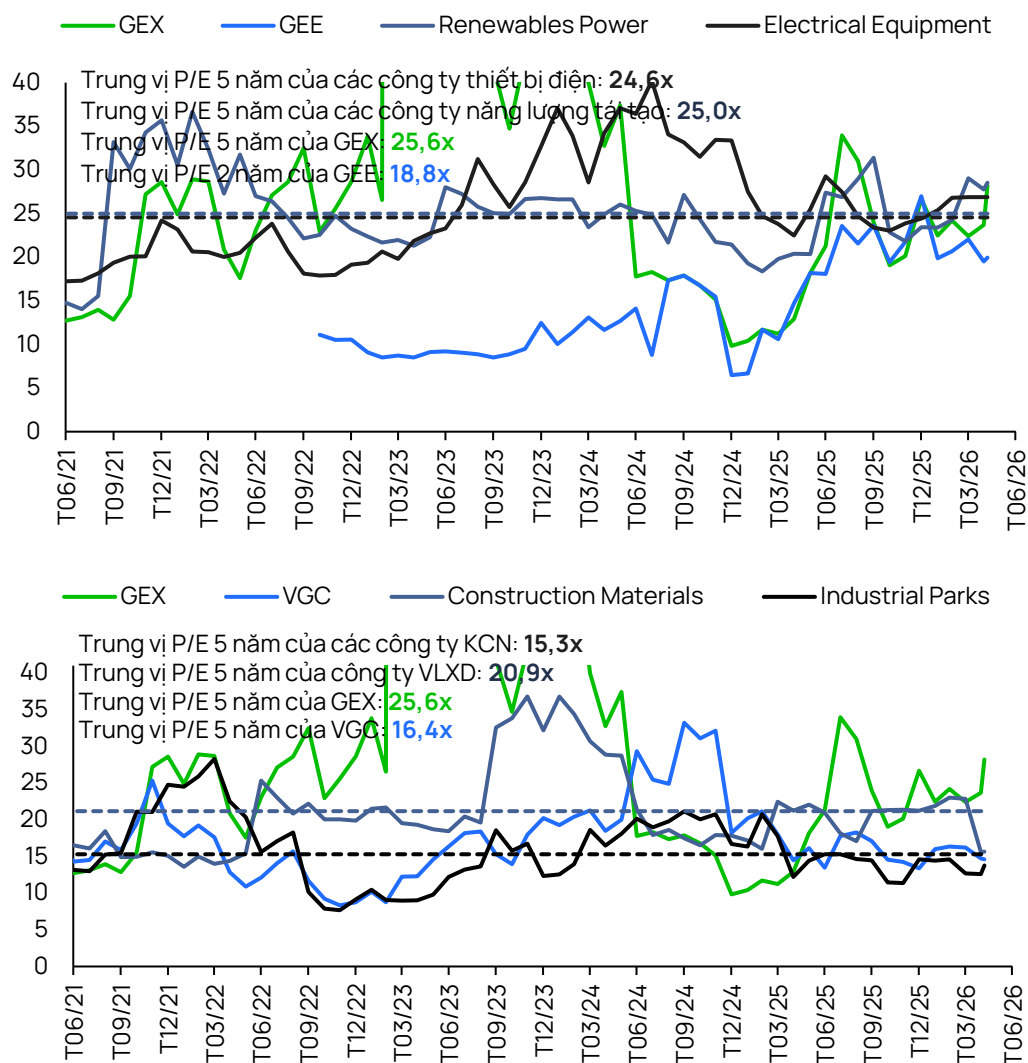
Hình 8: Đóng góp vào định giá của GEX theo mảng



Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap

So sánh các công ty cùng ngành

Hình 9: P/E của các công ty cùng ngành *



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 22/6/2026; * GEX ghi nhận lỗ trong quý 1/2023; do đó EPS trượt mang giá trị âm và chỉ số P/E không có ý nghĩa)

Hình 10: Các công ty cùng ngành của GEX

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu TTM (triệu USD)	YoY %	LNST TTM (triệu USD)	YoY %	Nợ ròng/VCSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E TTM	LQ P/B	TTM EV/ EBITDA
GEX	Việt Nam	1.492	1.616	20,9	57	-15,2	103,6*	8,4	1,6	24,0	2,1	8,2x
Thiết bị điện												
Ta Ya Electric Wire & Cable	Đài Loan	958	1.048	5,8	61	44,3	155,9	11,3	1,8	16,2x	1,7x	12,9x
KEI Industries	Ấn Độ	5.705	1.331	20,7	104	31,9	-18,9	14,8	0,1	58,6x	8,1x	30,4x
STARK Corp	Thái Lan	N/A	721	N/A	-189	-10,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Finolex Cables	Ấn Độ	1.887	716	18,8	81	1,9	-33,3	12,3	0,8	25,0x	2,9x	15,9x
I-Sheng Electric Wire & Cable	Đài Loan	288	247	0,5	17	-18,4	-25,8	9,5	5,8	17,1x	1,6x	8,3x
PIE Industrial	Malaysia	149	180	-25,6	0	-97,0	-12,9	0,3	0,6	967,6x	1,0x	17,7x
Transformers & Rectifiers India	Ấn Độ	N/A	284	26,1	30	23,4	10,7	19,1	N/A	N/A	N/A	20,4x
Voltamp Transformers	Ấn Độ	1.098	244	11,4	35	-6,2	-5,6	18,1	1,0	33,9x	5,8x	24,5x
Gunkul Engineering	Thái Lan	1.062	269	-2,9	58	7,5	89,9	12,8	5,1	18,5x	2,4x	11,3x
Crompton Greaves	Ấn Độ	1.878	917	3,0	-27	N/A	-27,8	-7,6	1,1	N/A	6,0x	16,8x
Hunan Valin Wire & Cable	Trung Quốc	1.403	664	10,7	15	-10,0	42,0	4,7	0,4	78,3x	3,2x	N/A
Trung vị		1.098	664	8,2	30	-2,2	-9,3	11,8	1,0	29,4x	2,9x	16,8x
GEE	Việt Nam	2.249	979	20,51	125	105,1	42,6	45	1,1	18,1x	7,4x	28,6x
Điện tái tạo												
NHPC	Ấn Độ	8.071	1.437	22,2	426	25,3	100,5	9,3	2,1	27,4x	1,8x	21,0x
ACEN Corp	Philippines	2.003	602	0,6	82	-44,7	98,6	3,1	1,6	38,1x	0,8x	84,3x
Super Energy Corp	Thái Lan	108	241	-13,1	16	-60,72	175,0	2,6	N/A	6,8x	0,2x	6,0x
Zhejiang Provincial New Energy	Trung Quốc	2.670	669,89	N/A	63	-5,7	156,9	3,6	0,9	40,2x	1,4x	N/A
Zhongmin Energy	Trung Quốc	1.518	219	-13,0	66	-32,3	-9,2	6,5	0,6	22,3x	1,4x	N/A
GEPC Energy	Trung Quốc	3.976	1.299	5,8	290	17,0	79,1	13,9	2,8	13,1x	N/A	N/A
Xinjiang Lixin Energy	Trung Quốc	998	156	12,9	14	276,9	207,6	3,4	0,4	65,1x	N/A	N/A
Guizhou Qian Yuan Power	Trung Quốc	1.221	472	61,7	90	146,6	78,3	15,0	2,5	13,0x	1,8x	N/A
Trung vị		1.760	537	5,8	74	5,7	99,6	5,0	1,6	24,8x	1,4x	21,0x
Nước sạch												
TTW PCL	Thái Lan	1.132	133	2,6	101	10,6	35,6	19,5	6,4	11,5x	2,2x	10,6x
VA Tech Wabag	Ấn Độ	1.311	447	19,7	42	25,5	-32,3	15,7	0	33,3x	4,8x	13,4x
Eastern Water Resources	Thái Lan	222	110	-9,4	2	-15,61	125,9	0,6	0,2	114,8x	0,6x	11,3x
WHA Utilities and Power	Thái Lan	766	112	24,0	34	25,6	93,9	8,0	3,8	22,5x	1,8x	16,7x
Manila Water	Philippines	1.582	699	9,6	275	50,6	142,2	18,4	4,8	6,3x	1,2x	9,0x
Taliworks Corp	Malaysia	175	114	2,7	20	19,5	13,3	11,9	5,6	8,9x	1,0x	6,3x
PBA Holdings	Malaysia	160	142	9,1	32	-9,8	-1,5	11,8	2,5	4,9x	0,6x	2,3x
Ranhill Utilities	Malaysia	640	562	N/A	35	N/A	73,5	N/A	N/A	18,4x	2,8x	N/A
Trung vị		703	137	9,1	34	19,5	54,5	11,9	3,8	14,9x	1,5x	10,6x
Vật liệu xây dựng												
Monalisa Group Co Ltd	Trung Quốc	674	545	-14,0	13	67,0	13,8	2,9	0,7	47,8x	1,4x	N/A
Triumph New Energy Co Ltd	Trung Quốc	625	426	-25,3	-161	-56,78	178,4	-34,4	N/A	N/A	2,2x	N/A
Arwana Citramulia Tbk PT	Indonesia	180	172	6,1	23	-11,1	-15,8	19,4	10,3	8,1x	1,6x	5,0x
Dynasty Ceramic PCL	Thái Lan	375	188	-11,7	27	-17,6	33,6	12,1	5,2	14,4x	1,7x	8,0x
Kajaria Ceramics Ltd	Ấn Độ	1.975	547	4,2	55	64,9	-16,8	16,7	1,2	38,2x	6,1x	16,4x
Somany Ceramics Ltd	Ấn Độ	224	314	4,8	9	35,2	23,3	10,1	0,4	26,1x	2,5x	6,8x
Binh Minh Plastics JSC	Việt Nam	455	213	11,8	48	14,5	-69,6	40,4	10,2	9,6x	3,8x	4,5x
Hoa Phat Group JSC	Việt Nam	7.637	6.544	17,7	806	68,9	48,8	16,5	1,91	9,5x	1,5x	8,1x
Trung vị		540	370	4,5	25	24,8	18,6	14,3	1,9	14,4x	1,9x	7,4x
VGC	Việt Nam	738	524	13,3	50	6,5	8,6	14,8	5,1	15,0x	2,2x	7,2x
Khu công nghiệp												
KBC	Việt Nam	1.076	187	-13,5	59	23,6	48,0	7,0	N/A	18,3x	1,1x	22,9x
SIP	Việt Nam	472	337	11,4	50	2,4	-107,7	24,4	15,6	10,0x	2,3x	5,3x
IDC	Việt Nam	610	316	1,3	71	13,1	-18,0	30,5	3,6	8,6x	2,4x	5,5x
SZC	Việt Nam	159	30	-26,7	9	-34,5	63,2	7,3	4,31	17,8x	1,3x	10,4x
GVR	Việt Nam	5.336	1.231	18,0	244	35,9	-31,7	11,2	1,1	22,1x	2,4x	12,7x
LHG	Việt Nam	53	24	9,0	11	10,6	-43,2	15,8	6,8	4,7x	0,7x	1,9x
PHR	Việt Nam	335	75	20,4	25	37,2	-49,5	16,2	2,08	13,3x	2,0x	14,1x
BCM	Việt Nam	2.097	237	-1,2	131	40,6	91,0	16,4	2,06	16,4x	N/A	29,2x
Trung vị		541	212	5,1	54	18,3	-24,8	16,0	3,6	14,9x	2,0x	11,5x
VGC	Việt Nam	738	524	13,3	50	6,5	8,6	14,8	5,1	15,0x	2,2x	7,2x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 22/6/2026; *Chúng tôi loại trừ đầu tư ngắn hạn khỏi tính toán nợ ròng/VCSH)

Diễn biến khuyến nghị

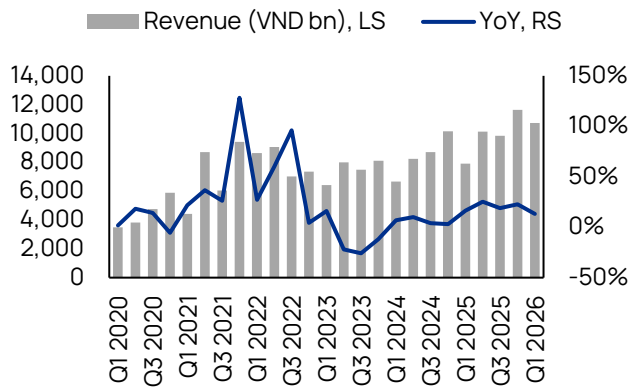
Hình 11: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu trong quá khứ được điều chỉnh theo các đợt chia cổ tức bằng cổ phiếu)

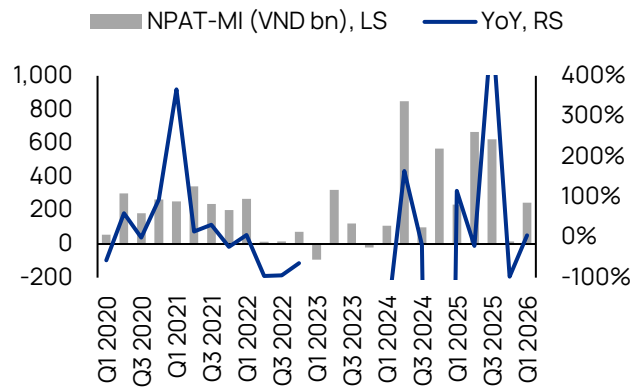
KQKD theo quý

Hình 12: Doanh thu theo quý của GEX



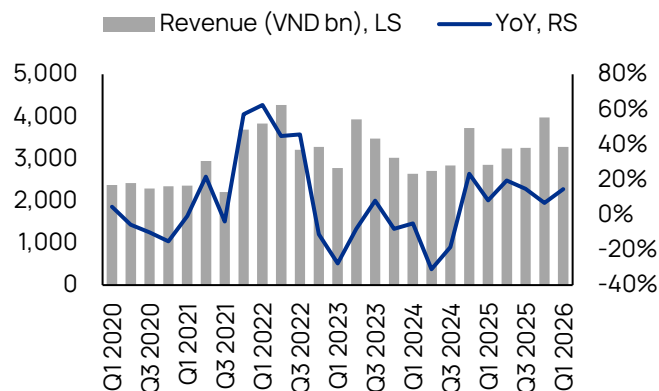
Nguồn: GEX, Vietcap

Hình 13: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của GEX*



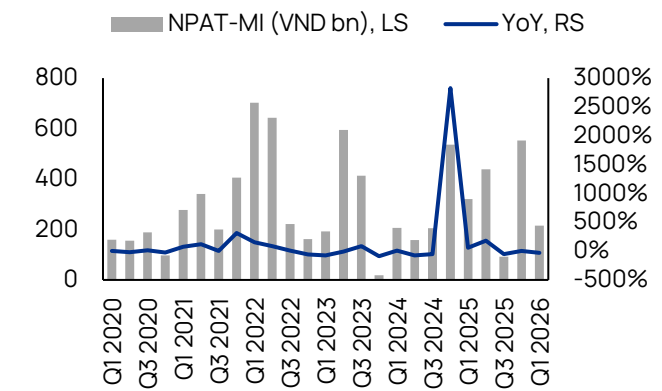
Nguồn: GEX, Vietcap (*GEX ghi nhận lỗ ròng 92 tỷ đồng trong quý 1/2023, tăng trưởng 2.359% trong quý 2/2023, và lãi ròng 109 tỷ đồng trong quý 1/2024)

Hình 14: Doanh thu theo quý của VGC



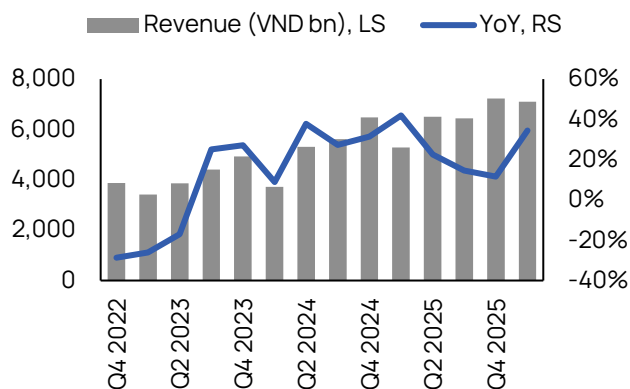
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 15: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của VGC



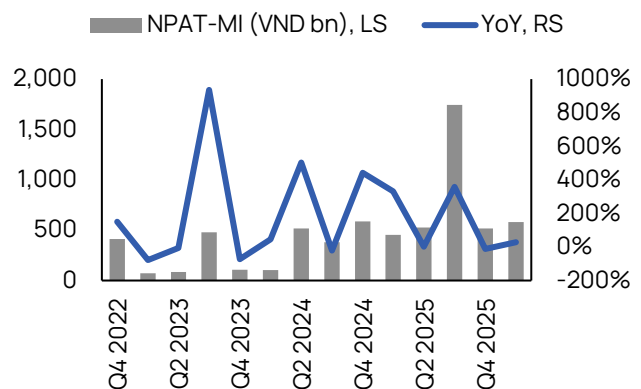
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 16: Doanh thu theo quý của GEE



Nguồn: GEE, Vietcap

Hình 17: LNST theo quý của GEE



Nguồn: GEE, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	39.513	49.987	55.969	62.818
Giá vốn hàng bán	-31.096	-40.031	-43.866	-48.106
Lợi nhuận gộp	8.417	9.955	12.103	14.712
Chi phí bán hàng	-1.428	-1.763	-1.900	-2.059
Chi phí quản lí DN	-2.068	-2.363	-2.644	-2.996
LN từ HĐKD	4.920	5.829	7.560	9.657
Doanh thu tài chính	1.257	723	557	328
Chi phí tài chính	-1.770	-2.285	-2.621	-2.477
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-1.198</i>	<i>-2.012</i>	<i>-2.323</i>	<i>-2.150</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	132	54	359	1.288
Thu nhập/(lỗ) khác ròng	82	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	4.621	4.321	5.855	8.797
Thuế TNDN	-1.665	-1.080	-1.405	-2.023
LNST trước lợi ích CĐTS	2.956	3.241	4.450	6.774
Lợi ích CĐTS	-1.478	-1.754	-2.539	-3.573
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.478	1.487	1.910	3.201
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi (1)	1.260	1.668	2.091	3.382
EBITDA	8.159	7.620	9.369	11.480
EPS báo cáo, VND	1.121	1.128	1.449	2.428
EPS cốt lõi (1), VND	955	1.266	1.588	2.567
EPS pha loãng, VND	1.121	1.128	1.449	2.428
DPS báo cáo, VND	800	500	500	500
DPS/EPS báo cáo (%)	71%	44%	34%	21%
(1) Không bao gồm lợi thế thương mại, thu nhập bất thường				

CHỈ SỐ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
TT doanh thu	17,1%	26,5%	12,0%	12,2%
TT LN từ HĐKD	31,8%	18,5%	29,7%	27,7%
EPS báo cáo	-9,2%	0,6%	28,5%	67,6%
EPS cốt lõi	13,7%	32,7%	25,4%	61,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	21,3%	19,9%	21,6%	23,4%
Biên LN từ HĐ %	12,5%	11,7%	13,5%	15,4%
Biên EBITDA	20,6%	15,2%	16,7%	18,3%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	3,7%	3,0%	3,4%	5,1%
ROE báo cáo %	9,3%	8,1%	9,9%	15,3%
ROA %	2,3%	1,8%	2,1%	3,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	136	161	182	182
Số ngày phải thu	42	39	39	39
Số ngày phải trả	37	33	35	35
TG luân chuyển tiền	141	167	186	186
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,8	1,7	1,9
CS thanh toán nhanh	1,1	0,9	0,8	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,3	0,2
Nợ/Tài sản	39,2%	44,9%	41,4%	40,4%
Nợ/Vốn sử dụng	48,9%	55,6%	51,5%	49,5%
Nợ/Vốn CSH	66,9%	94,8%	87,9%	88,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,8	3,8	4,0	5,3

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	8.660	9.916	6.498	3.933
Đầu tư TC ngắn hạn	9.967	7.000	5.000	5.000
Các khoản phải thu	4.997	5.714	6.398	7.181
Hàng tồn kho	14.455	20.838	22.834	25.042
TS ngắn hạn khác	1.336	1.336	1.336	1.336
Tổng TS ngắn hạn	39.414	44.804	42.067	42.492
TS dài hạn (gộp)	42.796	39.737	43.132	51.638
- Khấu hao lũy kế	-26.471	-18.962	-20.772	-22.594
TS dài hạn (ròng)	16.325	20.775	22.360	29.044
Đầu tư TC dài hạn	3.210	17.646	17.646	17.646
TS dài hạn khác	14.644	7.378	9.163	10.344
Tổng TS dài hạn	34.179	45.799	49.170	57.034
Tổng Tài sản	73.593	90.602	91.236	99.526
Phải trả ngắn hạn	3.145	4.053	4.441	4.870
Nợ ngắn hạn	12.168	14.869	14.195	10.585
Nợ ngắn hạn khác	6.482	6.482	6.482	6.482
Tổng nợ ngắn hạn	21.795	25.404	25.118	21.937
Nợ dài hạn	16.668	25.795	23.579	29.589
Nợ dài hạn khác	4.955	4.955	4.955	4.955
Tổng nợ	43.419	56.155	53.652	56.482
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	9.024	13.085	13.085	13.085
Thặng dư vốn cổ phần	663	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	7.264	4.870	5.796	8.013
Vốn khác	866	866	866	866
Lợi ích CĐTS	12.357	13.628	15.838	19.081
Vốn chủ sở hữu	30.174	32.448	35.584	41.044
Tổng cộng nguồn vốn	73.593	90.602	91.236	99.526
CP lưu hành cuối năm, triệu (PL)	1.308	1.308	1.308	1.308

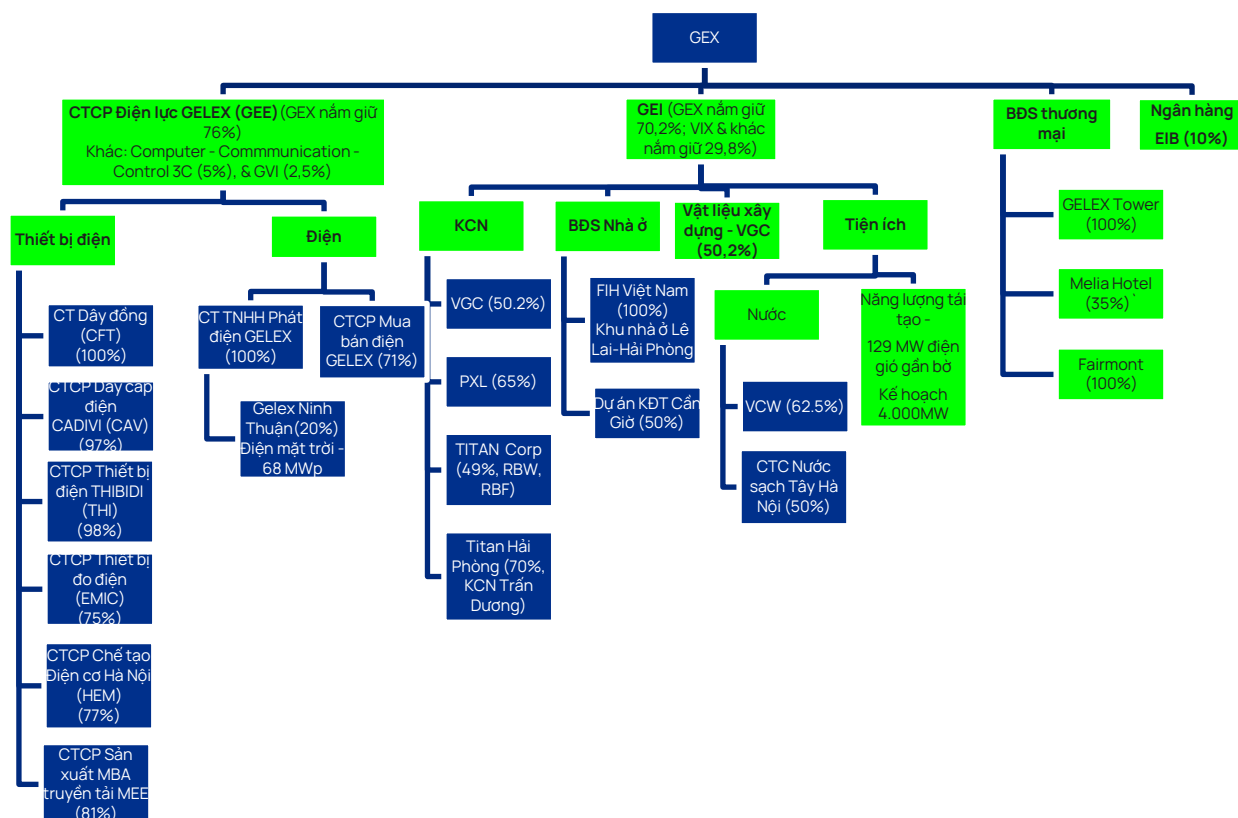
LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	4.075	8.660	9.916	6.498
Thu nhập ròng	1.478	1.487	1.910	3.201
Khấu hao	3.238	1.791	1.810	1.822
Thay đổi vốn lưu động	-6.182	-6.193	-2.292	-2.561
Điều chỉnh khác	2.013	700	0	0
Tiền từ hoạt động KD	546	-2.215	1.428	2.462
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-5.837	-7.675	-5.181	-9.687
Đầu tư	821	-1.469	2.000	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-5.018	-9.144	-3.181	-9.687
Cổ tức đã trả	-1.701	0	-654	-654
Cổ tức đã trả cho CĐTS	-656	-483	-330	-330
Tăng (giảm) vốn	1.052	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	3.929	2.701	-675	-3.610
Tăng (giảm) nợ dài hạn	8.362	9.127	-2.216	6.010
Tiền từ các hoạt động TC khác	-1.938	1.271	2.210	3.243
Tiền từ hoạt động TC	9.049	12.615	-1.665	4.660
Tổng lưu chuyển tiền tệ	4.585	1.256	-3.417	-2.565
Tiền cuối năm	8.660	9.916	6.498	3.933

Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap (*Trong quý 1/2026, theo Thông tư số 99/2025/TT-BTC do Bộ Tài chính ban hành ngày 27/10/2025, nguyên giá của các KCN cũ (đã nhận thanh toán một lần) thuộc mục Bất động sản đầu tư được điều chỉnh giảm khoảng một nửa và khấu hao lũy kế cũng được điều chỉnh giảm tương ứng, dẫn đến giá trị tài sản ròng gần như không đổi và mức sụt giảm mạnh YoY của khấu hao trong năm.)

Phụ lục

Cơ cấu doanh nghiệp của GEX

Hình 18: Cơ cấu tổ chức tính đến cuối quý 1/2026



Nguồn: GEX, Vietcap (*Để hoàn tất chuyển nhượng 51% cổ phần cho Fraser Property vào cuối quý 2/2026)

GEL đã mở rộng quỹ đất vị trí đắc địa cùng Fraser Property thông qua FIH

GEL (GEX nắm giữ 70% cổ phần) đang phát triển các dự án sau:

- **Hải Phòng (AnMaison, FIH/GEL trực tiếp sở hữu lần lượt 70%/30%, so với trước đây là GEL sở hữu 100%; GEL có lợi ích kinh tế thực tế 64%):** Quỹ đất 13,6 ha tại khu vực lõi của Hải Phòng; đã khởi công từ đầu năm 2026; GEL đặt mục tiêu mở bán trước từ quý 4/2026 đến quý 1/2027; chúng tôi dự báo công ty sẽ bàn giao sản phẩm thấp tầng trong quý 4/2027. FIH có thể sẽ thu xếp được gói vay mua nhà với lãi suất cố định hấp dẫn từ các ngân hàng quốc doanh để hỗ trợ nhu cầu. Chúng tôi dự báo giá bán trung bình sản phẩm thấp tầng sẽ đạt khoảng 150 triệu đồng/m², chưa bao gồm VAT.
- **Dự án Đồng Nai (FIH/GEL trực tiếp sở hữu lần lượt 65%/35%; GEL có lợi ích kinh tế thực tế 67%):** Quỹ đất 113 ha gần Sân bay Quốc tế Long Thành (LTH); việc mua đất được định hướng hoàn tất vào cuối quý 2/2026, trong đó GEL đã trả trước 5,3 nghìn tỷ đồng tính đến quý 1/2026. GEL dự kiến phát triển dự án theo 6-7 giai đoạn, hướng đến nhu cầu thực sau khi LTH đi vào khai thác thương mại và hạ tầng trong tương lai tiếp tục phát triển. Dự án được định hướng khởi công vào cuối năm 2026; chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ cuối năm 2028.
- **Quỹ đất tiềm năng sắp tới thông qua các dự án BT:** GEL đang thực hiện nghiên cứu khả thi cho các dự án BT tại TP.HCM, với mục tiêu mở rộng thêm quỹ đất có nhu cầu thực, gắn với mô hình ToD (phát triển đô thị định hướng giao thông công cộng) và nằm tại khu vực lõi. GEL sở hữu lần lượt 39%/49%/49% cổ phần tại GELEX Infrastructure Bac Saigon 1/Bac Saigon 2/West City, hợp tác cùng PET. Ba công ty này đang thực hiện nghiên cứu khả thi cho các dự án xử lý nước thải tại TP.HCM theo cơ chế BT.

Hình 19: AnMaison sở hữu vị trí đắc địa tại khu trung tâm thành phố Hải Phòng



Nguồn: AnMaison, GEL

Hình 20: Ước tính của Vietcap về tiến độ dự án Hải Phòng

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Tổng
Tiến độ	Giấy phép xây dựng	Xây dựng và mở bán thấp tầng	Xây dựng và mở bán cao tầng Bàn giao thấp tầng	Xây dựng và mở bán nhà ở xã hội	Xây dựng và mở bán nhà ở xã hội	Bàn giao nhà ở xã hội	Bàn giao nhà ở xã hội	
Mở bán (% tổng doanh số)		16%	39%	37%	4%	4%		100%
Doanh thu (% tổng doanh thu)			16%	39%	37%	4%	4%	100%
Doanh thu (tỷ đồng)			1.952	5.005	4.521	445	445	12,4 nghìn tỷ đồng
LNST (tỷ đồng)			449	1.139	1.039	102	102	2,8 nghìn tỷ đồng
LNST sau lợi ích CĐT thuộc về GEX (tỷ đồng)			203	514	469	46	46	1,3 nghìn tỷ đồng
% LNST sau lợi ích CĐT hợp nhất của GEX			11%	16%	12%	1%	N/A	

Nguồn: GEL, Vietcap

Hình 21: Dự án Đồng Nai hưởng lợi từ việc nâng cấp kết nối đến TP.HCM



Nguồn: Vietcap

Hình 22: Ước tính của Vietcap về tiến độ dự án Đồng Nai

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031-37F	Tổng
Tiến độ	Giấy phép xây dựng	Xây dựng và mở bán thấp tầng	Xây dựng và mở bán thấp tầng Bàn giao thấp tầng	Bàn giao thấp tầng	Bàn giao thấp tầng	Xây dựng và mở bán cao tầng Bàn giao cao tầng	
Mở bán (% tổng doanh số)		8%	11%	12%	16%	53%	100%
Doanh thu (% tổng doanh thu)			8%	11%	12%	69%	100%
Doanh thu (tỷ đồng)			3.471	4.860	5.207	30.788	44,3 nghìn tỷ đồng
LNST (tỷ đồng)			711	810	955	6.226	8,7 nghìn tỷ đồng
LNST sau lợi ích CĐT thuộc về GEX (tỷ đồng)			334	380	448	2.922	4,1 nghìn tỷ đồng
% LNST sau lợi ích CĐT hợp nhất của GEX			10%	10%	11%	N/A	

Nguồn: GEL, Vietcap

Sân bay Quốc tế Gia Bình

Theo truyền thông trong nước, chủ đầu tư dự án là Công ty TNHH Masterise Airport (vốn điều lệ 29,3 nghìn tỷ đồng), được thành lập vào tháng 1/2026 bởi Masterise Group. Tổng vốn đầu tư cho hai giai đoạn được công bố ở mức 196 nghìn tỷ đồng (7,4 tỷ USD), bao gồm vốn đầu tư Giai đoạn 1 (2026–30) là 146 nghìn tỷ đồng (5,5 tỷ USD), với khoảng 85% được tài trợ bằng nợ vay (theo truyền thông trong nước). GEL sở hữu 20% cổ phần và đã góp 8,1 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 1/2026.

- Thông tin chính về GBIA, theo các nguồn công khai: diện tích đất ~1.960 ha, tọa lạc tại Bắc Ninh, cách Hà Nội ~40km, với thời hạn vận hành 70 năm.
- Công suất Giai đoạn 1 đạt ~30 triệu lượt khách/năm (tương đương công suất thiết kế hiện tại của Nội Bài), và Giai đoạn 2 (2031–50) sẽ nâng công suất lên ~50 triệu lượt khách/năm.
- Giai đoạn 1: vốn đầu tư ~120 nghìn tỷ đồng, theo GEX; giai đoạn 1,1 phục vụ APEC 2027 dự kiến đi vào vận hành từ cuối nửa đầu năm 2027; giai đoạn 1,2 – vận hành thương mại dự kiến từ năm 2029; thời gian hoàn vốn định hướng ~40 năm.
- GEL sẵn sàng phát triển các dự án vệ tinh quanh Gia Bình như logistics và KCN.
- Sân bay Quốc tế Gia Bình được định vị là sân bay quốc tế xanh và thông minh thế hệ mới, hướng đến tiêu chuẩn dịch vụ sân bay quốc tế 5 sao Skytrax và top 10 sân bay 5 sao toàn cầu.

PXL và KCN Trấn Dương dự kiến khởi công trong nửa cuối năm 2026F

CTCP Khu công nghiệp Long Sơn (UPCoM: PXL), trong đó GEL nắm giữ 65% cổ phần. GEL định hướng hoàn tất phê duyệt điều chỉnh quy hoạch tổng thể trong năm 2026; chúng tôi dự báo việc bàn giao đất sẽ diễn ra vào cuối năm 2028.

Hình 23: Vietcap dự báo PXL hoàn tất bàn giao đất trong 15 năm (2028-42F)

tỷ đồng	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Tỷ lệ lấp đầy (%)	2%	3%	5%	5%	8%
Diện tích cho thuê trong năm (ha)	12	18	30	30	48
Doanh thu (tỷ đồng)	467	726	1.249	1.297	2.134
LNST	98	201	420	484	821
% tăng trưởng YoY	N/A	104%	109%	15%	70%
Đóng góp LNST vào LNST sau lợi ích CĐTTS của GEX	1%	2%	5%	N/A	N/A

Nguồn: GEL, dự báo của Vietcap

GEL đã thành lập CTCP Titan Hải Phòng với vốn điều lệ 490 tỷ đồng (dự kiến tăng lên 1,8 nghìn tỷ đồng) để đầu tư vào KCN Trấn Dương Giai đoạn 1 (nắm giữ 70% cổ phần, quỹ đất 208 ha tại Hải Phòng), dự án đã nhận được phê duyệt đầu tư vào tháng 12/2024. Chúng tôi ước tính vốn đầu tư đạt 3,3 nghìn tỷ đồng, khởi công từ nửa cuối năm 2026 và bắt đầu bàn giao đất từ năm 2027.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thủy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, 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 Vietcap

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 Vietcap 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 HOÃN	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.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.