

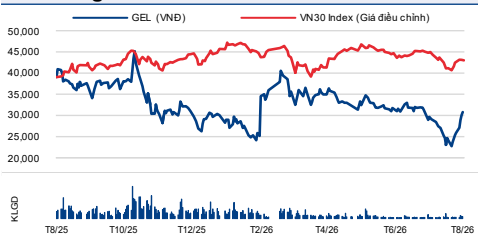
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ47,000
Tiềm năng tăng/giảm: 52.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/8/2026)	30,750
Mã Bloomberg	GEL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,750-45,106
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	29,540
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	27,368
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,044
Slg CP lưu hành (tr.đv)	890
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	445
Slg CP NN được mua (tr.đv)	417
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.10%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	JP Tập đoàn GELEX (70.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.71	(5.24)	(21.2)
So với chỉ số	8.31	3.09	(28.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	351	-	N/a
2027F	399	-	N/a
2028F	604	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

CTCP Hạ tầng GELEX (thuộc Tập đoàn GELEX) hoạt động trong các lĩnh vực hạ tầng cốt lõi gồm Năng lượng, BĐS KCN & nhà ở xã hội, Vật liệu xây dựng và Nước sạch, với mục tiêu trở thành nhà phát triển BĐS và hạ tầng tiện ích hàng đầu Việt Nam.

GEL là cơ hội mới; khuyến nghị lần đầu Mua vào

- Là nền tảng hạ tầng của GELEX, GEL mang lại cơ hội đầu tư trực tiếp vào xu hướng phát triển hạ tầng tại Việt Nam (nhất là sự trở lại của mô hình BT và cơ chế thanh toán bằng quỹ đất đối ứng) – một chủ đề tăng trưởng mang tính cấu trúc quan trọng trong 5-10 năm tới.
- HSC coi năm 2026-2027 là những năm bản lề và các khoản đầu tư hiện nay dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp đáng kể vào KQKD từ năm 2028. Nếu tính cả các ước tính mở rộng cho năm 2029-2030, HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 40,6% (so với mức 3,8% trong 3 năm).
- HSC khuyến nghị lần đầu đối với GEL ở mức Mua vào, với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 47.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 52,8%. Đáng chú ý, ước tính RNAV/cp trong kịch bản tích cực của chúng tôi cao hơn 91% so với kịch bản cơ sở. Vui lòng xem các công bố thông tin quan trọng liên quan đến báo cáo này ở cuối trang 1.

Mũi nhọn hạ tầng của GELEX dựa trên 5 trụ cột

GEL là doanh nghiệp hạ tầng chủ lực của Tập đoàn GELEX – một trong những tập đoàn đa ngành hàng đầu Việt Nam và hiện nắm giữ 70,2% cổ phần tại GEL. Ngoài hạ tầng, GEL còn hoạt động trong các lĩnh vực BĐS (bao gồm BĐS KCN), vật liệu xây dựng và tiện ích.

Việt Nam dường như đang đứng trước ngưỡng cửa của một siêu chu kỳ hạ tầng và GEL là một trong số ít doanh nghiệp có vị thế thuận lợi nhất để nắm bắt cơ hội này. Tăng trưởng của GEL trong thời gian tới dự kiến sẽ được thúc đẩy bởi 5 động lực chính: (1) sớm tiếp cận các quỹ đất đặc địa nhờ mô hình BT được khôi phục; (2) nhu cầu tăng mạnh tại các đô thị vệ tinh mới; (3) những yếu tố thuận lợi kéo dài đối với BĐS KCN nhờ xu hướng dịch chuyển sản xuất “China+1”; (4) sự phục hồi theo chu kỳ của ngành vật liệu xây dựng; và (5) danh mục dự án năng lượng tái tạo ngày càng mở rộng theo Quy hoạch điện 8 sửa đổi. Trong thời gian tới, Nghị quyết 68-NQ/TW, trong đó khẳng định khu vực kinh tế tư nhân là động lực tăng trưởng chủ đạo của nền kinh tế, cũng sẽ tạo thêm điều kiện thuận lợi cho GEL.

Tạo nền tảng trong năm 2026-2027, tăng trưởng bứt phá từ năm 2028

HSC chia triển vọng 5 năm tới của GEL thành 2 giai đoạn riêng biệt. Năm 2026-2027 nhiều khả năng sẽ là giai đoạn tạo nền tảng (khi hoạt động đầu tư và các yếu tố khác khiến lợi nhuận gần như đi ngang). Sau đó, lợi nhuận dự kiến sẽ tăng trưởng bứt phá từ năm 2028 khi các khoản đầu tư trước đây bắt đầu tạo ra doanh thu cao hơn và giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận. Nếu tính cả các ước tính mở rộng cho năm 2029-2030, HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 40,6% (so với mức 3,8% trong 3 năm).

Khuyến nghị lần đầu Mua vào với giá mục tiêu 47.000đ (tiềm năng tăng giá 52,8%)

HSC khuyến nghị lần đầu đối với GEL ở mức Mua vào, với giá mục tiêu 47.000đ (tiềm năng tăng giá 52,8%), dựa trên ước tính RNAV/cp trong kịch bản cơ sở và không áp dụng mức chiết khấu. Trong khi đó, định giá trong kịch bản tích cực của chúng tôi (bao gồm lợi ích trong tương lai từ các dự án BT tại TP.HCM) đạt 90.000đ, cao gần gấp 3 lần thị giá hiện tại. GEL đang giao dịch ở mức chiết khấu 34,6% so với ước tính RNAV/cp trong kịch bản cơ sở nhưng ở mức 65,8% so với ước tính RNAV/cp trong kịch bản tích cực, lớn hơn so với mức chiết khấu bình quân lần lượt là 51,4% và 49,1% của các doanh nghiệp BĐS và KCN cùng ngành. GEL là trường hợp hiếm hoi kết hợp được mức định giá hấp dẫn với động lực tăng trưởng mạnh, qua đó trở thành lựa chọn đáng chú ý trong giai đoạn thị trường bất định.

Khối Tài chính Doanh nghiệp của HSC hiện đang cung cấp dịch vụ tư vấn tài chính doanh nghiệp cho tổ chức phát hành được đề cập trong báo cáo này, bao gồm các dịch vụ liên quan đến giao dịch phát hành riêng lẻ dự kiến. Vui lòng xem thêm thông tin chi tiết tại trang 3.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 11/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,293	4,715	4,920	3,764	5,149
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	540	481	312	355	538
EPS ĐC (đồng)	617	494	351	399	604
DPS (đồng)	491	828	0	0	0
BVPS (đồng)	11,630	12,188	14,433	14,476	14,806
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.78	7.80	9.16	12.9	9.31
P/E ĐC (lần)	49.8	62.2	87.7	77.1	50.9
Lợi suất cổ tức (%)	1.60	2.69	0	0	0
P/B (lần)	2.64	2.52	2.13	2.12	2.08
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	13.6	(19.9)	(29.0)	13.7	51.5
ROAE (%)	6.13	5.11	2.78	2.76	4.13

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Đoàn Bảo Anh Tuấn

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
tuan.dba@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Mục lục

Kết luận đầu tư: Hoạt động đa dạng, vị thế thuận lợi	3
1. Vị thế thuận lợi hiếm có để nắm bắt xu hướng phát triển hạ tầng tại Việt Nam.....	4
2. Tích cực mở rộng sang mảng BĐS nhà ở thông qua hợp tác với Frasers Property	5
3. Tạo ra dòng tiền dồi dào từ nền tảng HĐKD cốt lõi	6
Thành tích vững chắc dưới sự lãnh đạo của BLĐ hiện tại.....	10
Mức chiết khấu định giá hấp dẫn đi cùng triển vọng tăng trưởng từ năm 2028	12
Tổng quan doanh nghiệp: Mũi nhọn trong chiến lược mở rộng hạ tầng của Tập đoàn GELEX	15
Lịch sử hình thành và tổ chức	15
Cơ cấu cổ đông.....	17
Tổng quan mô hình kinh doanh	18
Tổng quan ngành: 5 xu hướng cùng diễn biến thuận lợi	33
1. Sự trở lại của mô hình BT: Đổi hạ tầng lấy quỹ đất đặc địa.....	33
2. BĐS nhà ở: Hưởng lợi từ chu kỳ tăng nguồn cung nhờ chính sách ...	35
3. BĐS KCN: Xu hướng dịch chuyển FDI mang tính cơ cấu vẫn tiếp tục diễn ra	45
4. VLXD: Nhu cầu tăng cùng các biện pháp CBPG giúp hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận	51
5. Danh mục năng lượng tái tạo: Hưởng lợi từ Quy hoạch Điện 8 điều chỉnh	51
Đánh giá tình hình tài chính qua các năm	53
Nhìn lại KQKD năm 2025	53
KQKD Q2/2026 và nửa đầu năm 2026	55
Triển vọng lợi nhuận trong 5 năm tới	60
Lợi nhuận: Tầm nhìn 5 năm	60
Phân tích sâu chất lượng lợi nhuận: Đánh giá hiện tượng thất thoát lợi nhuận mang tính cấu trúc và rủi ro biến động từ các công ty liên doanh	62
Định giá hấp dẫn trong kịch bản tích cực nhờ mức chiết khấu sâu	65
Kết luận và phương pháp định giá	65
Bối cảnh định giá	68

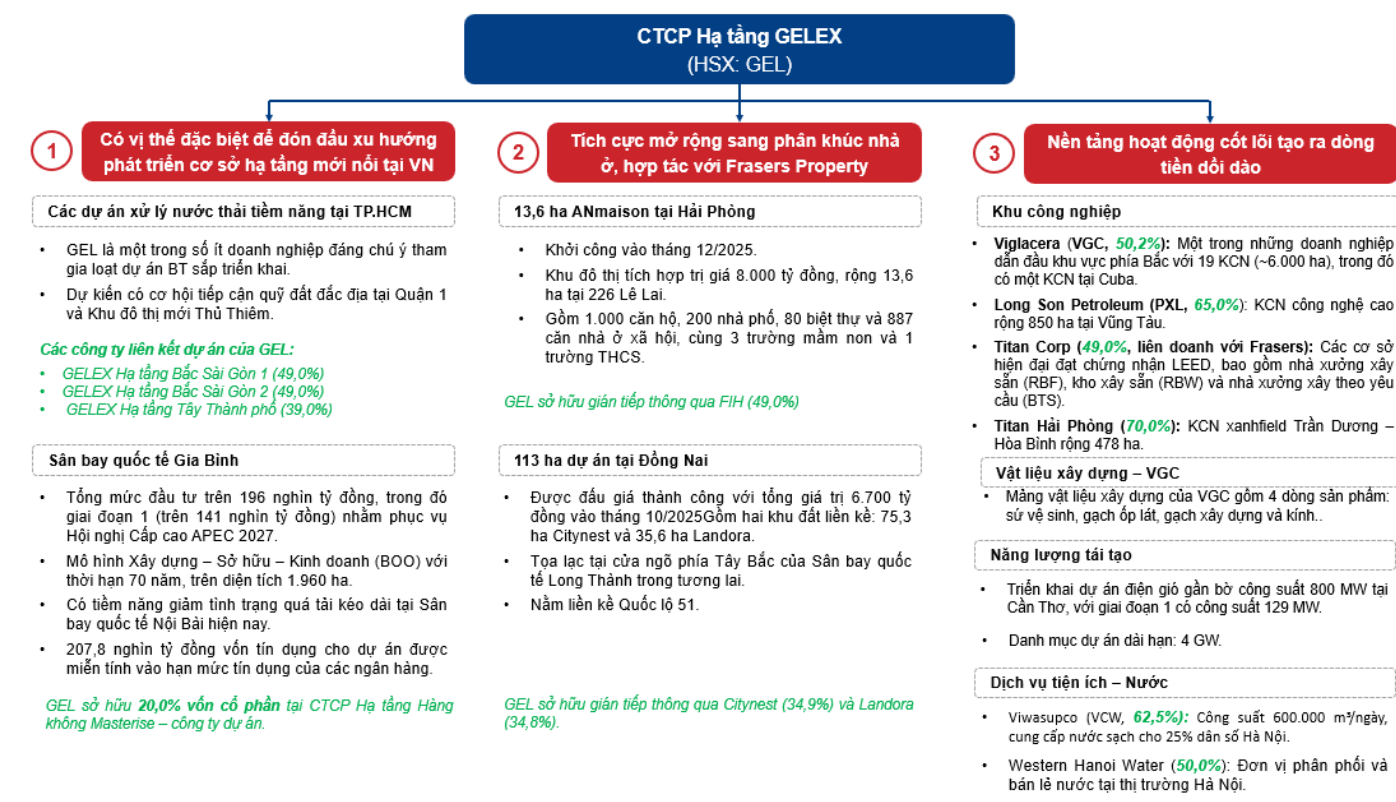
Kết luận đầu tư: Hoạt động đa dạng, vị thế thuận lợi

GEL là doanh nghiệp hạ tầng tích hợp chủ lực của Tập đoàn GELEX, với 3 động lực tăng trưởng chính: (1) vị thế thuận lợi hiếm có để nắm bắt xu hướng phát triển hạ tầng tại Việt Nam, trong đó GEL là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ Nghị quyết 68-NQ/TW; (2) tích cực mở rộng sang mảng BĐS nhà ở thông qua hợp tác với Frasers Property; và (3) tạo ra dòng tiền dồi dào từ nền tảng HĐKD cốt lõi, bao gồm BĐS KCN, vật liệu xây dựng, năng lượng tái tạo và tiện ích nước. HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với GEL với giá mục tiêu 47.000đ (tiềm năng tăng giá 52,8%), dựa trên ước tính RNAV/cp trong kịch bản cơ sở và không áp dụng mức chiết khấu. Trong khi đó, định giá trong kịch bản tích cực của chúng tôi (bao gồm lợi ích trong tương lai từ các dự án BT tại TP.HCM) đạt 90.000đ, cao gần gấp 3 lần thị giá hiện tại.

Khối Tài chính Doanh nghiệp của HSC hiện đang cung cấp dịch vụ tư vấn tài chính doanh nghiệp cho tổ chức phát hành được đề cập trong báo cáo này, bao gồm các dịch vụ liên quan đến giao dịch phát hành riêng lẻ dự kiến. HSC duy trì các chính sách, quy trình và hàng rào thông tin nhằm xác định, quản lý và giảm thiểu các xung đột lợi ích tiềm ẩn. Khối Nghiên cứu của HSC hoạt động độc lập với Khối Tài chính Doanh nghiệp. Các dự báo, định giá, khuyến nghị, giá mục tiêu và quan điểm trong báo cáo này hoàn toàn phản ánh nhận định chuyên môn độc lập của chuyên viên phân tích phụ trách và không chịu ảnh hưởng từ bất kỳ hợp đồng tư vấn hoặc mối quan hệ thương mại nào với tổ chức phát hành. Vui lòng xem các công bố thông tin bổ sung ở trang cuối của báo cáo.

GEL, doanh nghiệp hạ tầng tích hợp chủ lực của Tập đoàn GELEX, có 3 đặc điểm nổi bật: (1) sở hữu vị thế thuận lợi hiếm có để nắm bắt xu hướng phát triển hạ tầng tại Việt Nam; (2) đang tích cực mở rộng sang mảng BĐS nhà ở thông qua hợp tác với Frasers Property; và (3) tạo ra dòng tiền dồi dào từ nền tảng HĐKD cốt lõi để tiếp tục tái đầu tư. HSC sẽ phân tích chi tiết từng yếu tố dưới đây.

Bảng 1: Những điểm nổi bật, GEL



Nguồn: HSC

1. Vị thế thuận lợi hiếm có để nắm bắt xu hướng phát triển hạ tầng tại Việt Nam

Mô hình BT hồi sinh: Một trong số ít doanh nghiệp hưởng lợi từ cơ chế "đổi đất lấy hạ tầng"

Trong khuôn khổ mới của mô hình xây dựng–chuyển giao (BT), GEL đã khẳng định vị thế là một trong số ít doanh nghiệp hưởng lợi đáng kể khi tham gia với vai trò chủ chốt trong hàng loạt dự án BT sắp tới, bao gồm các dự án xử lý nước thải quy mô lớn tại TP.HCM và có thể cả các dự án hạ tầng kết nối với Cảng hàng không Gia Bình. Thông qua việc tham gia các dự án xử lý nước thải tại TP.HCM, GEL dự kiến sẽ được tiếp cận các quỹ đất đắc địa tại Quận 1 và Khu đô thị mới Thủ Thiêm theo Tờ trình số 313/TTr-UBND vào tháng 3/2026. Một số lô đất trong số này đã được thông qua tại Nghị quyết số 42/NQ-HĐND, ban hành ngày 18/4/2026.

Tuy nhiên, HSC lưu ý rằng phương án cuối cùng phân bổ quỹ đất để đổi lấy hạ tầng vẫn cần chờ phê duyệt chính thức. Việc tham gia từ sớm vào quá trình khôi phục mô hình BT tại Việt Nam mang lại cho GEL lợi thế đáng kể trong việc tiếp cận một số quỹ đất đô thị được săn đón nhất cả nước. Mặc dù danh mục đất đối ứng cụ thể vẫn đang được điều chỉnh giữa các dự thảo và nghị quyết chính thức nhưng chủ trương thay thế bằng các lô đất đắc địa có giá trị tương đương của Chính phủ cho thấy hiệu quả kinh tế cốt lõi của cơ chế thanh toán bằng quỹ đất đối ứng dành cho GEL về cơ bản vẫn được bảo toàn. Vui lòng xem chi tiết tại Bảng 2.

Bảng 2: Đất đối ứng cho ba dự án xử lý nước thải, GEL

4,7 ha đất đã được phê duyệt theo Nghị quyết số 42/NQ-HĐND, trong khi các khu đất bổ sung vẫn đang được xác định.

Dự án hạ tầng BT	Khu đất / Vị trí	Nghị quyết 42/NQ-HĐND
Dự án BT	33 Nguyễn Du; 34-36-42 Chu Mạnh Trinh	✓
	602 Võ Văn Kiệt (trước đây là 354 Bến Chương Dương)	✓
	Lô 4-12 (Khu đô thị mới Thủ Thiêm)	✓
	Lô 4-16 (Khu đô thị mới Thủ Thiêm)	✓
	123 Nguyễn Khoai	✓
	Lô 4-19 (Khu đô thị mới Thủ Thiêm)	✓
Lô đất bổ sung		Đang xác định

Nguồn: Dự thảo số 313/TTr-UBND, Nghị quyết 42/NQ-HĐND, HSC

Do đó, HSC đánh giá GEL là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ Nghị quyết 68-NQ/TW, trong đó xác định khu vực kinh tế tư nhân là động lực tăng trưởng chủ đạo của nền kinh tế và khuyến khích khu vực tư nhân tham gia giải quyết nhu cầu vốn còn thiếu cho cơ sở hạ tầng tại Việt Nam. Cùng với năng lực triển khai tốt và việc tham gia từ sớm vào các dự án BT trọng điểm, những yếu tố này củng cố quan điểm của HSC là GEL sở hữu vị thế thuận lợi hiếm có để nắm bắt giá trị dài hạn từ chu kỳ phát triển hạ tầng và thương mại hóa quỹ đất gắn với các dự án BT tại Việt Nam.

Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình: Động lực tăng trưởng dài hạn tiếp theo của GEL

Bên cạnh danh mục dự án BT, 20% cổ phần của GEL tại Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình (80% còn lại thuộc sở hữu của Tập đoàn Masterise, chưa niêm yết) là động lực tăng trưởng hạ tầng dài hạn quan trọng nhất của Công ty. Dự án được Quốc hội phê duyệt vào cuối năm 2025 với tổng vốn đầu tư hơn 196 nghìn tỷ đồng và đặt mục tiêu đưa Giai đoạn 1 vào khai thác kịp thời phục vụ APEC 2027.

Cảng hàng không Gia Bình được xây dựng và vận hành theo tiêu chuẩn của Cảng hàng không Changi, với mục tiêu bổ trợ thay vì cạnh tranh với Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài, qua đó đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng về năng lực trung chuyển quốc tế tại miền Bắc. Trong bối cảnh Nội Bài đang hoạt động vượt công suất thiết kế, Gia Bình sẽ góp phần đưa khu vực này trở thành một trung tâm hàng không quốc tế.

Được triển khai theo mô hình xây dựng–sở hữu–vận hành (BOO), trong đó GEL nắm giữ 20% và Masterise nắm giữ 80%, Gia Bình mang lại cho GEL cơ hội đầu tư vào một trong số ít cảng hàng không tại Việt Nam có tiềm năng sinh lời khi đi vào vận

hành. Đồng thời, dự án cũng củng cố vị thế chiến lược của GEL trong việc tiếp cận các cơ hội BT trong tương lai gắn với mạng lưới hạ tầng miền Bắc.

Dự án cũng nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ về chính sách. Theo Văn bản số 5386/NHNN-TD ngày 22/6/2026, tổng vốn tài trợ 207,8 nghìn tỷ đồng cho dự án không bị tính vào giới hạn cấp tín dụng của các ngân hàng, trong đó 113 nghìn tỷ đồng dành riêng cho cảng hàng không này. HSC cho rằng điều này về cơ bản giúp bảo đảm nguồn vốn cho dự án và nâng cao đáng kể mức độ chắc chắn về khả năng triển khai trước mục tiêu hoàn thành để phục vụ APEC 2027 (Bảng 3).

Việc tham gia một trong những dự án hạ tầng chiến lược nhất Việt Nam không chỉ củng cố kinh nghiệm triển khai và hồ sơ năng lực hạ tầng của GEL mà còn nâng cao khả năng giành được các cơ hội liên quan đến BT trong tương lai, bao gồm tiếp cận thêm quỹ đất và tham gia các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia khác. Cùng với sự hỗ trợ mạnh mẽ về vốn từ Chính phủ, HSC cho rằng rủi ro triển khai và rủi ro dòng tiền đã giảm đáng kể, qua đó cải thiện tương quan rủi ro-lợi nhuận tổng thể của dự án.

Bảng 3: Dự nợ tín dụng thuộc diện loại trừ theo Văn bản số 5386/NHNN-TD (tỷ đồng), GEL

Hơn 208 nghìn tỷ đồng vốn huy động được loại khỏi dự nợ tín dụng của hệ thống ngân hàng.

Stt	Dự án	Tổng vốn huy động	2026	2027	2028	2029	2030
	Các dự án tại Sân bay Quốc tế Gia Bình						
1	Dự án Sân bay Quốc tế Gia Bình	112,998	34,577	47,085	17,660	9,798	3,879
2	Tháp Kiểm soát Không lưu (ATC)	1,583	745	838	-	-	-
3	BT1 - Đường kết nối sân bay	3,221	2,586	635	-	-	-
4	BT2 - Khu tái định cư	8,990	5,682	3,308	-	-	-
5	BT3 - Khôi phục cơ sở hạ tầng	7,544	5,425	2,120	-	-	-
6	Dự án đối ứng cho BT1	19,679	3,219	6,064	5,198	5,198	-
7	Dự án đối ứng cho BT2	25,935	4,175	4,352	4,352	8,704	4,352
8	Dự án đối ứng cho BT3	27,832	2,497	1,267	5,067	10,134	8,867
Tổng		207,782	58,905	65,668	32,277	33,833	17,098

Nguồn: Công văn số 5386/NHNN-TD, HSC

2. Tích cực mở rộng sang mảng BĐS nhà ở thông qua hợp tác với Frasers Property

GEL đang gia nhập thị trường BĐS nhà ở thông qua quan hệ hợp tác độc quyền với Frasers Property Vietnam tại công ty liên doanh FIH. Sau khi hoàn tất tái cơ cấu sở hữu trong Q2/2026, Frasers nắm giữ 51% cổ phần chi phối, trong khi GEL sở hữu 49% cổ phần tại công ty liên kết này.

HSC đánh giá tích cực quan hệ hợp tác này vì giúp giảm đáng kể rủi ro khi GEL gia nhập thị trường BĐS nhà ở. Theo đó, các mối quan hệ tại địa phương, chuyên môn pháp lý và năng lực hạ tầng của GEL được kết hợp với kinh nghiệm phát triển dự án đã được khẳng định và thương hiệu quốc tế của Frasers. Về dài hạn, nền tảng BĐS này bổ trợ về mặt chiến lược cho các mảng hạ tầng và BT đang mở rộng của GEL, đồng thời tạo ra phương thức phù hợp để thương mại hóa quỹ đất mà GEL nhận được làm khoản thanh toán cho các dự án hạ tầng theo mô hình BT, qua đó nâng cao khả năng tạo ra giá trị dài hạn.

Danh mục dự án ban đầu của liên doanh gồm một khu đô thị tích hợp rộng 13,6 ha tại Hải Phòng và quỹ đất 113 ha tại Đồng Nai, với mục tiêu rõ ràng là mở rộng danh mục lên 500-1.000 ha vào năm 2030. Đáng chú ý, các dự án đầu tiên đều sở hữu quỹ đất sạch và dự kiến bắt đầu được triển khai ngay trong năm nay. HSC trình bày các dự án và đặc điểm chính của các dự án này dưới đây.

ANMaison Hải Phòng, 13,6 ha: Định vị cao cấp tại một siêu đô thị tăng trưởng cao

ANMaison Hải Phòng được khởi công vào tháng 12/2025 và là dự án BĐS nhà ở chủ lực của GEL. Đây là khu đô thị tích hợp có tổng vốn đầu tư 8.000 tỷ đồng, rộng 13,6 ha tại số 226 Lê Lai, kết nối trực tiếp khu trung tâm lịch sử của Hải Phòng với Trung tâm Hành chính mới Bắc Sông Cấm.

Cơ cấu sản phẩm gồm 1.000 căn hộ cao cấp tại 2 tòa tháp cao lần lượt 38 và 41 tầng (mỗi tòa có khối đế 3 tầng và 3 tầng hầm); 200 căn nhà phố; 80 căn biệt thự phong cách Đông Dương; và 887 căn nhà ở xã hội. Dự án còn có 3 trường mầm non và 1 trường THCS. Việc chủ động kết hợp các sản phẩm cao cấp và có giá bán phù hợp giúp dự án mở rộng nhóm khách hàng mục tiêu.

Đáng chú ý, dự án trực tiếp đáp ứng nhu cầu nhà ở cao cấp của nhóm lao động trí thức, được hỗ trợ nhờ nền kinh tế cảng biển-logistics phát triển mạnh và dòng vốn FDI bền vững vào lĩnh vực sản xuất tại Hải Phòng. Những yếu tố này đang thu hút lượng lớn chuyên gia nước ngoài từ các tập đoàn lớn như LG Display, Bridgestone và Pegatron. Dự án đang được thi công và dự kiến bàn giao trong Q3/2027.

Các dự án 113 ha tại Đồng Nai: Chỉ cách sân bay 5 km

Sau ANMaison, động lực tăng trưởng tiếp theo trong chiến lược đa dạng hóa sang BĐS nhà ở của GEL là dự án rộng 113 ha tại Bình An, Đồng Nai. GEL đã giành được quỹ đất này thông qua các phiên đấu giá công khai thành công vào tháng 10/2025 với tổng giá trị 6.700 tỷ đồng. Dự án gồm 2 khu đất liền kề là CityNest (75,3 ha) và Landora (35,6 ha).

Tọa lạc tại xã Bình An và chỉ cách Cảng hàng không Quốc tế Long Thành trong tương lai khoảng 5-7 km, dự án có khả năng kết nối thuận tiện thông qua Quốc lộ 51, đường Lê Duẩn và các tuyến cao tốc trọng điểm, bao gồm Cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu cùng các tuyến Vành đai 3 và 4 TP.HCM. Vị trí đặc địa này giúp kết nối thuận lợi với TP.HCM và cụm cảng Cái Mép-Thị Vải (với thời gian di chuyển bằng ô tô lần lượt khoảng 45-60 phút và 30-45 phút). Khi Bình An phát triển thành một trung tâm dân cư chiến lược, dự án sở hữu vị thế thuận lợi hiếm có để đáp ứng nhu cầu nhà ở dài hạn ngày càng tăng nhờ dòng doanh nghiệp, công chức và lao động lành nghề chuyển đến khu vực.

HSC lưu ý rằng dự án đã được CityNest và Landora đấu giá thành công vào ngày 2/10/2025. Sau đó, GEL đã mua lại cả 2 doanh nghiệp này trong nửa đầu năm 2026. Dự án dự kiến được triển khai trong giai đoạn 2028-2030.

Hình 4: Dự án Lê Lai (Hải Phòng), GEL

Dự án ANMaison tọa lạc tại 226 Lê Lai – một vị trí đặc địa.



Nguồn: HSC

Hình 5: Dự án Đồng Nai, GEL

Quỹ đất 'đặc địa' rộng 113 ha nằm liền kề Quốc lộ 51



Nguồn: HSC

3. Tạo ra dòng tiền dồi dào từ nền tảng HĐKD cốt lõi

GEL sở hữu 4 động lực chính tạo dòng tiền thường xuyên gồm: (1) các KCN có tỷ lệ lấp đầy cao của Viglacera; (2) mảng vật liệu xây dựng có khả năng chống chịu tốt; (3) các tài sản năng lượng tái tạo có khả năng sinh lời cao, dự kiến mở rộng sau năm 2029; và (4) vị thế độc quyền trong lĩnh vực nước sạch. Nhờ đó, GEL có nền tảng lợi nhuận dồi dào. Nguồn lực từ HĐKD này sẽ tạo nền tảng hỗ trợ quan trọng cho kế hoạch đầu tư chiến lược sắp tới vào hạ tầng (BT) và BĐS, nhất là trong bối cảnh tín dụng thắt chặt và lãi suất ở mức cao.

HSC dự báo 4 mảng nói trên sẽ tạo ra doanh thu thường xuyên lần lượt là 19.050 tỷ đồng, 19.956 tỷ đồng và 25.053 tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028, cùng với EBITDA hợp nhất đạt lần lượt 4.920 tỷ đồng, 3.764 tỷ đồng và 5.149 tỷ đồng.

Đáng chú ý, dự báo cho giai đoạn 2026-2028 cùng các ước tính mở rộng cho năm 2029-2030 của HSC cho thấy EBITDA hợp nhất sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 5 năm đạt 10,7% (tính từ năm 2025) và đạt 7.401 tỷ đồng vào năm 2030. Trong suốt quá trình mở rộng, GEL dự kiến vẫn duy trì dư địa trả nợ vững chắc.

Mặc dù việc sử dụng vốn vay để góp vốn vào các dự án hạ tầng trọng điểm như Cảng hàng không Gia Bình, FIH và các dự án xử lý nước thải theo mô hình BT sẽ khiến chi phí lãi vay tăng lên mức đỉnh 2.267 tỷ đồng trong năm 2028 nhưng tỷ suất lợi nhuận chỉ chịu áp lực tạm thời. Điều này phản ánh việc GEL đang rót vốn trong giai đoạn xây dựng, thay vì cho thấy hoạt động kinh doanh cốt lõi suy yếu.

Rủi ro bằng CĐKT vẫn được kiểm soát tốt trong suốt chu kỳ:

- **Khả năng thanh toán lãi vay:** Hệ số EBITDA/chi phí lãi vay dự kiến giảm từ 7,3 lần trong năm 2025 xuống mức đáy nhưng vẫn an toàn là 1,8 lần trong năm 2027, trước khi phục hồi lên 2,3 lần trong năm 2028 (và 5,5 lần vào năm 2030) khi các tài sản mới bắt đầu tạo dòng tiền ổn định và dư nợ dần được hoàn trả.
- **Dư địa tài chính tuyệt đối:** Phần dòng tiền còn lại sau chi phí lãi vay (được tính bằng EBITDA trừ chi phí lãi vay) duy trì trên 1.600 tỷ đồng trong tất cả các năm và chạm mức thấp nhất vào năm 2027.

EBITDA được HSC tính toán từ lợi nhuận gộp của từng mảng trong 4 động lực tạo dòng tiền (sau khi trừ các khoản giảm trừ doanh thu và chi phí quản lý & bán hàng, đồng thời cộng lại chi phí khấu hao). Chỉ tiêu này không bao gồm phần lãi từ các liên doanh, thu nhập khác và doanh thu HĐ tài chính. Khi so sánh với toàn bộ chi phí lãi vay hợp nhất, kết quả cho thấy các tài sản đang vận hành của GEL tạo ra dòng tiền dồi dào để trang trải chi phí vay nợ của Tập đoàn, đồng thời tài trợ cho các tài sản tăng trưởng dài hạn.

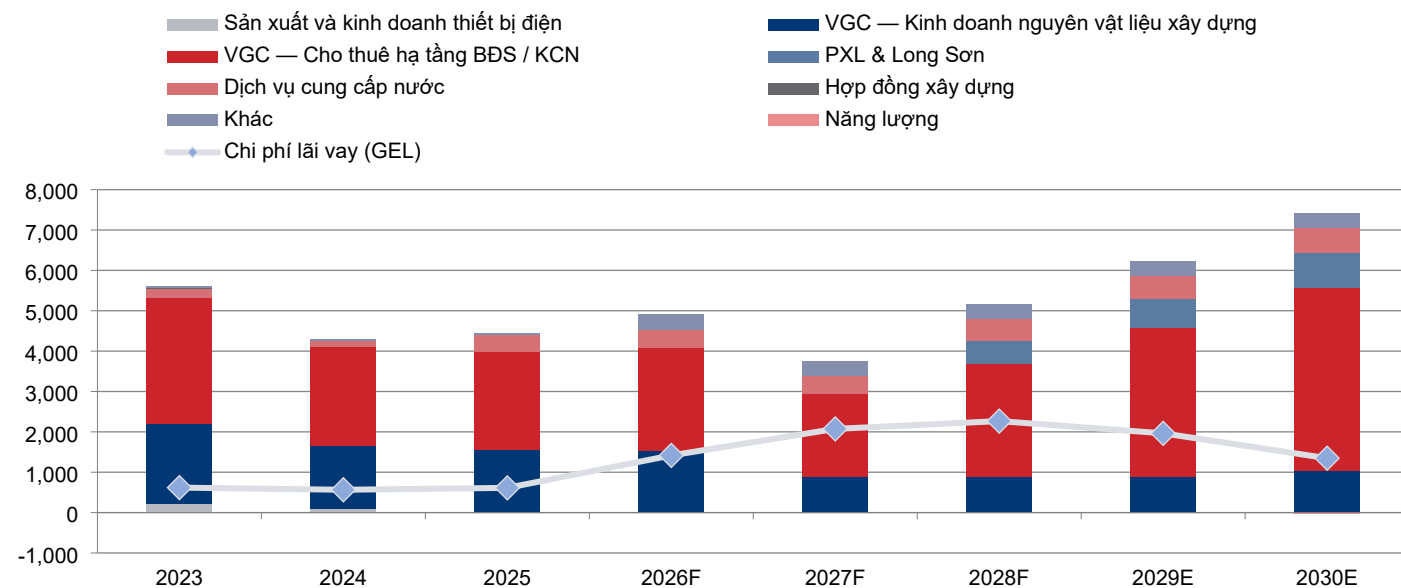
HSC lưu ý rằng GEL chủ yếu đầu tư vào các tài sản tăng trưởng dài hạn thông qua các liên doanh. Do đó, nếu tính thêm phần lãi từ các liên doanh này (chủ yếu là FIH và Titan Corp.) – mà cuối cùng sẽ được ghi nhận vào lợi nhuận thuần của GEL – thì cả khả năng thanh toán lãi vay và dư địa tài chính tuyệt đối của Công ty đều cải thiện đáng kể (Biểu đồ 6-7). Cụ thể:

- **Khả năng thanh toán lãi vay:** Nếu tính thêm phần lãi từ các liên doanh, hệ số EBITDA/chi phí lãi vay dự kiến giảm từ 7,3 lần trong năm 2025 xuống mức đáy nhưng vẫn an toàn là 2,2 lần trong năm 2027, trước khi phục hồi lên 6,4 lần vào năm 2030.
- **Dư địa tài chính tuyệt đối:** Phần dòng tiền còn lại sau chi phí lãi vay (được tính bằng EBITDA trừ chi phí lãi vay) duy trì trên 2.500 tỷ đồng trong tất cả các năm và chạm mức thấp nhất vào năm 2027.

Nhờ nguồn doanh thu thường xuyên vững chắc từ nhiều mảng kinh doanh có lãi, GEL có thể duy trì hệ số thanh toán lãi vay ở mức lành mạnh mặc dù dư nợ dự kiến tăng mạnh trong những năm tới để tài trợ cho việc mở rộng mảng hạ tầng và BĐS.

Biểu đồ 6: EBITDA theo mảng kinh doanh và chi phí lãi vay (công ty mẹ) (tỷ đồng), GEL

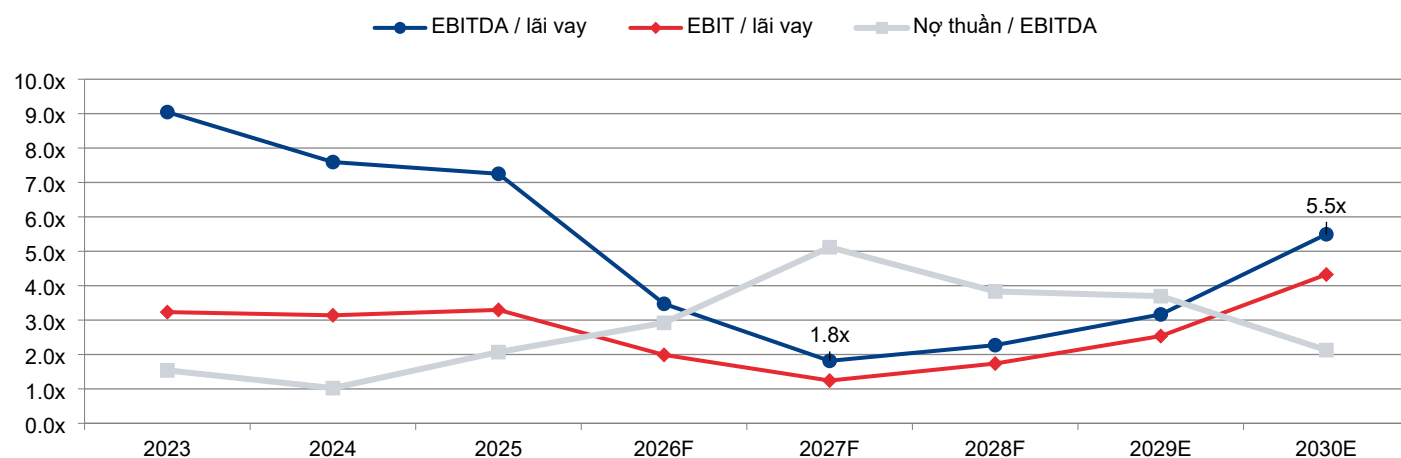
Khoản đệm tiền thuần (EBITDA trừ chi phí lãi vay) duy trì trên 1.600 tỷ đồng mỗi năm, với mức thấp nhất vào năm 2027F.



Ghi chú: EBITDA hiện tại không bao gồm thu nhập từ các công ty liên doanh
Nguồn: GEL, HSC ước tính

Biểu đồ 7: Khả năng thanh toán lãi vay & đòn bẩy tài chính, GEL

Khả năng thanh toán lãi vay bằng EBITDA dự kiến chạm đáy ở mức 1,8 lần trong năm 2027, vẫn ở mức an toàn, so với 7,3 lần năm 2025, trước khi phục hồi.



Ghi chú: EBITDA hiện tại không bao gồm thu nhập từ các công ty liên doanh.
Nguồn: GEL, HSC ước tính

BĐS KCN và vật liệu xây dựng: Nền tảng vững chắc, động lực dòng tiền chủ đạo

Mảng BĐS KCN đóng góp 32,1% doanh thu của GEL trong năm 2025, chủ yếu đến từ Viglacera, công ty con do GEL sở hữu 50,2% (VGC; Mua vào, giá mục tiêu 50.500đ). VGC hiện vận hành 19 KCN với tổng diện tích khoảng 6.000 ha tại các trung tâm thu hút FDI trọng điểm ở miền Bắc. HSC cũng dự báo BĐS KCN sẽ tiếp tục là mảng kinh doanh chủ lực, đóng góp 47,4% doanh thu của Tập đoàn vào năm 2030 theo kịch bản cơ sở.

Ngoài VGC, GEL còn tham gia lĩnh vực BĐS KCN thông qua các doanh nghiệp khác như sau:

- **Dầu khí Long Sơn (PXL, GEL sở hữu 65%):** Dự án KCN rộng 850 ha tại Vũng Tàu, hướng đến các doanh nghiệp sản xuất công nghệ cao và trung tâm dữ liệu.

Dự kiến, nghĩa vụ tiền sử dụng đất và công tác giải phóng mặt bằng sẽ hoàn tất vào cuối năm 2026, sau đó dự án sẽ bước vào giai đoạn xây dựng hạ tầng, tạo điều kiện để bắt đầu cho thuê trong giai đoạn 2028-2030.

- Titan Corporation (GEL sở hữu 49%, liên doanh với Frasers Property):** Doanh nghiệp sở hữu 5 nhà kho trên tổng diện tích 100 ha tại các trung tâm kinh tế trọng điểm ở miền Bắc. HSC nhận thấy 2 nhóm khách hàng tiềm năng gồm:
 - (1) Các doanh nghiệp muốn tham gia hệ sinh thái chuỗi cung ứng hiện hữu trong các KCN của VGC và tận dụng mạng lưới doanh nghiệp tại đây để tạo ra lợi ích cộng hưởng. HSC lưu ý rằng cả 5 nhà kho đang hoạt động đều nằm trong các KCN của VGC.
 - (2) Các doanh nghiệp muốn thử nghiệm hoạt động tại Việt Nam trước khi cam kết đầu tư và mở rộng với quy mô lớn hơn.
- Titan Hải Phòng (GEL sở hữu 70%):** Giai đoạn 1, với diện tích 208 ha trên tổng diện tích 478 ha, hiện đang được giải phóng mặt bằng. Hạ tầng dự kiến sẵn sàng cho thuê vào cuối năm 2027 và doanh thu cho thuê sẽ bắt đầu được ghi nhận từ năm 2028-2029 trở đi.

Thông qua VGC, GEL cũng tham gia ngành vật liệu xây dựng, vốn có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ 2 động lực nhu cầu đồng thời: (1) chu kỳ đầu tư hạ tầng công cộng với tổng quy mô 8.220 nghìn tỷ đồng tại Việt Nam trong giai đoạn 2026-2030; và (2) việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý kéo dài từ năm 2025, qua đó tạo điều kiện để hàng loạt chủ đầu tư tái khởi động các dự án từng bị đình trệ. Cả 4 phân mảng gồm gạch ốp lát, gạch đất sét nung & ngói lợp, thiết bị vệ sinh và kính đều có lãi trở lại trong Q1/2026, với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 12%, được hỗ trợ nhờ thuế chống bán phá giá (CBPG) có hiệu lực từ tháng 2/2026.

HSC dự báo tỷ trọng doanh thu của mảng vật liệu xây dựng sẽ giảm dần khi các mảng khác mở rộng, từ 60,6% trong năm 2025 xuống lần lượt 57,6%, 57,4% và 47,8% trong giai đoạn 2026-2028, trước khi giảm tiếp xuống 42,6% vào năm 2030 theo ước tính mở rộng trong kịch bản cơ sở.

Nhìn chung, 2 mảng HĐKD cốt lõi là KCN và vật liệu xây dựng dự kiến sẽ cung cấp nguồn dòng tiền thiết yếu cho các kế hoạch đầu tư chiến lược sắp tới của GEL vào hạ tầng và BĐS, nhất là trong bối cảnh tín dụng thắt chặt và lãi suất ở mức cao.

Danh mục năng lượng tái tạo 4 GW: Bắt đầu từ dự án điện gió gần bờ 800 MW tại Cần Thơ

Sau khi chuyển nhượng danh mục công suất 245 MW cho Sembcorp, mảng tiện ích có khả năng sinh lời cao của GEL đang được tái định hướng sang danh mục dự án năng lượng tái tạo có tổng công suất 4 GW, trong đó nổi bật là dự án điện gió gần bờ 800 MW tại Cần Thơ. Cụ thể:

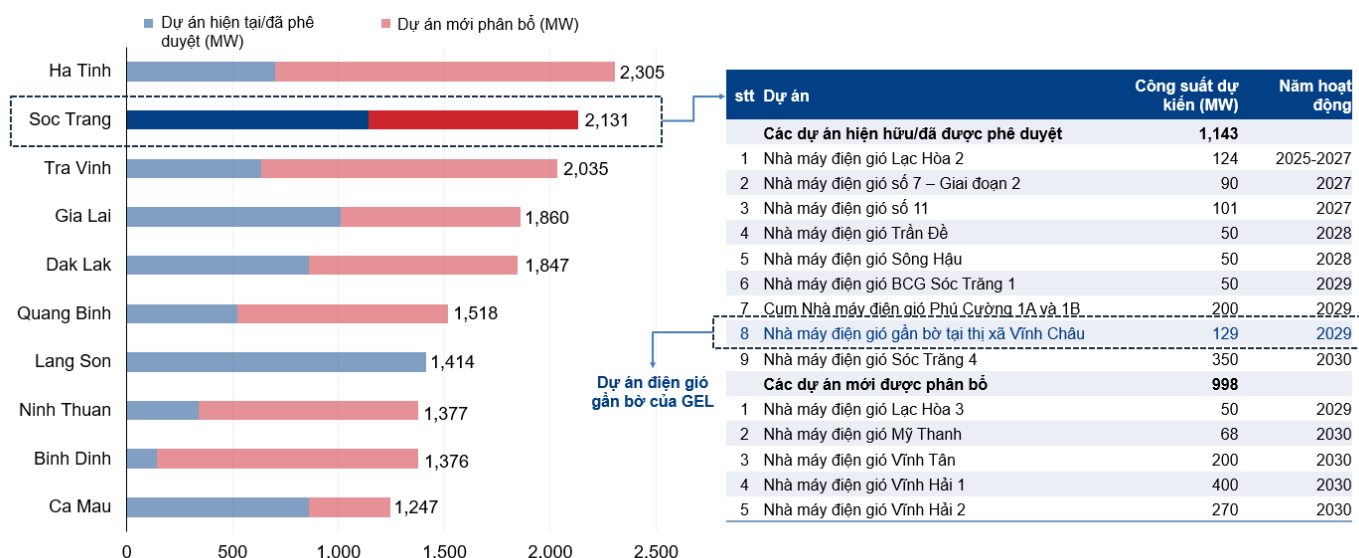
- Giai đoạn 1 – Dự án điện gió gần bờ Vĩnh Hải công suất 129 MW:** Dự án nằm tại xã Vĩnh Châu, TP. Cần Thơ, với tổng vốn đầu tư ước tính 5.980 tỷ đồng. Giai đoạn này đã chính thức được chính quyền địa phương phê duyệt vào tháng 6/2026 theo Quyết định số 2858/QĐ-UBND. Hoạt động xây dựng dự kiến được triển khai trong năm 2027-2028, hướng đến mục tiêu chính thức đấu nối vào lưới điện và vận hành thương mại trong năm 2029 (Biểu đồ 8).
- Các giai đoạn tiếp theo – công suất 671 MW:** Theo chia sẻ của BLĐ, tổng công suất tối đa của dự án có thể được nâng lên 800 MW. Do đó, HSC ước tính các giai đoạn tiếp theo có thể có tổng công suất khoảng 671 MW, vẫn nằm trong dự địa phân bổ công suất mới 988 MW của khu vực trong giai đoạn 2026-2030 theo Quy hoạch điện 8 sửa đổi. Tuy nhiên, dự án vẫn đang chờ phê duyệt chính thức và các thông tin triển khai cuối cùng.

Thông qua mục tiêu giành được tỷ trọng đáng kể trong tổng công suất điện gió được phân bổ tại Cần Thơ – một trong những trung tâm năng lượng quan trọng nhất Việt Nam – GEL đang xây dựng nền tảng cho nguồn lợi nhuận bền vững trong dài hạn. Theo khuôn khổ quản lý chung của ngành điện trong Quy hoạch điện 8 sửa đổi, tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) của chủ đầu tư được giới hạn ở mức khoảng 12%. Tuy

nhien, do dự án mới được chính quyền địa phương phê duyệt và vẫn đang ở giai đoạn chuẩn bị xây dựng, HSC chưa kỳ vọng dự án sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu trong ngắn hạn. Sau giai đoạn này, mảng năng lượng tái tạo dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp đáng kể vào doanh thu hợp nhất của GEL.

Biểu đồ 8: Top 10 tỉnh có công suất điện gió trên đất liền/gần bờ được phân bổ cao nhất (theo Quy hoạch điện VIII)

Sóc Trăng (nay thuộc Cần Thơ) được phân bổ tổng công suất điện gió trên đất liền/gần bờ 2.131 MW đến năm 2030 – cao thứ hai tại Việt Nam.



Nguồn: Decision No. 1509/QĐ-BCT, HSC

Xử lý nước: Hướng đến vị thế dẫn đầu nguồn cung nước sạch tại Hà Nội

Các nhà máy xử lý nước đóng góp 6,8% doanh thu của GEL trong năm 2025, với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 41,7%. Mảng này dự kiến sẽ tiếp tục tạo ra dòng tiền thường xuyên và ổn định nhờ phục vụ đồng thời nhu cầu tiêu thụ nước đô thị và nhu cầu nước từ hệ thống hạ tầng công nghiệp nội bộ của GEL.

Nền tảng tiện ích nước của GEL chủ yếu dựa trên 62,5% cổ phần tại CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà (VCW), doanh nghiệp đang cung cấp nước sạch cho 25% dân số Hà Nội. Dự án mở rộng Giai đoạn 2 của VCW, với tổng vốn đầu tư 5.765 tỷ đồng nhằm nâng công suất từ 300.000 m³/ngày lên 600.000 m³/ngày, đang gần hoàn thành và dự kiến vận hành thương mại toàn bộ trong năm 2027-2028. Đáng chú ý, sau khi Giai đoạn 2 hoàn tất, nhu cầu đầu tư của VCW sẽ giảm mạnh, từ chu kỳ đầu tư vốn lớn xuống mức chi tiêu bảo trì thông thường, trong khi phần công suất mở rộng lên 600.000 m³/ngày bắt đầu tạo ra doanh thu.

Bên cạnh đó, VGC tự vận hành các nhà máy sản xuất và xử lý nước, cung cấp thêm 200.000 m³/ngày cho các KCN của GEL. Đây là một nguồn doanh thu riêng biệt từ việc cung cấp nước cho các khách thuê công nghiệp.

Trong tháng 11/2024, GEL tiếp tục mở rộng chiến lược sang khâu hạ nguồn thông qua việc mua lại 50% cổ phần tại CTCP Nước sạch Tây Hà Nội, doanh nghiệp phân phối nước sạch bán lẻ cho các hộ gia đình. Giao dịch này giúp GEL hoàn thiện chuỗi giá trị từ xử lý nước thô đến phân phối cho khách hàng cuối cùng, đồng thời bổ sung một nguồn doanh thu có khả năng chống chịu tốt hơn cho mảng tiện ích.

Thành tích vững chắc dưới sự lãnh đạo của BLĐ hiện tại

Bên cạnh 3 luận điểm đầu tư chính nêu trên, HSC đánh giá cao ông Nguyễn Văn Tuấn, Chủ tịch Tập đoàn GELEX (GEX), công ty mẹ của GEL, nhờ thành tích nhất quán trong việc mở rộng quy mô và cải thiện hiệu quả HĐKD của các doanh nghiệp do ông lãnh đạo. Đây là một yếu tố định tính quan trọng củng cố niềm tin của HSC vào năng lực triển khai của GEL. Kể từ khi ông Tuấn đảm nhiệm các vị trí lãnh đạo chủ chốt, cả Tổng công ty Dây cáp điện Việt Nam (CAV; chưa niêm yết, CTCP Điện lực GELEX (GEE; chưa niêm yết) sở hữu 97,1%; trong khi GEX sở hữu 75,6% GEE)

và VGC đều ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định, đồng thời cũng có đáng kể bảng CĐKT, như trình bày dưới đây và tại các Biểu đồ 9-12.

CAV

GELEX bắt đầu mua cổ phần CADIVI (CAV) trong giai đoạn 2015-2017 khi Nhà nước thực hiện thoái vốn. Tập đoàn nâng tỷ lệ sở hữu lên 74,7% vào đầu năm 2017 và tiếp tục tăng lên 97,1% vào cuối Q1/2026.

Doanh thu tăng từ 5.631 tỷ đồng trong năm 2015 lên 13.102 tỷ đồng trong năm 2024, tương ứng CAGR 9 năm đạt 9,8%. Riêng trong năm 2024, doanh thu tăng trưởng 29,9%. Tỷ suất lợi nhuận gộp duy trì ổn định trong khoảng 9-12% trong giai đoạn 2015-2023, sau đó tăng mạnh lên mức cao kỷ lục 15% trong năm 2024. Trong khi đó, tỷ lệ nợ vay thuần trên vốn CSH vẫn duy trì ở mức lành mạnh, bình quân là 0,7 lần. HSC lưu ý rằng CAV chính thức hủy niêm yết vào giữa năm 2024 sau khi được hợp nhất dưới GEE. Do đó, BCTC năm 2024 là bộ BCTC gần nhất được công bố.

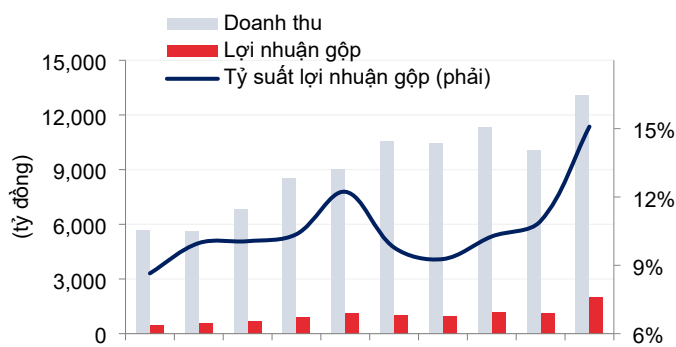
VGC

GELEX mua lại 50,2% cổ phần VGC trong tháng 4/2019, qua đó chính thức đưa VGC trở thành công ty con.

Trong giai đoạn 2019-2025, doanh thu tăng ở mức khiêm tốn hơn là 31% đạt 13.315 tỷ đồng, tương ứng CAGR 6 năm đạt 4,6%. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể với tốc độ ngày càng nhanh và đạt 30% trong năm 2025. Trong khi đó, tỷ lệ nợ vay thuần trên vốn CSH vẫn duy trì ở mức thận trọng, dưới 0,3 lần; thậm chí VGC còn ở trạng thái tiền mặt thuần trong năm 2019-2020.

Biểu đồ 9: Chỉ tiêu tài chính chủ chốt, CAV

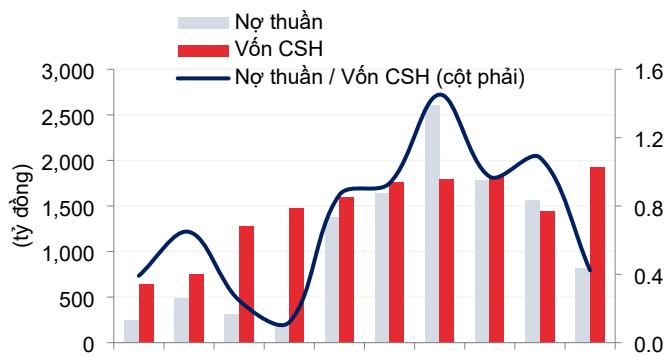
Doanh thu có CAGR giai đoạn 2025-2024 đạt 9,8%.



Nguồn: CAV, HSC

Biểu đồ 10: Đòn bẩy nợ, CAV

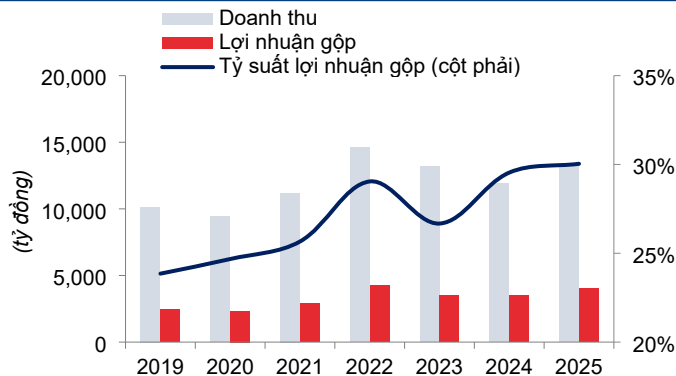
Tỷ lệ nợ thuần/vốn chủ sở hữu đã trở về mức an toàn hơn



Nguồn: CAV, HSC

Biểu đồ 11: Chỉ tiêu tài chính chủ chốt, VGC

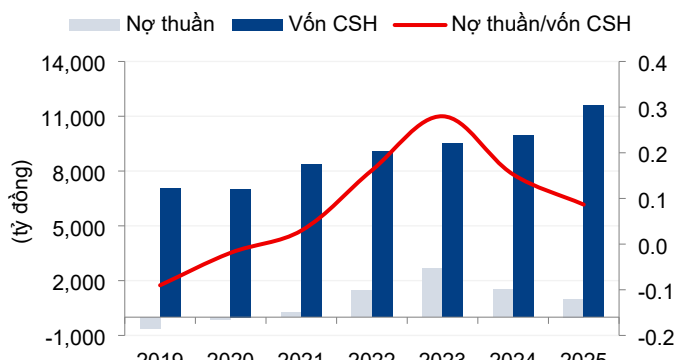
Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện với tốc độ ngày càng nhanh, đạt 30% trong năm 2025A



Nguồn: VGC, HSC

Biểu đồ 12: Đòn bẩy nợ, VGC

VGC duy trì tỷ lệ nợ thuần/vốn chủ sở hữu ở mức thấp và ổn định (dưới 0,3 lần) trong suốt giai đoạn 2019-2025A.



Nguồn: VGC, HSC

Mức chiết khấu định giá hấp dẫn đi cùng triển vọng tăng trưởng từ năm 2028

Theo quan điểm của HSC, GEL là một cổ phiếu tăng trưởng có định giá hợp lý, mang đến cho nhà đầu tư sự kết hợp hiếm có giữa mức chiết khấu sâu trong định giá và nhiều động lực tăng trưởng.

HSC khuyến nghị lần đầu đối với GEL ở mức Mua vào, với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 47.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 52,8% so với thị giá hiện tại. Giá mục tiêu này dựa trên ước tính RNAV/cp trong kịch bản cơ sở và không áp dụng mức chiết khấu, nhờ khả năng thanh toán lãi vay bằng EBITDA dự kiến duy trì ở mức lành mạnh và thành tích triển khai đã được chứng minh của Chủ tịch Nguyễn Văn Tuấn. Mức chiết khấu áp dụng trong định giá của HSC thấp hơn đáng kể so với mức chiết khấu 34,6% hiện tại. Trong kịch bản tích cực, định giá của chúng tôi đạt 90.000đ, cao gần gấp 3 lần thị giá hiện tại.

Như đã đề cập, GEL đang giao dịch ở mức chiết khấu 34,6% so với ước tính RNAV/cp trong kịch bản cơ sở nhưng ở mức 65,8% so với ước tính RNAV/cp trong kịch bản tích cực, lớn hơn so với mức chiết khấu bình quân lần lượt là 51,4% và 49,1% của các doanh nghiệp BĐS và KCN cùng ngành.

Trong khi đó, GEL đang giao dịch ở mức ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 81,3 lần và P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,1 lần, cao hơn đáng kể so với các mức tương ứng 12,5-31,3 lần và 1-2,1 lần của ngành. HSC lưu ý rằng dự báo EPS ở mức thấp trong giai đoạn 2026-2027 – giai đoạn tạo nền tảng của GEL – khiến các hệ số định giá tăng cao về mặt cơ học chứ không phản ánh cổ phiếu thực sự đắt. Chúng tôi cho rằng PEG là thước đo phù hợp hơn vì chỉ tiêu này lấy P/E hiện tại chia cho tốc độ tăng trưởng EPS kỳ vọng, qua đó hạn chế những sai lệch nói trên. GEL hiện giao dịch ở mức PEG dự phóng 5 năm – bao gồm 3 năm dự báo đến năm 2028 và 2 năm ước tính mở rộng – là 1,2 lần trong kịch bản cơ sở và 0,8 lần trong kịch bản tích cực (các mức PEG dự phóng 3 năm tương ứng là 2,8 lần và 1 lần). Điều này cho thấy GEL là một cổ phiếu tăng trưởng có định giá hợp lý.

Chi tiết định giá trong kịch bản cơ sở của HSC được trình bày trong Bảng 13, trong khi độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu RNAV/cp theo kịch bản cơ sở được trình bày trong Bảng 14. Các yếu tố chính hỗ trợ định giá của HSC gồm:

- Tiềm năng tăng trưởng lớn của GEL được hỗ trợ nhờ hệ sinh thái kinh doanh đa dạng, bao gồm các KCN có khả năng chống chịu tốt, các dự án BĐS nhà ở có tỷ suất lợi nhuận cao, mảng tiện ích ổn định và các dự án hạ tầng có khả năng tạo ra bước chuyển lớn.
- Trong mảng hạ tầng công nghiệp và logistics, GEL tạo ra dòng tiền vững chắc thông qua 50,2% cổ phần tại Viglacera (VGC) cùng các khoản đầu tư chiến lược vào KCN Long Sơn, KCN Trần Dương và Titan Corp.
- Việc mở rộng sang BĐS nhà ở thông qua liên doanh với Frasers Property (cụ thể là FIH, trong đó GEL nắm giữ 65% lợi ích kinh tế) mở ra cơ hội thương mại hóa tài sản ngay trong thời gian tới. Bên cạnh đó, các động lực dài hạn từ Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình cũng mang lại tiềm năng tăng giá đáng kể trong nhiều năm. GEL sở hữu 20% dự án này và HSC áp dụng phương pháp DCF để định giá, dựa trên phần cổ tức được ghi nhận theo phương pháp vốn CSH từ năm 2036 cùng giá trị cuối kỳ.

Bảng 13: Định giá theo kịch bản cơ sở, GEL

Tỷ đồng	Tỷ lệ sở hữu vốn tại GEL	Lợi ích kinh tế tại GEL	Định giá (cuối năm 2027F)	Đóng góp vào RNAV (cuối năm 2027F)	Phương pháp
VGC	50%	50%	11,687	20.2%	VGC TP
VCW	62%	62%	2,682	4.6%	DCF
KCN Long Sơn (thuộc PXL)	65%	65%	3,841	6.6%	DCF
Titan Hải Phòng (KCN Trần Dương)	70%	70%	1,900	3.3%	DCF
FIH*	49%	65%	17,253	29.8%	DCF
Sân bay quốc tế Gia Bình (Masterise)	20%	20%	10,595	18.3%	DCF
Titan Corp. (Kho bãi)	49%	49%	7,359	12.7%	DCF
Năng lượng	100%	100%	535	0.9%	DCF
BT - Xử lý nước thải	0%	0%	-	0.0%	BV
Cấp nước Tây Hà Nội	50%	50%	97	0.2%	BV
Gelex Development	100%	100%	30	0.1%	BV
Bất động sản đầu tư			1,933	3.3%	BV
Tổng giá trị tài sản			57,912	100.0%	
+ Tài sản khác			2,386		
- Nợ phải trả khác			(926)		
Nợ vay ròng đã điều chỉnh			(18,389)		
Số liệu thực tế/dự báo hợp nhất GEL			(19,264)		
Điều chỉnh tại các công ty con (VGC, VCW, v.v.)			875		
RNAV			40,983		
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)			890		
RNAVPS (đồng)			47,000		
Tỷ lệ chiết khấu giả định			0%		
Giá mục tiêu (đồng)			47,000		

Lưu ý: Ban lãnh đạo cho biết GEL nắm giữ 65% lợi ích kinh tế thực tế tại các dự án nhà ở của FIH.
Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với chiết khấu RNAVPS (kịch bản cơ sở), GEL

Mặc dù GEL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 34,6% so với RNAV ước tính của chúng tôi, chúng tôi đặt giá mục tiêu ở mức chiết khấu 0% vì một số lý do.

Giả định chiết khấu	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
Giá mục tiêu (đồng)	28,200	32,900	37,600	42,300	47,000	51,700	56,400	61,100	65,800
Tiềm năng tăng giá so với thị giá	-8.3%	7.0%	22.3%	37.6%	52.8%	68.1%	83.4%	98.7%	114.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Tính toán RNAVPS theo 3 kịch bản, GEL

Tiềm năng tăng giá hấp dẫn đi kèm với câu chuyện đầu tư thuyết phục.

Kịch bản	RNAV/cp (đồng)	Cao hơn giá cổ phiếu hiện tại	Giả định
Kịch bản tiêu cực	38,000	23.6%	- Định giá tài sản dự án Gia Bình thận trọng, theo giá trị sổ sách. - Tiến độ hiện thực hóa giá trị tại FIH, PXL và Trần Dương chậm hơn.
Kịch bản cơ sở	47,000	52.8%	
Kịch bản tích cực	90,000	192.7%	- Bao gồm dự án BT Nhà máy xử lý nước thải TP.HCM và các quỹ đất đối ứng được ước tính theo Dự thảo 313 và Nghị quyết 42.

Nguồn: HSC

Các kịch bản tích cực và tiêu cực

Chi tiết các giả định trong kịch bản tích cực và tiêu cực của HSC được trình bày tại Bảng 15.

Kịch bản tích cực

Động lực tăng giá quan trọng trong kịch bản tích cực của GEL đến từ các dự án xử lý nước thải theo mô hình BT tại TP.HCM. GEL và các đối tác dự kiến xây dựng 3 nhà máy xử lý nước thải trong giai đoạn 2027-2029. Theo cơ chế BT mới, ngay sau khi ký hợp đồng BT, liên danh sẽ nhận được các lô đất đối ứng có giá trị cao (giá trị ban đầu được HSC ước tính theo Nghị quyết 42 và Dự thảo 313)

Đáng chú ý, quỹ đất đối ứng ban đầu theo Nghị quyết 42 có tổng diện tích 4,7 ha, gồm 6 lô đất, trong đó 5 lô nằm tại Thủ Thiêm – khu vực trọng yếu của Trung tâm Tài chính

Quốc tế đầu tiên tại Việt Nam – và Quận 1. Dựa trên các giao dịch gần đây với mức giá 290-300 triệu đồng/m², HSC cho rằng các dự án này có thể mang lại tỷ suất lợi nhuận phát triển BĐS cao và khả năng hấp thụ tốt. Doanh số bán nhà dự kiến bắt đầu từ năm 2027-2028, qua đó kéo dài triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của GEL vượt xa khung dự báo 3 năm thông thường. Vì vậy, lợi nhuận trong năm 2028, thậm chí cả năm 2030, chưa phải là mức đỉnh tăng trưởng của Công ty.

Kịch bản tiêu cực

Trong khi đó, kịch bản tiêu cực của HSC gồm 2 giả định: (1) định giá dự án Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình hoàn toàn theo giá trị sổ sách thay vì phương pháp DCF; và (2) giả định giá bán bình quân thấp hơn và tiến độ bàn giao chậm hơn tại các dự án BĐS nhà ở của FIH cũng như các KCN Long Sơn và Trần Dương.

Trong khi nhiều cổ phiếu doanh nghiệp cùng ngành đang giao dịch ở mức chiết khấu sâu nhưng thiếu động lực rõ ràng trong ngắn hạn, GEL nổi bật nhờ mức chiết khấu định giá sâu trong kịch bản tích cực, đi cùng câu chuyện tăng trưởng hấp dẫn. Đây là điểm khác biệt quan trọng, giúp GEL trở thành một trong những cổ phiếu được HSC đánh giá cao nhất để tích lũy trong giai đoạn thị trường bất định.

Bảng 16: Bảng tổng hợp định giá, GEL và các DN BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC

GEL đang giao dịch với mức chiết khấu 65,8% so với RNAVPS theo kịch bản tích cực của chúng tôi, cao hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân 51,4% của các doanh nghiệp phát triển BĐS và 49,1% của các doanh nghiệp ngành KCN.

Công ty	Khuyến nghị	Giá cp (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá	RNAVPS dự phóng (đồng)	Chiết khấu so với RNAV	RNAV TB 3 năm	P/E trượt dự phóng 1 năm (lần)	P/B trượt dự phóng 1 năm (lần)
VHM	Tăng tỷ trọng	73,000	78,500	7.5%	78,461	-7.0%	-41.3%	11.4	2.3
KDH	Mua vào	17,950	32,300	79.9%	46,175	-61.1%	-35.1%	18.4	1.0
NLG	Mua vào	22,200	39,700	78.8%	56,640	-60.8%	-34.0%	15.7	0.8
DXG	Mua vào	10,700	16,667	55.8%	31,700	-66.2%	-44.9%	56.8	0.9
NVL	Tăng tỷ trọng	13,900	16,744	20.5%	30,688	-54.7%	-29.1%	52.3	0.8
PDR	Tăng tỷ trọng	11,900	19,200	61.3%	27,452	-56.7%	-27.8%	59.1	0.9
TCH	Tăng tỷ trọng	11,800	20,000	69.5%	25,401	-53.5%	N/a	5.5	0.6
Bình quân các DN BĐS nhà ở				53.3%		-51.4%	-35.4%	31.3	1.0
PHR	Nắm giữ	58,200	86,000	47.8%	86,000	-32.3%	-44.2%	7.8	2.0
VGC	Mua vào	38,500	50,500	31.2%	71,312	-46.0%	-35.1%	10.3	2.3
IDC	Mua vào	33,600	47,455	41.2%	74,571	-54.9%	-34.0%	6.1	2.7
KBC	Mua vào	28,000	35,000	25.0%	58,259	-51.9%	-44.9%	18.1	1.2
SIP	Tăng tỷ trọng	38,600	88,000	128.0%	125,728	-69.3%	-29.1%	7.3	2.3
BCM	Tăng tỷ trọng	50,900	60,500	18.9%	84,800	-40.0%	-27.8%	25.6	2.3
Bình quân các DN BĐS KCN				48.7%		-49.1%	-35.9%	12.5	2.1
Bình quân toàn ngành				51.2%		-50.3%	-35.6%	22.6	1.5
GEL – tiêu cực	N/a	30,750	N/a	N/a	40,000	-23.1%	N/a	111.7	N/a
GEL – Cơ sở	Mua vào	30,750	47,000	52.8%	47,000	-34.6%	N/a	81.3	N/a
GEL – Tích cực	N/a	30,750	N/a	N/a	90,000	-65.8%	N/a	107.3	N/a

Ghi chú: Giá đóng cửa ngày 7/8.
Nguồn: HSC

Tổng quan doanh nghiệp: Mũi nhọn trong chiến lược mở rộng hạ tầng của Tập đoàn GELEX

Được thành lập vào năm 2016 với vai trò công ty con phụ trách lĩnh vực năng lượng của Tập đoàn GELEX, GEL đã chuyển đổi thành một nền tảng hạ tầng đa ngành dựa trên 4 mảng HĐKD cốt lõi gồm hạ tầng, BĐS, vật liệu xây dựng và dịch vụ tiện ích. Công ty niêm yết trên HoSE vào tháng 2/2026 sau đợt IPO huy động được hơn 2.882 tỷ đồng. Nhìn chung, cơ cấu sở hữu, vị thế vốn và danh mục ngành nghề cho thấy GEL vẫn đang trong quá trình chuyển đổi từ một công ty con hoạt động trong một lĩnh vực duy nhất thành doanh nghiệp hạ tầng chủ lực, hoạt động độc lập của Tập đoàn GELEX.

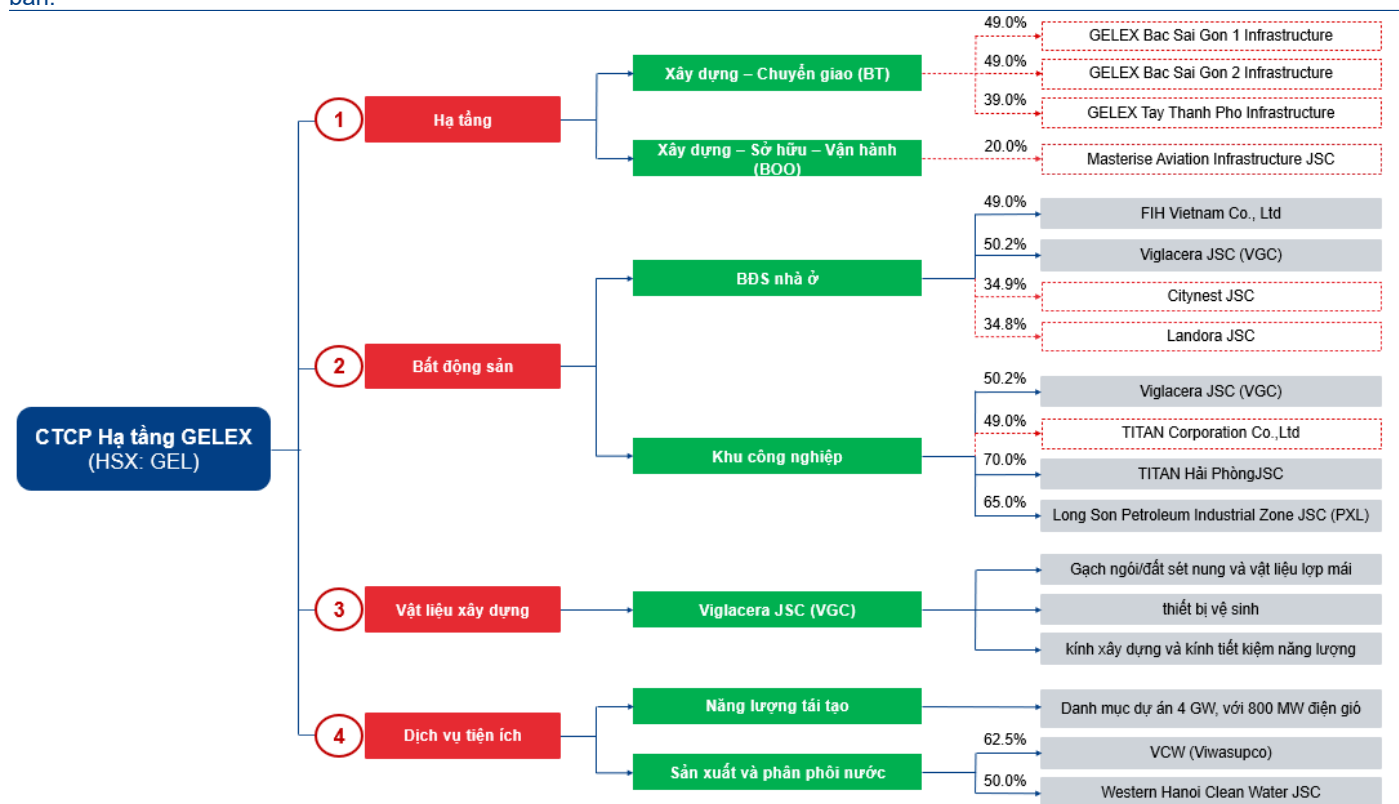
Lịch sử hình thành và tổ chức

Được thành lập vào năm 2016, CTCP Hạ tầng GELEX trước đây là Công ty TNHH MTV Năng lượng GELEX, công ty con phụ trách lĩnh vực năng lượng của Tập đoàn GELEX (GEX; chưa khuyến nghị). Hiện nay, GEL đã phát triển thành một doanh nghiệp hạ tầng đa ngành với 4 mảng HĐKD cốt lõi:

1. **Hạ tầng** (các nhà máy xử lý nước thải tại TP.HCM và Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình).
2. **BĐS** (BDS nhà ở, nhà ở xã hội và KCN).
3. **Vật liệu xây dựng** (VLXD).
4. **Dịch vụ tiện ích** (năng lượng tái tạo, sản xuất và phân phối nước sạch).

Biểu đồ 17: Sơ đồ tổ chức, GEL

Công ty quản lý danh mục dự án và quỹ đất đa dạng thông qua mạng lưới các công ty con và công ty liên kết được tổ chức bài bản.



Nguồn: GEL, HSC

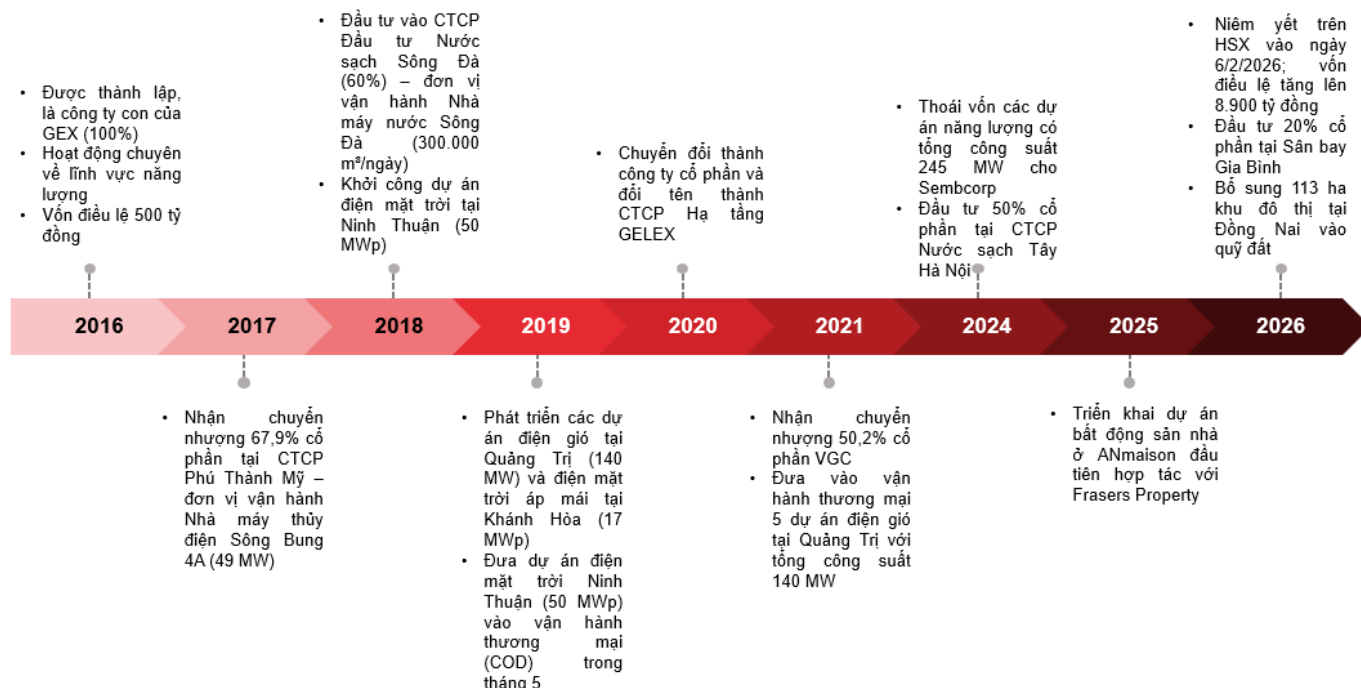
Kể từ khi được thành lập vào năm 2016 với vai trò công ty con phụ trách lĩnh vực năng lượng của Tập đoàn GELEX, GEL đã trải qua nhiều cột mốc chiến lược quan trọng. Công ty chuyển đổi thành CTCP Hạ tầng GELEX; mua lại cổ phần chi phối tại

Viglacera (VGC; Mua vào, giá mục tiêu 50.500đ) để gia nhập các lĩnh vực VLXD và BĐS KCN; chuyển nhượng một số tài sản năng lượng tái tạo nhằm tái phân bổ vốn; và gần đây mở rộng sang BĐS nhà ở thông qua dự án ANMaison, công ty con FIH cùng các dự án BT/hạ tầng chiến lược khác (Biểu đồ 18).

Những sáng kiến này đã đưa GEL trở thành một nền tảng đầu tư đa ngành, với hoạt động trải rộng trên 4 mảng HĐKD cốt lõi: **(1) hạ tầng**, nổi bật với danh mục các nhà máy xử lý nước thải và Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình; **(2) BĐS**, gồm BĐS nhà ở, nhà ở xã hội và BĐS KCN; **(3) VLXD**; và **(4) dịch vụ tiện ích**.

Biểu đồ 18: Các dấu mốc lịch sử, GEL

GEL đã phát triển thành một doanh nghiệp hạ tầng lớn niêm yết trên HSX vào tháng 2/2026, với vốn điều lệ 8.900 tỷ đồng.



Nguồn: GEL, HSC

Chuyển dịch chiến lược: Động lực lợi nhuận thuần thay đổi trong khi cơ cấu doanh thu cốt lõi duy trì ổn định

HSC lưu ý rằng GEL hiện đang trong giai đoạn chuyển đổi. Gần như toàn bộ doanh thu và lợi nhuận thuần hợp nhất hiện nay của GEL đến từ VGC, chủ yếu nhờ mảng BĐS KCN và VLXD, đóng góp lần lượt 32,6% và 60,1% doanh thu năm 2025.

Tuy nhiên, Công ty đang tích cực xây dựng các động lực tăng trưởng dài hạn thông qua những liên doanh trong lĩnh vực BĐS nhà ở và hạ tầng (Biểu đồ 19-20). Cụ thể:

- BĐS nhà ở (FIH):** Mảng BĐS dự kiến bắt đầu đóng góp 688 tỷ đồng lợi nhuận từ năm 2027 (tương đương 37,4% tổng lợi nhuận thuần). Theo các ước tính mở rộng cho năm 2029-2030, lợi nhuận đóng góp từ mảng này dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR là 40,5%, đạt 1.909 tỷ đồng và chiếm 56,2% lợi nhuận thuần vào năm 2030. Theo đó, BĐS nhà ở sẽ vượt mảng BĐS KCN để trở thành nguồn đóng góp lợi nhuận lớn nhất của GEL.
- Giai đoạn đầu tư hạ tầng:** Mảng hạ tầng bắt đầu được đưa vào các ước tính mở rộng của HSC cho năm 2029-2030. Do phải ghi nhận phần lớn chi phí ngay trong giai đoạn đầu và đưa dự án vào vận hành, mảng này dự kiến sẽ đóng góp âm vào lợi nhuận thuần, chủ yếu do chi phí lãi vay và khấu hao của Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình sẽ ở mức cao trong thời gian đầu.
- BĐS KCN:** Doanh thu dự kiến tăng trưởng từ 4.662 tỷ đồng trong năm 2025 (tương đương 32,2% tổng doanh thu) lên 13.844 tỷ đồng vào năm 2030 theo

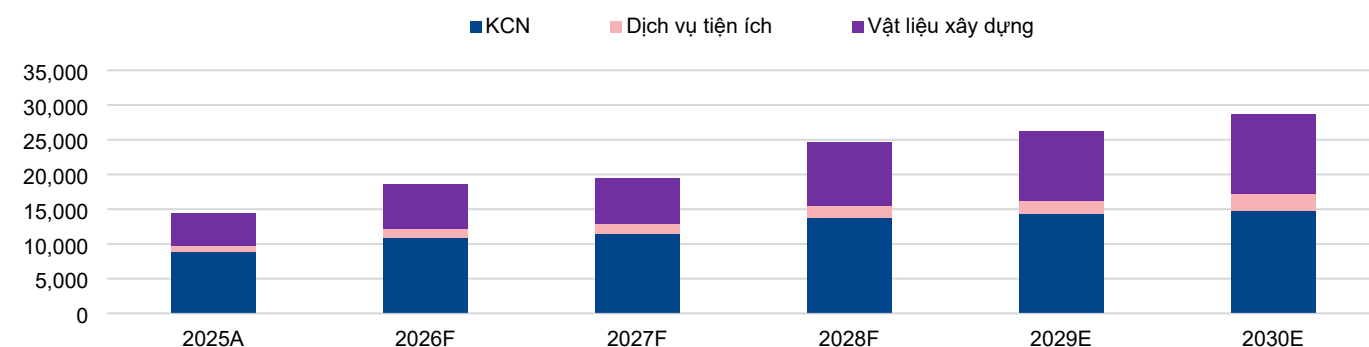
ước tính mở rộng của HSC (tương đương tỷ trọng 47,4% và CAGR đạt 24,3%).

- **VLXD:** Doanh thu dự kiến tăng trưởng ổn định từ 8.792 tỷ đồng trong năm 2025 (chiếm 60,6% tổng doanh thu) lên 12.453 tỷ đồng vào năm 2030 theo ước tính mở rộng của HSC (tương đương tỷ trọng 42,6% và CAGR đạt 7,2%).

Cơ cấu doanh thu dự kiến vẫn chủ yếu đến từ các mảng truyền thống gồm vật liệu xây dựng, BĐS KCN và tiện ích, với tổng tỷ trọng duy trì trên 98% đến năm 2030. Tuy nhiên, cơ cấu lợi nhuận thuần sẽ trở nên đa dạng hơn đáng kể, cho thấy GEL đang chủ động chuyển đổi sang nền tảng lợi nhuận thuần có phạm vi rộng hơn và khả năng chống chịu tốt hơn.

Biểu đồ 19: Doanh thu hợp nhất theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), GEL

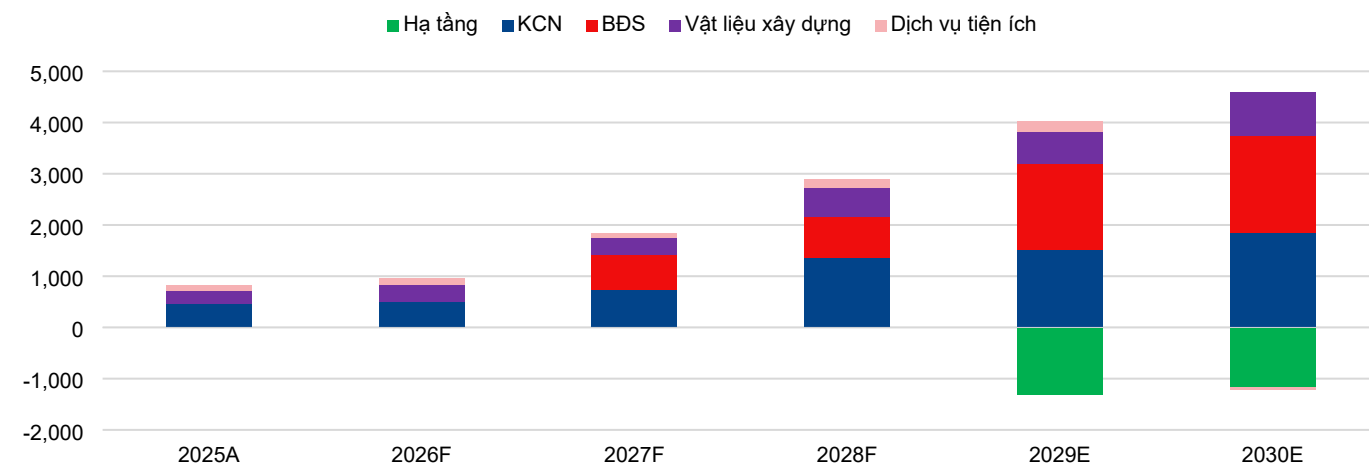
Tăng trưởng ổn định ở các mảng kinh doanh cốt lõi, dẫn dắt bởi khu công nghiệp và vật liệu xây dựng.



Nguồn: Nguồn: GEL, HSC

Biểu đồ 20: Lợi nhuận sau thuế theo từng mảng kinh doanh (tỷ đồng), GEL

Trong khi doanh thu vẫn chủ yếu đến từ các mảng kinh doanh truyền thống, lợi nhuận sau thuế đang chuyển dịch cơ cấu rõ rệt khi BĐS Nhà ở mở rộng quy mô và trở thành động lực lợi nhuận chủ đạo, qua đó giúp GEL đa dạng hóa nền tảng lợi nhuận thuần



Nguồn: GEL, HSC

Cơ cấu cổ đông

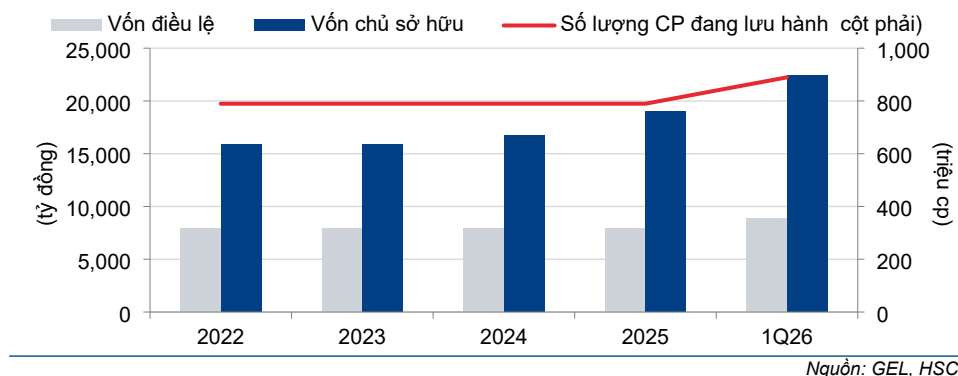
GEL thực hiện IPO với vốn điều lệ ban đầu là 7.900 tỷ đồng và hoàn tất đợt chào bán trong giai đoạn từ tháng 11/2025 đến tháng 1/2026, huy động được hơn 2.882 tỷ đồng. Sau IPO, vốn điều lệ của GEL tăng lên 8.900 tỷ đồng và Công ty chính thức niêm yết trên HoSE với mã cổ phiếu GEL vào ngày 6/2/2026.

Hiện nay, công ty mẹ là CTCP Tập đoàn GELEX (HSX: GEX; chưa khuyến nghị) nắm giữ 70,2% cổ phần chi phối tại GEL, tương đương 624,9 triệu cổ phiếu. CTCP Chứng khoán VIX là cổ đông lớn tiếp theo với tỷ lệ sở hữu 4,4%, trong khi các cổ đông thiểu số nắm giữ 25,4% cổ phần còn lại.

Giới hạn sở hữu của NĐTNN (FOL) tại GEL là 50%. Tính đến tháng 6/2026, nhà đầu tư nước ngoài chỉ nắm giữ 3,1% cổ phần, cho thấy mức độ tham gia của khối ngoại còn tương đối thấp và GEL vẫn còn dư địa sở hữu nước ngoài lớn để thu hút dòng vốn trong tương lai.

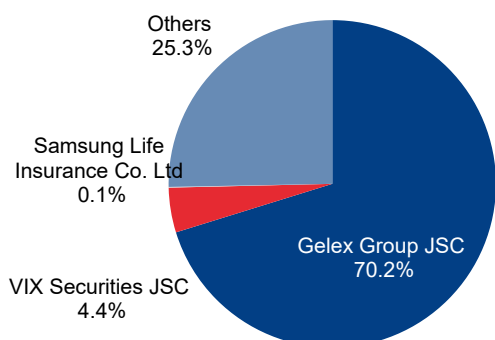
Biểu đồ 21: Vốn điều lệ (tỷ đồng), GEL

GEL đã tăng vốn điều lệ lên 8.900 tỷ đồng sau đợt IPO vào tháng 2/2026.



Biểu đồ 22: Cổ đông lớn, GEL

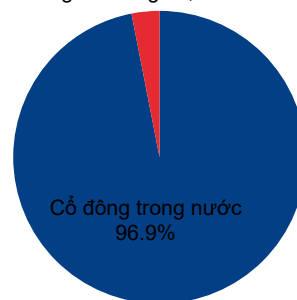
Tập đoàn GELEX nắm giữ 70,2% cổ phần của GEL



Biểu đồ 23: Cổ đông theo quốc gia, GEL

Hiện tại tỷ lệ FOL là 50%.

Cổ đông nước ngoài, 3.1%



Tổng quan mô hình kinh doanh

Với vai trò là động lực trung tâm trong chiến lược tăng trưởng hạ tầng của GELEX, GEL tận dụng nền tảng vốn để phát triển các dự án hạ tầng, đô thị và công nghiệp quy mô lớn. Công ty hoạt động trong 4 mảng HĐKD cốt lõi: **(1) hạ tầng**, nổi bật với danh mục các nhà máy xử lý nước thải và Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình; **(2) BĐS**, gồm BĐS nhà ở, nhà ở xã hội và BĐS KCN; **(3) VLXD**; và **(4) dịch vụ tiện ích**.

Hạ tầng

Dự án BT – các nhà máy xử lý nước thải chiến lược. Để triển khai chương trình hạ tầng môi trường quy mô lớn tại TP.HCM theo mô hình xây dựng–chuyển giao (BT), GEL đã thành lập 3 công ty liên kết chuyên trách dự án gồm Hạ tầng GELEX Bắc Sài Gòn 1 (GEL sở hữu 49%), Hạ tầng GELEX Bắc Sài Gòn 2 (49%) và Hạ tầng GELEX Tây Thành phố (39%).

Ba nhà máy xử lý nước thải này được thiết kế nhằm giải quyết tình trạng thiếu hụt kéo dài về công suất xử lý nước thải đô thị tại TP.HCM, với tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 42 nghìn tỷ đồng.

Ba dự án chiến lược này có thể giúp GEL tiếp cận quỹ “đất vàng” khan hiếm rộng hơn 17 ha tại Khu đô thị mới Thủ Thiêm và Quận 1 theo ước tính ban đầu trong Dự thảo 313. Theo đó, GEL có thể nhận được các lô đất phát triển đặc địa mà không cần tham gia quy trình đấu giá đất truyền thống.

Nhà máy Xử lý nước thải Tây Sài Gòn dự kiến phục vụ hành lang đô thị phía Tây, trong khi Nhà máy Xử lý nước thải Bắc Sài Gòn 1 và 2 sẽ xử lý lượng nước thải ngày càng tăng từ các quận phía Bắc và khu vực trung tâm, bao gồm Khu đô thị mới Thủ Thiêm có mật độ dân cư cao.

Tuy nhiên, HSC lưu ý rằng tại thời điểm công bố báo cáo, cả 3 dự án BT đều chưa nhận được quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư chính thức từ cơ quan chức năng TP.HCM. Phương án phân bổ các lô đất theo Dự thảo 313 vẫn chỉ là khuôn khổ sơ bộ, mặc dù một số lô đất đã được thông qua theo Nghị quyết 42/NQ-HĐND. Do đó, quyết định phê duyệt dự án, thời điểm bàn giao đất và tiến độ xây dựng cụ thể vẫn đang chờ những phê duyệt cuối cùng.

Theo Công ty, BLĐ đang tích cực hoàn thiện các thủ tục pháp lý để được chấp thuận chủ trương đầu tư cho dự án, đồng thời thu xếp nguồn vốn. GEL kỳ vọng sẽ hoàn tất các phê duyệt trong nửa cuối năm 2026 và khởi công dự án ngay sau đó.

Bảng 24: Tóm tắt các đối tác chiến lược trong danh mục dự án xử lý nước thải

Thành lập các công ty liên kết chuyên biệt với nguồn vốn lớn nhằm nắm giữ các quỹ đất đặc địa tại TP.HCM.

	Lợi ích của GEL	Thành lập	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Hoạt động kinh doanh chính
Công ty Hạ tầng GELEX Bắc Sài Gòn 1	49%	25 Feb-26	10,000	Xây dựng công trình cấp thoát nước
Công ty Hạ tầng GELEX Bắc Sài Gòn 2	49%	25 Feb-26	10,000	Xây dựng công trình cấp thoát nước
Công ty Hạ tầng GELEX Tây Thành Phố	39%	11 Mar-26	10,000	Xây dựng công trình cấp thoát nước

Nguồn: HSC

Đối với Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình, GEL đang thực hiện bước đi chiến lược vào lĩnh vực hàng không thông qua việc sở hữu 20% cổ phần tại CTCP Hạ tầng Hàng không Masterise, doanh nghiệp có vốn điều lệ 29,3 nghìn tỷ đồng. Dự án rộng 1.960 ha được triển khai theo mô hình xây dựng–sở hữu–vận hành (BOO) trong thời hạn 70 năm và đặc biệt sử dụng hoàn toàn vốn tư nhân.

Việc sử dụng vốn tư nhân giúp dự án không phải trải qua quy trình đấu thầu Nhà nước truyền thống, qua đó rút ngắn đáng kể tiến độ xây dựng. GEL cam kết góp 8 nghìn tỷ đồng vốn CSH (tương ứng tỷ lệ sở hữu 20%) trong khi phần vốn còn lại của dự án sẽ được thu xếp thông qua các khoản vay ngân hàng. Với tổng vốn đầu tư hơn 196 nghìn tỷ đồng, dự án đã được khởi công vào tháng 8/2025, gồm Giai đoạn 1 với vốn đầu tư 141,2 nghìn tỷ đồng, dự kiến vận hành thương mại trong năm 2027 để phục vụ APEC, và Giai đoạn 2 với vốn đầu tư 55,1 nghìn tỷ đồng, dự kiến mở rộng đến năm 2050.

Hiện nay, Cảng hàng không Quốc tế Nội Bài đang quá tải nghiêm trọng khi phục vụ 30-35 triệu hành khách, cao hơn công suất thiết kế 25 triệu hành khách, trong khi lưu lượng tăng 15% trong 5 năm qua. Tuy nhiên, cảng này chỉ phục vụ khoảng 1 triệu hành khách trung chuyển. Do đó, Cảng hàng không Gia Bình dự kiến sẽ giúp giảm tình trạng quá tải kéo dài tại Nội Bài, đồng thời thu hút lưu lượng hành khách trung chuyển quốc tế mà Nội Bài hiện chưa thể đáp ứng do hạn chế về hạ tầng và tiêu chuẩn dịch vụ. Để bảo đảm chất lượng đạt tiêu chuẩn quốc tế, cảng hàng không sẽ do đội ngũ quản lý của Changi vận hành theo các tiêu chuẩn dịch vụ nghiêm ngặt của Changi.

Dự án được triển khai qua 2 giai đoạn có nhu cầu vốn đầu tư lớn:

- **Giai đoạn 1 – cấp bách, vốn đầu tư 141,2 nghìn tỷ đồng:** Tập trung xây dựng các hạng mục hàng không và đô thị thiết yếu để phục vụ Hội nghị cấp cao APEC 2027. Đến năm 2030, dự án đạt mục tiêu đạt công suất 30 triệu hành khách và 1,6 triệu tấn hàng hóa mỗi năm.
- **Giai đoạn 2 – dài hạn, vốn đầu tư 55,1 nghìn tỷ đồng:** Mở rộng công suất lên 50 triệu hành khách và 2,5 triệu tấn hàng hóa/năm vào năm 2050.

Bên cạnh đó, theo Văn bản số 5386/NHNN-TD ban hành ngày 22/6, tổng hạn mức tín dụng 208 nghìn tỷ đồng dành cho dự án sẽ không bị tính vào giới hạn cấp tín dụng của các ngân hàng. Trong đó, 113 nghìn tỷ đồng được dành cho khu bay cốt lõi, tương đương gần 60% tổng vốn đầu tư ước tính của Cảng hàng không Gia Bình; phần còn lại dành cho các dự án hạ tầng BT kết nối và các dự án đối ứng sử dụng quỹ đất hoán đổi. Đây là sự hỗ trợ đáng kể về chính sách dành cho GEL và Masterise vì nguồn vốn

cho dự án về cơ bản đã được bảo đảm, tạo đủ dư địa để hai bên duy trì tiến độ của cảng hàng không Gia Bình nhằm phục vụ Hội nghị APEC trong năm 2027.

Biểu đồ 25: Tóm tắt về Sân bay quốc tế Gia Bình

Sân bay Gia Bình được thiết kế đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế 5 sao, qua đó góp phần giảm tình trạng quá tải kéo dài tại Cảng hàng không quốc tế Nội Bài.



Gia Binh International Airport

2030	30M passengers/year	1.6M tons/year
2050	50M passengers/year	2.5M tons/year

Total area / CAPEX
1,960 ha / VND196tn

Groundbreaking
19 Aug-25

Estimated COD
FY27 for APEC

70-year Build-Own-Operate (BOO) model

Funded capital
100% private capital

Nguồn: HSC

Biểu đồ 26: Đại công trường xây dựng tính đến tháng 4/2026

Tổng diện tích quy hoạch khoảng 1.960 ha...



Nguồn: Tỉnh Bắc Ninh, HSC

Biểu đồ 27: Đại công trường xây dựng tính đến tháng 4/2026

... hai đường băng có chiều dài từ 3.500m đến 4.000m



Nguồn: Tỉnh Bắc Ninh, HSC

BDS: Doanh nghiệp phát triển KCN hàng đầu miền Bắc, đồng thời tích cực mở rộng sang BDS nhà ở

BDS nhà ở: Chiến lược mở rộng khác biệt thông qua liên doanh với Frasers Property

Tận dụng các kế hoạch phát triển hạ tầng quy mô lớn, GEL đang thực hiện chiến lược gia nhập thị trường BDS nhà ở theo hướng khác biệt thông qua liên doanh độc quyền với Frasers Property Vietnam. Quan hệ hợp tác chiến lược này được triển khai thông qua FIH Vietnam, trong đó GEL sở hữu 49% và Frasers sở hữu

51%. Liên doanh hiện có 3 dự án gồm ANMaison tại Hải Phòng (13,6 ha) và 2 khu đô thị thấp tầng liền kề tại Bình An, Đồng Nai là Landora (35,6 ha) và CityNest (75,3 ha), với tổng diện tích 113 ha. Liên doanh đặt mục tiêu chiến lược mở rộng tổng quỹ đất lên 500-1.000 ha vào năm 2030.

Frasers Property là tập đoàn phát triển BĐS đa quốc gia có trụ sở tại Singapore, hoạt động tại hơn 20 quốc gia với danh mục dự án trải rộng khắp khu vực châu Á-Thái Bình Dương và châu Âu. Tập đoàn chuyên phát triển các khu đô thị tích hợp quy mô lớn, nền tảng BĐS công nghiệp-logistics đạt chứng nhận LEED và các dự án khách sạn cao cấp. Những dự án quốc tế tiêu biểu gồm One Central Park tại Sydney và Northpoint City tại Singapore. Tại Việt Nam, Frasers Property đã phát triển KCN Bình Dương và KCN Long Đức.

ANMaison Hải Phòng 13,6 ha:

GEL và Frasers Property Vietnam chính thức khởi công khu đô thị tích hợp ANMaison Hải Phòng vào tháng 12/2025. Dự án rộng 13,6 ha, có tổng vốn đầu tư khoảng 8.000 tỷ đồng và tọa lạc tại số 226 Lê Lai, kết nối trực tiếp khu trung tâm lịch sử của thành phố với Trung tâm Hành chính mới Bắc Sông Cấm. Các đặc điểm chính của dự án như sau:

- **Cơ cấu sản phẩm:** 1.000 căn hộ cao cấp (tại 2 tòa tháp cao lần lượt 38 và 41 tầng, với khối đế 3 tầng và 3 tầng hầm); 200 căn nhà phố; 80 căn biệt thự phong cách Indochine; và 887 căn nhà ở xã hội tại 4 tòa nhà cao 9 tầng, có 1 tầng hầm. Dự án còn có 3 trường mầm non và 1 trường THCS.
- **Tiến độ:** Dự án đang được xây dựng và dự kiến bàn giao trong Q3/2027.
- **Tiến độ thanh toán:** Thời gian từ khi ký hợp đồng mua bán vào tháng 5/2026 đến khi bàn giao vào tháng 9/2027 là 16 tháng. Người mua được hưởng mức chiết khấu 0-11% tùy theo tiến độ thanh toán; để nhận mức chiết khấu tối đa 11%, khách hàng phải thanh toán trước 65% giá trị căn nhà tại thời điểm ký hợp đồng mua bán. Khách hàng đặt mua sớm có thể được giảm 300-800 triệu đồng, bên cạnh các mức chiết khấu bổ sung dành cho người dân Hải Phòng là 1% và khách hàng mua số lượng lớn lên đến 2%.

Biểu đồ 28: Tiến độ ANMaison trong tháng 6, GEL

Khu đô thị 13,6 ha tại Hải Phòng khởi công vào tháng 12/2025.



Nguồn: HSC

Biểu đồ 29: Khu đất đắc địa 113 ha tại Đồng Nai, GEL

Nằm gần Sân bay quốc tế Long Thành



Nguồn: HSC

Các dự án 113 ha tại Đồng Nai

Quỹ đất 113 ha tại Đồng Nai gồm 2 khu đất liền kề tại xã Bình An. Vào đầu tháng 10/2025, tỉnh Đồng Nai tổ chức đấu giá một phần của từng khu đất. CTCP BĐS CityNest (GEL sở hữu 34,9%) trúng đấu giá khu đất rộng 75,3 ha với giá gần 4.900 tỷ đồng; trong khi CTCP BĐS Landora (GEL sở hữu 34,8%) trúng đấu giá khu đất rộng 35,6 ha với giá hơn 1.800 tỷ đồng. FIH Vietnam và Frasers đang cùng phát triển quỹ đất này, đánh dấu bước đi chiến lược của GEL vào lĩnh vực BĐS nhà ở và BĐS phức hợp quy mô lớn, đồng thời tận dụng năng lực phát triển dự án quốc tế của Frasers. Tọa lạc ngay cửa ngõ phía Tây Bắc của Cảng hàng không Quốc tế Long Thành trong tương lai, dự án thể hiện định hướng đa dạng hóa có chủ đích của GEL sang BĐS thương mại và nhà ở quy mô lớn. Các lợi thế chính về vị trí gồm:

- **Vị trí mặt tiền và cửa ngõ:** Dự án tọa lạc tại cửa ngõ vào trung tâm đô thị Long Thành, nằm ngay giữa Quốc lộ 51 và đường Lê Duẩn;
- **Gần Cảng hàng không Quốc tế Long Thành:** Dự án chỉ cách Cảng hàng không Quốc tế Long Thành khoảng 5-7 km. Giai đoạn 1 của cảng hàng không dự kiến vận hành thương mại trong năm 2026 với công suất 25 triệu hành khách/năm. Về dài hạn, công suất dự kiến được nâng lên 100 triệu hành khách và 5 triệu tấn hàng hóa mỗi năm.
- **Khả năng kết nối hạ tầng:** Dự án kết nối trực tiếp với Cao tốc Biên Hòa–Vũng Tàu, các tuyến Vành đai 3 và 4 cùng những tuyến metro TP.HCM đang được quy hoạch.

Theo quan điểm của HSC, các dự án này sở hữu 3 lợi thế chính: (1) quỹ đất nằm tại khu vực trung tâm đô thị; (2) tọa lạc trên các hành lang kinh tế, logistics và hạ tầng dự kiến phát triển sôi động; và (3) được hỗ trợ bởi quan hệ hợp tác chiến lược với Frasers Property. Mặc dù doanh số ban đầu có thể tăng chậm trong bối cảnh lãi suất cao và tín dụng thắt chặt nhưng HSC kỳ vọng các dự án sẽ đạt tỷ lệ hấp thụ tốt trong trung và dài hạn.

BĐS KCN: Dòng tiền dồi dào cùng danh mục dự án chiến lược

GEL giữ vị thế hàng đầu trong lĩnh vực phát triển BĐS công nghiệp tại cả miền Bắc và miền Nam, với quỹ đất 7.000 ha được sở hữu và vận hành thông qua các công ty con và liên doanh chủ chốt, gồm Viglacera (VGC; GEL sở hữu 50,2%), Long Sơn Petroleum (PXL; 65%), Titan Corporation (49%) và Titan Hải Phòng (70%).

Viglacera (VGC): Doanh nghiệp phát triển KCN hàng đầu lâu năm tại miền Bắc

Là doanh nghiệp phát triển KCN hàng đầu miền Bắc, VGC đóng vai trò nền tảng trong mảng KCN của GEL. Hiện VGC quản lý 19 dự án KCN với tổng diện tích gần 6.000 ha (Bảng 30, Biểu đồ 31), tọa lạc tại các trung tâm kinh tế trọng điểm phía Bắc như Bắc Ninh, Thái Nguyên và Phú Thọ, cùng 1 dự án quốc tế tại Cuba.

VGC đã chứng minh khả năng thu hút các tập đoàn FDI hàng đầu trong lĩnh vực công nghệ cao như Samsung và Hyosung. Kể từ khi GEL trở thành cổ đông chi phối, VGC tập trung tối đa hóa giá trị quỹ đất và gia tăng nguồn doanh thu thường xuyên. Ngoài hoạt động cho thuê đất truyền thống, VGC còn tận dụng vai trò chủ đầu tư tích hợp để cung cấp các dịch vụ hạ tầng thiết yếu, gồm nước sạch, điện và nhà ở cho công nhân. Mô hình “KCN mở rộng” này giúp duy trì tỷ lệ khách thuê cao và tạo ra nguồn dòng tiền ổn định, có đặc điểm tương tự mảng tiện ích, qua đó hỗ trợ cho Tập đoàn.

Bảng 30: Danh mục dự án khu công nghiệp, VGC

Tính đến Q1/26, VGC đang quản lý 19 khu công nghiệp với tổng diện tích gần 6.000 ha.

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tổng diện tích cho thuê	Tỷ lệ lấp đầy	Tình trạng
Industrial parks (IP)/cluster (IC)					
Yên Phong 1	Bắc Ninh	344	259	84%	Đang cho thuê
Yên Phong 2	Bắc Ninh	314	227	98%	Đang cho thuê
Phú Hà	Phú Thọ	356	271	62%	Đang cho thuê
Đồng Văn 4	Ninh Bình	300	231	98%	Đang cho thuê
Tiền Hải	Hưng Yên	466	190	60%	Đang cho thuê
Đông Mai 1	Quảng Ninh	318	126	98%	Đã hoàn tất cho thuê 168 ha (giai đoạn 1)
Hải Yến	Quảng Ninh	182	137	43%	Đang cho thuê
Phong Điền	Huế	284	217	17%	Đang cho thuê
Yên Mỹ	Hưng Yên	280	207	77%	Đang cho thuê
Yên Phong IC	Bắc Ninh	219	141	93%	Đang cho thuê
Tiền Sơn	Bắc Ninh	350	244	100%	Đã hoàn tất cho thuê
Thuận Thành	Bắc Ninh	250	184	37%	Đang cho thuê
ViMariel	Cuba	256	179	n/a	Đang cho thuê
Sông Công 2	Thái Nguyên	300	219	7%	Đang cho thuê
Dốc Đá Trang	Khánh Hòa	288	213	0%	Đang xây dựng
Trần Yên 1	Lào Cai	255	179	23%	Đang cho thuê
Tây Phồ Yên (*)	Thái Nguyên	499	324	0%	2027 - 2028
Phú Ninh (*)	Phú Thọ	409	266	0%	Dự kiến khởi công xây dựng trong năm 2026.
1 Hưng Yên (*)	Hưng Yên	217	182	0%	Dự kiến khởi công xây dựng trong năm 2026.
Tổng		5,887	3,996		

Ghi chú: (*) Các dự án khu công nghiệp mới được bổ sung trong năm 2026
Nguồn: VGC, HSC

Biểu đồ 31: Bản đồ 19 khu công nghiệp, VGC

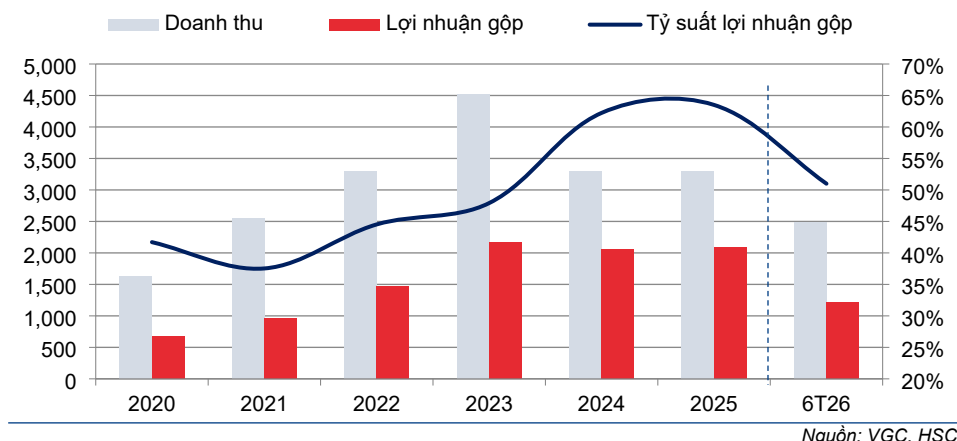
Danh mục này gồm 18 dự án tại các vị trí chiến lược thuộc những trung tâm kinh tế trọng điểm phía Bắc như Bắc Ninh, Hà Nam và Phú Thọ, cùng một dự án quốc tế tại Cuba.



Nguồn: VGC, HSC

Biểu đồ 32: Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cho thuê KCN (tỷ đồng), VGC

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cho thuê KCN của VGC ổn định trong khoảng 40-60%.



Trước đây, VGC là doanh nghiệp Nhà nước trực thuộc Bộ Xây dựng, có nhiều kinh nghiệm phát triển KCN phục vụ các doanh nghiệp FDI hàng đầu trong lĩnh vực điện tử và công nghệ cao như Samsung, Hyosung và Foxconn. Trong năm 2019, khi Nhà nước thoái vốn, GEL đã mua lại 50,2% cổ phần VGC và trở thành cổ đông chi phối. Đến nay, mảng cho thuê KCN, nguồn đóng góp HĐKD cốt lõi của VGC, duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định trong khoảng 40-60% (Biểu đồ 32).

Ngoài ra, thế mạnh của mảng BĐS công nghiệp GEL nằm ở sự cộng hưởng giữa hoạt động phát triển quỹ đất quy mô lớn của VGC và mô hình BĐS công nghiệp xây sẵn của **Titan Corp.** Các KCN của VGC và nền tảng nhà kho, nhà xưởng xây sẵn của Titan Corp. hỗ trợ chặt chẽ cho nhau, giúp GEL phục vụ nhiều nhóm khách thuê công nghiệp hơn, đồng thời đa dạng hóa cơ cấu lợi nhuận.

VGC tập trung phát triển và cho thuê đất KCN đã hoàn thiện hạ tầng, chủ yếu phục vụ các doanh nghiệp sản xuất FDI quy mô lớn có nhu cầu thuê các khu đất rộng 20-100 ha. Theo mô hình này, tiền thuê thường được thu trước một lần cho toàn bộ thời hạn sử dụng đất, thông thường là 50 năm, qua đó tạo ra dòng tiền lớn trong ngắn hạn.

Trong khi đó, **Titan Corp.**, liên doanh do GEL sở hữu 49% và Frasers Property sở hữu 51%, hướng đến nhóm khách hàng có nhu cầu thuê BĐS công nghiệp xây sẵn thông qua 3 loại sản phẩm: nhà xưởng xây sẵn (RBF), nhà kho xây sẵn (RBW) và cơ sở được xây dựng theo yêu cầu của khách thuê (BTS). Với diện tích thuê phổ biến 5-10 ha, Titan phục vụ một phân khúc khách hàng khác, nhất là các doanh nghiệp vừa và nhỏ cùng những doanh nghiệp muốn nhanh chóng gia nhập thị trường hoặc cần tính linh hoạt cao hơn trong hoạt động. Khác với mô hình thu trước tiền thuê đất của VGC, doanh thu cho thuê của Titan được ghi nhận định kỳ trong suốt thời hạn hợp đồng, tạo ra nguồn dòng tiền thường xuyên và dễ dự báo hơn, đồng thời cho phép doanh nghiệp hưởng lợi khi giá thuê tăng trong tương lai.

Bảng 33: Dự án hạ tầng KCN, Titan Corporation

Titan Corp. đang triển khai 5 dự án hạ tầng khu công nghiệp tại các tỉnh Bắc Ninh, Hưng Yên và Quảng Ninh.

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Diện tích hạ tầng khu công nghiệp (ha)	Tiến độ
Cụm công nghiệp Yên Phong 2C	Bắc Ninh	13.6	8.0	Đang cho thuê
Cụm công nghiệp Yên Phong (Mở rộng)	Bắc Ninh	25.0	14.8	Đang cho thuê
Cụm công nghiệp Yên Mỹ	Hưng Yên	26.5	16.0	Đang cho thuê
Cụm công nghiệp Đông Mai	Quảng Ninh	12.5	7.1	Đang cho thuê
Cụm công nghiệp Thuận Thành	Bắc Ninh	19.5	11.5	Dự kiến cho thuê từ năm 2026
Tổng		97.1	57.4	

Nguồn: Frasers Property, HSC

Bảng 34: Bản đồ 5 dự án hạ tầng khu công nghiệp, Titan Corporation

5 dự án hạ tầng khu công nghiệp tại Bắc Ninh, Hưng Yên và Quảng Ninh, với tổng diện tích khoảng 100 ha và tổng vốn đầu tư gần 8.000 tỷ đồng



Nguồn: Frasers Property, HSC

Khi kết hợp với nhau, hai nền tảng này mang lại danh mục sản phẩm BĐS công nghiệp toàn diện, từ cho thuê đất KCN quy mô lớn đến nhà xưởng và nhà kho xây sẵn linh hoạt. Qua đó, GEL có thể đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách thuê tại từng giai đoạn khác nhau trong chu kỳ đầu tư.

Titan Corp. hiện đang triển khai 5 dự án hạ tầng công nghiệp tại Yên Phong (Bắc Ninh), Yên Mỹ (Hưng Yên) và Đông Mai (Quảng Ninh), với tổng diện tích khoảng 100 ha và tổng vốn đầu tư gần 8.000 tỷ đồng. Đáng chú ý, vào tháng 10/2025, SPX Express đã khởi công trung tâm phân loại lớn nhất của doanh nghiệp này tại Đông Nam Á ở KCN Yên Mỹ. Cơ sở có diện tích 170.000 m² và được thiết kế với công suất xử lý lên tới 7 triệu bưu kiện mỗi ngày.

Theo quan điểm của HSC, các BĐS công nghiệp xây sẵn của Titan Corp là điểm khởi đầu hiệu quả và giải pháp linh hoạt cho các doanh nghiệp sản xuất nước ngoài, nhất là những nhà đầu tư quy mô nhỏ muốn hạn chế vốn đầu tư ban đầu. Trong giai đoạn mới gia nhập thị trường, các doanh nghiệp này có thể thuê nhà kho xây sẵn thay vì phải đầu tư cơ sở vật chất ngay từ đầu.

Mô hình này cho phép khách thuê nhanh chóng triển khai hoạt động thử nghiệm và đánh giá thị trường trong nước, đồng thời tiết kiệm đáng kể chi phí đầu tư. Khi hoạt động kinh doanh thuận lợi, các khách thuê thường mở rộng theo từng bước, trước tiên thuê thêm 2-3 nhà kho và sau đó thuê các lô đất quy mô lớn trong KCN. Quá trình mở rộng này giúp chuyển đổi các khách thuê kho quy mô nhỏ thành nguồn khách hàng tiềm năng đáng tin cậy cho hoạt động cho thuê đất dài hạn.

Một công ty con khác trong mảng KCN là **CTCP Titan Hải Phòng**, doanh nghiệp dự án được GEL thành lập để phát triển và vận hành KCN Trần Dương-Hòa Bình. Đây là KCN phát triển mới tại Hải Phòng với tổng diện tích 478 ha. Giai đoạn 1 (208 ha) được phê duyệt vào tháng 6/2025 với tổng vốn đầu tư 3.259 tỷ đồng, trong đó phần vốn CSH do chủ đầu tư góp là khoảng 489 tỷ đồng, tương đương 15% tổng vốn đầu tư. GEL hiện sở hữu 70% CTCP Titan Hải Phòng sau khi tăng tỷ lệ sở hữu từ mức 49% tại thời điểm tháng 3/2025 thông qua các đợt góp vốn tiếp theo (Tham khảo thêm Biểu đồ 35-36).

Tính đến ngày 28/4, dự án đã hoàn tất giải phóng mặt bằng 51,9 ha trên tổng diện tích 93,6 ha của Giai đoạn 1, tương đương 55,5% kế hoạch, đồng thời chi trả 258,3 tỷ đồng tiền bồi thường cho 465 hộ dân. Đối với 41,6 ha còn lại, liên quan đến 449 hộ dân và 1.127 thửa đất, phương án bồi thường đã được xác lập nhưng chưa tiến hành chi trả.

Với khoảng một nửa diện tích của giai đoạn đầu đã được giải phóng mặt bằng, dự án đang tiến dần tới giai đoạn xây dựng. HSC dự báo việc bàn giao đất ban đầu sẽ bắt đầu vào cuối năm 2027 và doanh thu cho thuê sẽ tăng đáng kể trong giai đoạn 2028-2029, khi dự án trở thành nguồn cung đất KCN quan trọng của GEL trong trung hạn.

Bảng 35: KCN Trần Dương - Hòa Bình

Khu công nghiệp greenfield tại Hải Phòng với diện tích 478 ha, tổng vốn đầu tư giai đoạn 1 hơn 3.259 tỷ đồng.



Nguồn: HSC

Bảng 36: Các giai đoạn của dự án KCN Trần Dương - HB

Bao gồm 208 ha ở giai đoạn 1, 211,7 ha ở giai đoạn 2 và 58,2 ha ở giai đoạn 3.



Nguồn: HSC

PXL: Lần đầu gia nhập thị trường miền Nam

KCN Long Sơn hiện đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư và được phát triển bởi CTCP Đầu tư KCN Dầu khí Long Sơn (PXL), công ty con do GEL sở hữu 65%. Dự án đánh dấu lần đầu tiên GEL mở rộng hoạt động sang thị trường miền Nam.

Đầu năm 2025, PXL hoàn tất phát hành riêng lẻ 93,4 triệu cổ phiếu mới cho GEL với giá 10.000đ/cp, qua đó huy động 934 tỷ đồng và nâng vốn điều lệ từ 827 tỷ đồng lên 1.761 tỷ đồng. Sau giao dịch, tỷ lệ sở hữu của GEL tại PXL tăng từ 25% lên 65%, đưa GEL trở thành cổ đông chi phối.

KCN Long Sơn tọa lạc tại Vũng Tàu với diện tích khoảng 850 ha, nằm gần Cầu Cắn Giờ trong tương lai và có vị trí chiến lược trên tuyến kết nối Cắn Giờ với cụm cảng nước sâu Cái Mép-Thị Vải. Phần lớn diện tích cần giải phóng mặt bằng là ao nuôi tôm và đất do Nhà nước quản lý, nhờ đó chi phí giải phóng mặt bằng dự kiến ở mức thấp đáng kể. Dự án hướng tới thu hút các ngành công nghệ cao và trung tâm dữ liệu. Tổng vốn đầu tư Giai đoạn 1 ước tính đạt 11.759 tỷ đồng, với tiến độ dự kiến như sau:

- **Cuối năm 2026:** Dự kiến được chính thức chấp thuận chủ trương đầu tư, hoàn tất xác định tiền sử dụng đất và bắt đầu giải phóng mặt bằng.

- **Giai đoạn 2028-2030:** Bắt đầu cho thuê đất chính thức.

Do GEL định hướng phát triển dự án thành trung tâm chuyên biệt về công nghệ cao và trung tâm dữ liệu, đồng thời sở hữu vị trí đắc địa, việc thu hút nhóm khách thuê đầu tàu ban đầu sẽ đòi hỏi quá trình lựa chọn và đàm phán kỹ lưỡng thay vì nhanh chóng lấp đầy ngay khi mở bán. Do đó, HSC dự báo tốc độ hấp thụ trong giai đoạn đầu sẽ diễn ra từ từ khi BLĐ thận trọng lựa chọn các khách hàng chủ chốt để tạo nền tảng cho KCN.

Bảng 37: Khu đất PXL, GEL

Tọa lạc tại Vũng Tàu, dự án tạo kết nối quan trọng giữa Cần Giờ và cụm cảng nước sâu Cái Mép - Thị Vải.



Nguồn: PXL, HSC

Sản xuất VLXD

GEL đã hợp nhất Viglacera, thương hiệu lâu đời và là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành VLXD Việt Nam, sau khi nắm giữ 50,2% cổ phần chi phối. Thương vụ này đưa GEL trở thành nhà sản xuất hàng đầu trong các lĩnh vực gạch ốp lát/gạch đất sét nung, thiết bị vệ sinh và kính xây dựng, phục vụ cả thị trường trong nước lớn mạnh và mạng lưới xuất khẩu quốc tế ngày càng mở rộng. Việc đưa VGC vào trụ cột hạ tầng giúp GEL sở hữu một mảng công nghiệp có rào cản gia nhập cao, được hỗ trợ bởi hàng chục năm tích lũy chuyên môn kỹ thuật và uy tín về chất lượng cao cấp.

Biểu đồ 38: Quy mô sản xuất vật liệu xây dựng, VGC

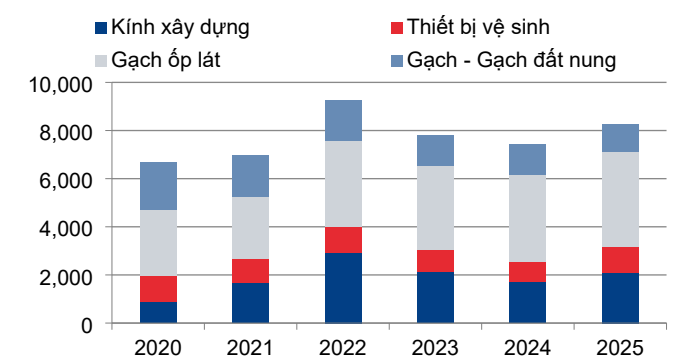
Mảng này gồm ba nền tảng sản xuất chuyên biệt, bao gồm gạch/đất sét nung, thiết bị vệ sinh và kính.



Nguồn: GEL, HSC

Biểu đồ 39: Doanh thu mảng sản xuất VLXD, VGC

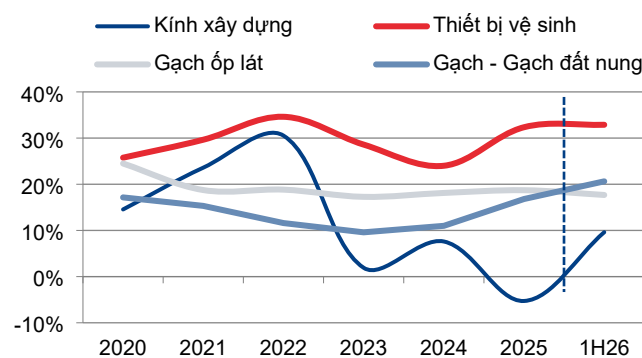
Danh mục đa dạng gồm kính xây dựng, thiết bị vệ sinh, gạch lát và gạch đất sét nung



Nguồn: GEL (VGC), HSC

Biểu đồ 40: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng sản xuất VLXD, VGC

TB vệ sinh đóng góp chính vào lợi nhuận, tỷ suất lợi nhuận của mảng kính xây dựng trong 6 tháng đầu năm 2026 phục hồi mạnh



Nguồn: GEL (VGC), HSC

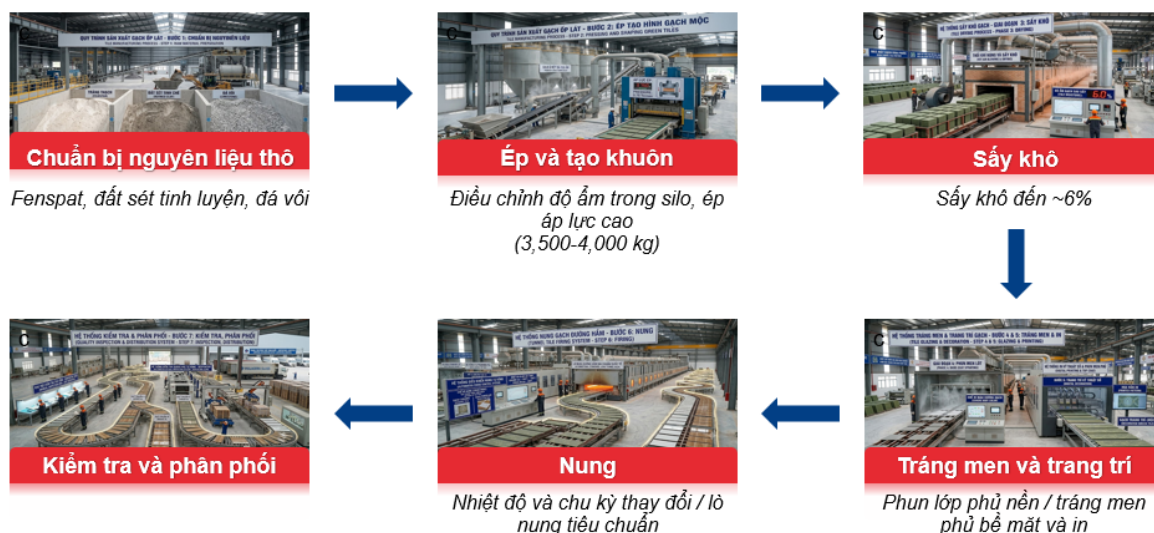
Gạch ốp lát/gạch đất sét nung và ngói: Gạch ốp lát là nhóm sản phẩm đóng góp doanh thu lớn nhất trong mảng vật liệu xây dựng của GEL. VGC vận hành 7 nhà máy với tổng công suất 42 triệu m²/năm, sản xuất cả gạch granite và gạch ceramic.

Một sản phẩm đổi mới nổi bật là thương hiệu Vasta Stone, đưa VGC trở thành doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam sản xuất đá nung kết khổ lớn cao cấp, với kích thước lên tới 1,62 m × 3,31 m. Nhờ ứng dụng công nghệ Sacmi Continua+ tiên tiến của Italy, sản phẩm vừa nhẹ, bền và chống trầy xước, phù hợp với phân khúc cao cấp. Khác với phương pháp sản xuất truyền thống, công nghệ này không sử dụng khuôn thông thường, qua đó cho phép linh hoạt tối đa về kích thước và độ dày sản phẩm.

Đối với gạch đất sét nung và ngói, VGC sản xuất nhiều loại sản phẩm truyền thống và hiện đại, từ gạch xây dựng đến gạch trang trí và ngói lợp. Về mặt chiến lược, Công ty đang điều chỉnh cơ cấu sản phẩm theo hướng giảm sản lượng gạch xây thông thường và tăng tỷ trọng các sản phẩm có giá trị cao hơn như ngói lợp và gạch cotto. Bên cạnh đó, VGC ưu tiên phát triển các giải pháp thân thiện với môi trường như gạch không nung và bê tông khí chưng áp (AAC).

Biểu đồ 41: Chuỗi giá trị sản xuất gạch lát, VGC

Chuỗi sản xuất gạch lát của VGC bao gồm chuẩn bị nguyên liệu, ép, sấy, tráng men, nung và phân phối thành phẩm



Nguồn: GEL prospectus, HSC

Biểu đồ 42: Chuỗi giá trị sản xuất thiết bị vệ sinh, VGC

Chuỗi giá trị tích hợp của VGC bao phủ toàn bộ từ thu mua nguyên liệu đến phân phối trên toàn quốc.



Nguồn: GEL prospectus, HSC

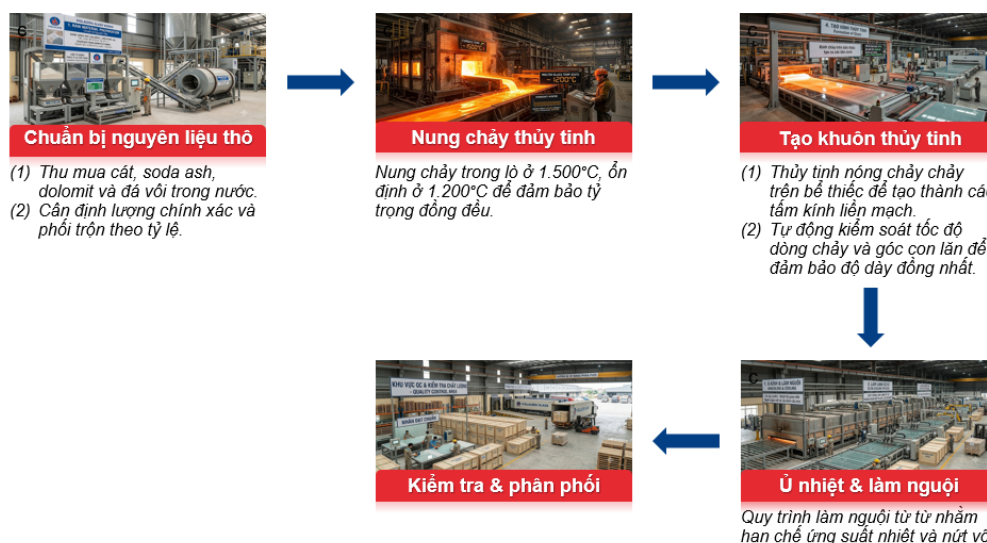
Thiết bị vệ sinh: VGC là một trong những doanh nghiệp tiên phong trong nước về sản xuất thiết bị vệ sinh cao cấp kể từ năm 1994. Công ty hiện vận hành 5 nhà máy với tổng công suất 2,5 triệu bộ sản phẩm/năm, chiếm 11% tổng công suất sản xuất của toàn ngành tại Việt Nam.

Để nâng cao giá trị gia tăng và cải thiện tỷ suất lợi nhuận, VGC còn phát triển các sản phẩm phụ trợ như vòi nước và vòi sen. Dòng sản phẩm này có công suất 500.000 bộ/năm, bổ sung hiệu quả cho danh mục thiết bị vệ sinh cốt lõi.

Kính xây dựng và kính tiết kiệm năng lượng: VGC vận hành 4 nhà máy với tổng công suất hơn 100 triệu m²/năm. Công ty là doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực kính tiết kiệm năng lượng (Low-E) và là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam sản xuất kính siêu trắng, dòng sản phẩm được thiết kế chuyên biệt cho các công trình dân dụng cao cấp và nhà cao tầng.

Biểu đồ 43: Chuỗi giá trị sản xuất kính xây dựng, VGC

Chuỗi giá trị kính xây dựng của VGC tích hợp các công đoạn từ chuẩn bị nguyên liệu, nấu chảy, tạo hình, ủ kính đến phân phối thành phẩm.



Nguồn: GEL prospectus, HSC

Dịch vụ tiện ích

Danh mục dự án năng lượng tái tạo công suất 4 GW

Chiến lược mở rộng sang năng lượng tái tạo của GEL được xây dựng dựa trên kinh nghiệm phát triển dự án uy tín lâu năm của Tập đoàn. Trước đây, hệ sinh thái GELEX đã phát triển và đưa vào vận hành danh mục dự án có tổng công suất 245 MW, gồm Nhà máy Thủy điện Sông Bung 4A, Nhà máy Điện gió Hướng Phùng, Nhà máy Điện gió GELEX Quảng Trị và Nhà máy Điện mặt trời GELEX Ninh Thuận. GELEX sau đó chuyển nhượng các tài sản này cho Sembcorp trong năm 2024 nhằm thu hồi và tái phân bổ vốn.

Bảng 44: Các nhà máy năng lượng tái tạo đã chuyển giao, GEX

Các nhà máy năng lượng tái tạo công suất 245 MW đã được chuyển giao cho Sembcorp.

	Nhà máy/dự án	Cơ cấu sở hữu trước đây	Cơ cấu sở hữu hiện tại	Công ty/SPV dự án	Công nghệ	Công suất	Vị trí	Tình trạng
Các dự án đã chuyển giao/đang triển khai (thuộc GEE)								
1	Nhà máy Thủy điện Sông Bung 4A	73.2%	0%	CTCP Phú Thạnh Mỹ	Thủy điện	49 MW	Đà Nẵng	Đã chuyển giao cho Sembcorp
2	Điện gió Hướng Phùng	100%	0%	CTCP Năng lượng GELEX Quảng Trị	Điện gió	Một phần của gói công suất 196 MW đã bán	Quảng Trị	Đã chuyển giao cho Sembcorp
3	Điện gió GELEX Quảng Trị	100%	0%	CTCP Năng lượng GELEX Quảng Trị	Điện gió	Một phần của gói công suất 196 MW đã bán	Quảng Trị	Đã chuyển giao cho Sembcorp
4	Nhà máy Điện mặt trời GELEX Ninh Thuận	100%	20% (*)	Công ty TNHH GELEX Ninh Thuận	Điện mặt trời	50 MW	Khánh Hòa	Đã chuyển giao một phần cho Sembcorp
	Các dự án điện mặt trời áp mái tại các khu công nghiệp	100%	20% (*)	Công ty TNHH GELEX Ninh Thuận	Điện mặt trời áp mái	17 MWp	Khánh Hòa	Đã chuyển giao một phần cho Sembcorp
Các dự án đang triển khai (thuộc GEL)								
1	Dự án điện gió Vĩnh Hải		100%	N/a	Điện gió gần bờ	800 MW Giai đoạn 1: 129 MW	Cần Thơ	Đang thực hiện/ lập kế hoạch
2	Danh mục dự án dài hạn		N/a	N/a		4 GW	N/a	Đang lập kế hoạch

Ghi chú: (*) GELEX Power Generation giảm tỷ lệ sở hữu tại GELEX Ninh Thuận LLC xuống 20,0%, theo Nghị quyết số 43/2023/GE/NQ-HĐQT; (1) thuộc sở hữu của GELEX Power Generation LLC, tính đến Q3/25; (2,3) GEL sở hữu 90%, GEE sở hữu 10%, tính đến Q1/24; (4) thuộc sở hữu của GELEX Power Generation LLC, tính đến năm 2025.

Nguồn: GEX, HSC

Danh mục điện thế hệ tiếp theo hiện tập trung vào dự án điện gió gần bờ công suất 800 MW, được chia thành 3 giai đoạn nhằm sử dụng vốn hiệu quả:

- **Giai đoạn 1 – điện gió gần bờ công suất 129 MW:** Dự án tọa lạc tại xã Vĩnh Châu, TP. Cần Thơ, với tổng vốn đầu tư ước tính 5.980 tỷ đồng. Giai đoạn này đã chính thức được chính quyền địa phương phê duyệt vào tháng 6/2026 theo Quyết định số 2858/QĐ-UBND. Hoạt động xây dựng dự kiến được triển khai trong năm 2027-2028, hướng đến mục tiêu chính thức đầu nối vào lưới điện và vận hành thương mại trong năm 2029.
- **Các giai đoạn tiếp theo – công suất 671 MW:** Theo chia sẻ của BLĐ, tổng công suất tối đa của dự án có thể được nâng lên 800 MW. Do đó, HSC ước tính các giai đoạn tiếp theo có thể có tổng công suất khoảng 671 MW, vẫn nằm trong dự địa phân bổ công suất mới 988 MW của khu vực trong giai đoạn 2026-2030 theo Quy hoạch điện 8 sửa đổi. Tuy nhiên, dự án vẫn đang chờ phê duyệt chính thức và các thông tin triển khai cuối cùng.

Dựa trên thành tích triển khai dự án trước đây của GELEX, HSC kỳ vọng dự án năng lượng tái tạo công suất 800 MW nói riêng và danh mục 4 GW nói chung sẽ đạt hiệu quả cao, với IRR dự án dự kiến ở mức tích cực 11-12%, qua đó tạo ra nguồn dòng tiền dài hạn và thường xuyên cho Tập đoàn. Ngoài ra, tương tự thương vụ với Sembcorp, các tài sản năng lượng tái tạo còn mang lại cho GEL sự linh hoạt trong huy động vốn, do Công ty có thể nhanh chóng thu hồi vốn thông qua chuyển nhượng tài sản khi cần thiết.

Tiện ích nước: Hoàn thiện chuỗi giá trị có vị thế độc quyền

GEL sản xuất và kinh doanh nước sạch thông qua 2 đơn vị thành viên gồm CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà (Viwasupco – VCW, do GEL sở hữu 62,5%) và CTCP Nước sạch Tây Hà Nội (do GEL sở hữu 50%). Trong đó, VCW đảm nhiệm sản xuất và bán buôn nước sạch, còn CTCP Nước sạch Tây Hà Nội phụ trách phân phối và bán lẻ tại thị trường Hà Nội.

Sau khi hoàn tất Giai đoạn 2 trong năm nay, VCW có công suất 600.000 m³/ngày và đặt mục tiêu vận hành thương mại toàn bộ công suất trong giai đoạn 2027-2028. Công ty cung cấp nguồn nước ổn định và có chất lượng cao, phục vụ nhu cầu sinh hoạt và kinh doanh của 25% dân số Hà Nội. Hiện VCW sản xuất và cung cấp nước sạch cho toàn bộ khu vực Tây Nam Hà Nội, gồm các phường Thanh Xuân, Phương Liệt, Định

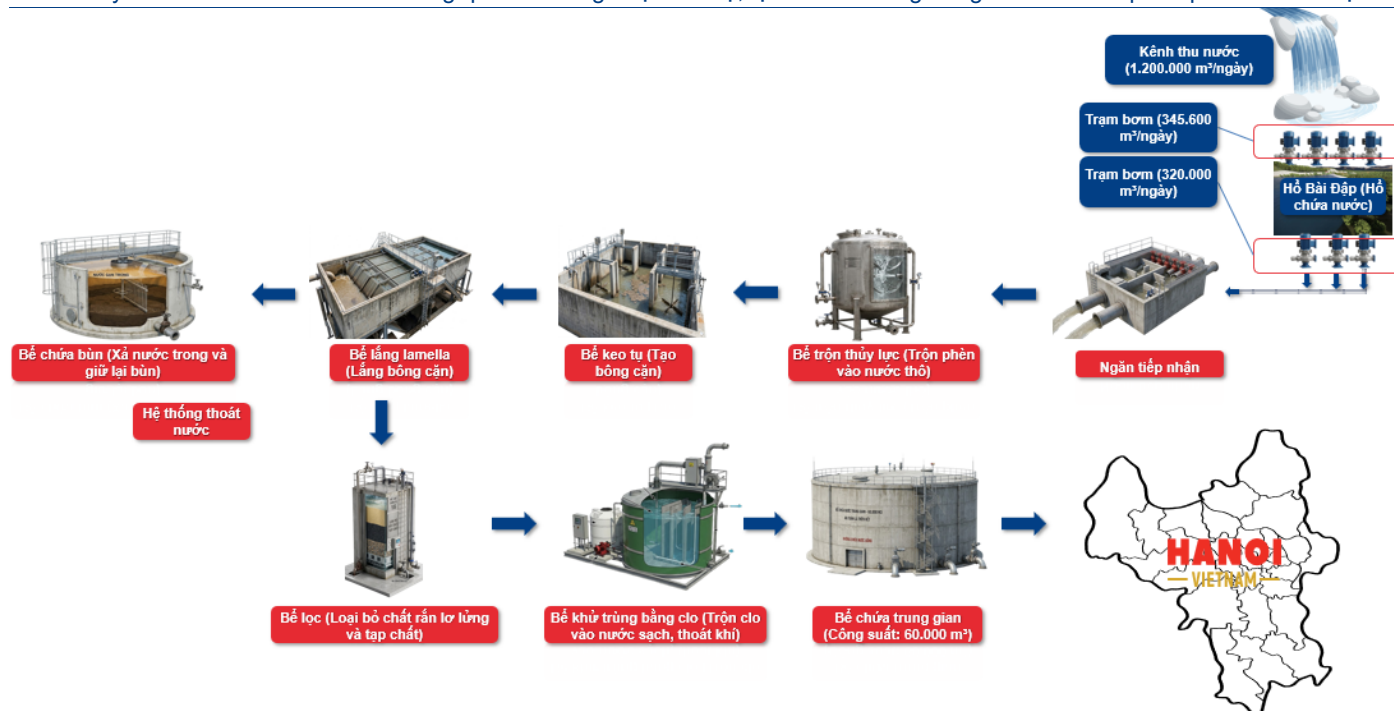
Công, Từ Liêm, Xuân Phương, Láng, Yên Hòa, Dương Nội và Hà Đông, cùng một số khu vực khác thuộc hệ thống cấp nước cho chuỗi đô thị Sơn Tây–Hòa Lạc–Xuân Mai–Miếu Mên–Hà Đông.

Tháng 11/2024, GEL mở rộng hoạt động trong lĩnh vực phân phối nước sạch thông qua khoản đầu tư tương đương 50% vốn điều lệ của CTCP Nước sạch Tây Hà Nội. Do doanh nghiệp này bán lẻ nước sạch trực tiếp cho các hộ gia đình nên khoản đầu tư này giúp GEL hoàn thiện chuỗi giá trị cung cấp nước sạch phù hợp với chiến lược kinh doanh đã đề ra đối với ngành nước.

Nền tảng nước tích hợp từ bán buôn đến bán lẻ giúp GEL xây dựng mảng tiện ích có vị thế độc quyền và tỷ suất lợi nhuận cao, phục vụ 25% dân số Hà Nội thông qua VCW, đồng thời đáp ứng nhu cầu nội bộ ổn định từ hệ thống KCN của VGC. Mặc dù vốn đầu tư tăng thêm cho Giai đoạn 2 của VCW sẽ làm chi phí khấu hao tăng và gây sức ép trong 1-2 năm đầu nhưng HSC ước tính dòng tiền dài hạn của doanh nghiệp vẫn có mức độ ổn định rất cao. Theo quan điểm của chúng tôi, nguồn dòng tiền thường xuyên này tạo ra lớp đệm thanh khoản quan trọng, giúp GEL tự tài trợ cho các dự án hạ tầng quy mô lớn mà không làm bằng CĐKT chịu áp lực đòn bẩy quá mức.

Bảng 45: Quy trình sản xuất, VCW

VCW xử lý nước thô từ hồ Đàm Bài thông qua các công đoạn keo tụ, lọc và khử trùng bằng clo trước khi phân phối đến Hà Nội.



Nguồn: GEL prospectus, HSC

Tổng quan ngành: 5 xu hướng cùng diễn biến thuận lợi

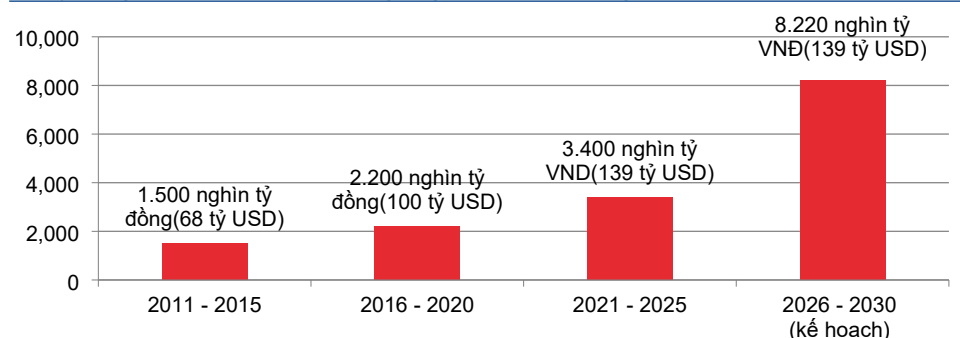
Việt Nam đang tiến tới một chu kỳ tăng trưởng hạ tầng quy mô lớn và GEL là một trong số ít doanh nghiệp nằm ở vị trí trung tâm của xu hướng này. Sự trở lại của (1) mô hình BT và cơ chế thanh toán bằng quỹ đất đối ứng mang lại cho những doanh nghiệp đi đầu như GEL cơ hội tiếp cận các quỹ đất đô thị đặc địa mà trước đây có thể mất nhiều năm mới tích lũy được thông qua phương thức đấu giá thông thường. Đồng thời, (2) nhu cầu BĐS nhà ở đang tăng mạnh tại các trung tâm kinh tế mới hình thành nhờ sự phát triển của hạ tầng. Trong khi đó, (3) các KCN đang dần ổn định sau giai đoạn chi phí xây dựng tăng mạnh, còn xu hướng dịch chuyển sản xuất “Trung Quốc+1” sang Việt Nam vẫn được duy trì. (4) VLXD cũng đang hưởng lợi từ đà phục hồi của hoạt động xây dựng, còn khuôn khổ hỗ trợ mới theo Quy hoạch Điện 8 đang mở ra cơ hội phát triển cho (5) danh mục dự án năng lượng tái tạo quy mô lớn. **5 thị trường vận động theo 5 nhịp độ khác nhau nhưng đều đang diễn biến theo hướng có lợi cho GEL.**

1. Sự trở lại của mô hình BT: Đòi hạ tầng lấy quỹ đất đặc địa

Kế hoạch đầu tư công đã được phê duyệt của Việt Nam cho giai đoạn 2026-2030 tăng lên mức chưa từng có là 8.220 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 329 tỷ USD và gần gấp 3 lần chu kỳ 5 năm trước (Biểu đồ 46). Tuy nhiên, quy mô tham vọng này đang gặp một điểm nghẽn quan trọng khi ngân sách Nhà nước ước tính chỉ có thể đáp ứng khoảng một nửa tổng nhu cầu vốn (Biểu đồ 47). Tình trạng thiếu hụt mang tính cơ cấu còn trầm trọng hơn do tiến độ giải ngân thường xuyên thấp hơn kế hoạch. Trong giai đoạn 2021-2025, tỷ lệ giải ngân thực tế liên tục thấp hơn mục tiêu 20-25 điểm phần trăm và đến giữa năm 2026 mới chỉ đạt 35,5% kế hoạch cả năm (Biểu đồ 48).

Biểu đồ 46: Kế hoạch đầu tư công trung hạn theo nhiệm kỳ Chính phủ (nghìn tỷ đồng)

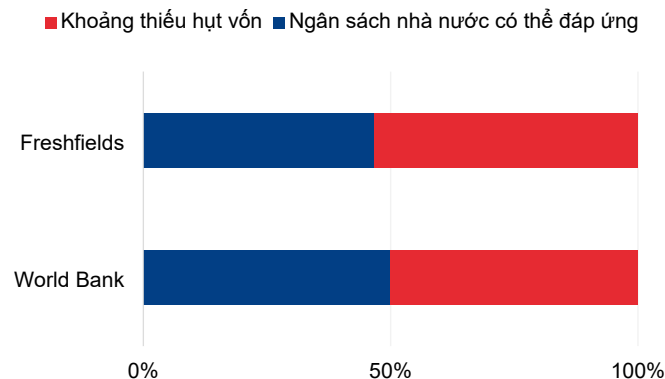
Kế hoạch đầu tư công được phê duyệt của Việt Nam trị giá 8,2 triệu tỷ đồng (~329 tỷ USD) cho giai đoạn 2026F-2030E, gần gấp ba lần so với giai đoạn 5 năm trước



Nguồn: GSO, National Assembly

Biểu đồ 47: Nhu cầu vốn cho hạ tầng Việt Nam so với khả năng ngân sách nhà nước

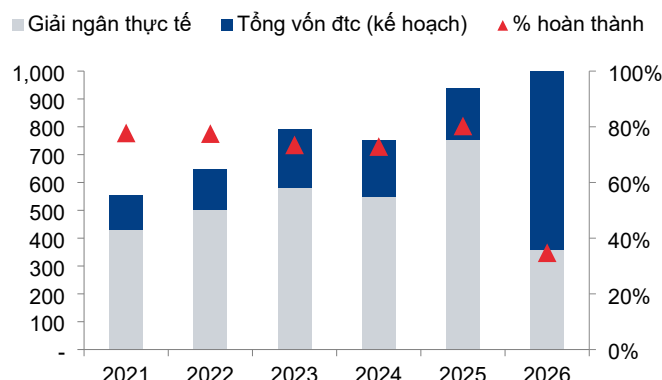
Nguồn vốn Chính phủ không thể đáp ứng hơn một nửa nhu cầu đầu tư



Nguồn: Freshfields, World Bank ước tính

Biểu đồ 48: Giải ngân đầu tư công thực tế so với kế hoạch (tỷ đồng)

Giải ngân thực tế vẫn thấp hơn kế hoạch trong giai đoạn 2021-2025 và đến cuối tháng 6 chỉ đạt 35,5% kế hoạch năm 2026F.



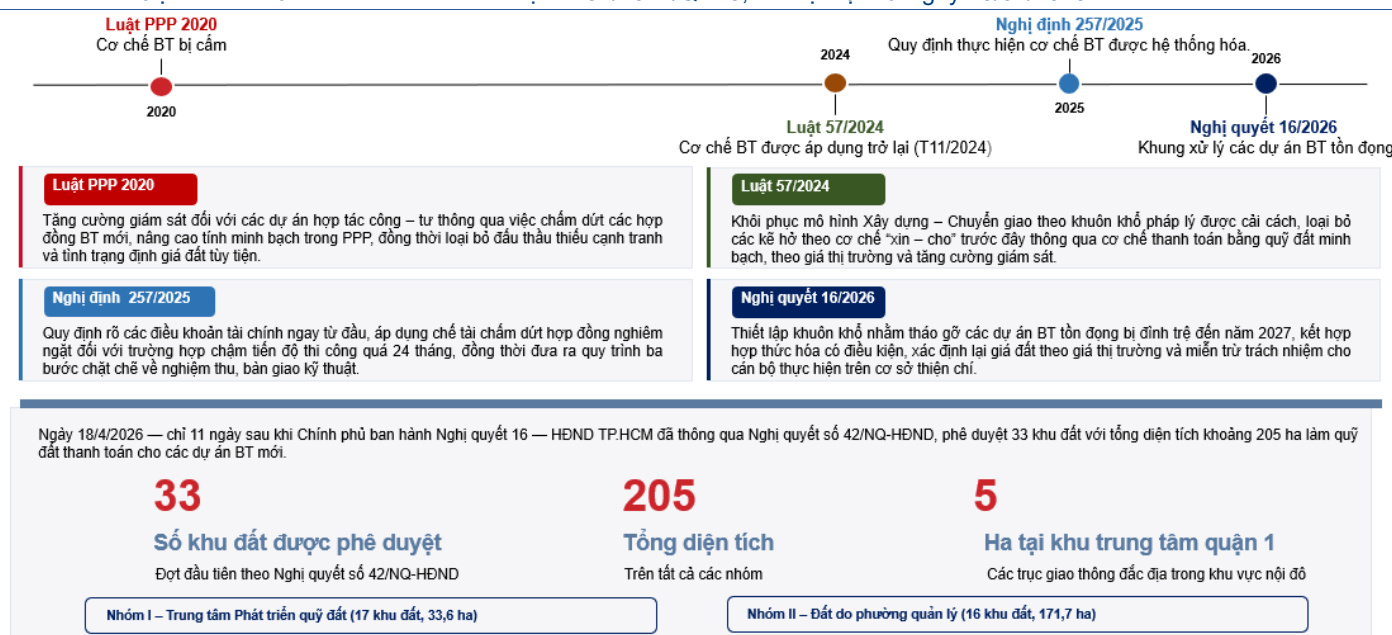
Ghi chú: dữ liệu ngày 30/6/2026
Nguồn: Baodautu, GSO, MOF

Trong bối cảnh này, như đã phân tích trong báo cáo trước đây của HSC [Hình thức đầu tư BT hồi sinh: Hạ tầng kích hoạt chu kỳ quỹ đất mới](#), Chính phủ đã khôi phục cơ chế xây dựng-chuyển giao (BT) như một kênh chủ đạo để huy động vốn và năng lực triển khai của khu vực tư nhân. Mô hình này chính thức được áp dụng trở lại theo Luật số 57/2024/QH15, có hiệu lực từ ngày 15/1/2025, với khuôn khổ mới tập trung vào đấu thầu cạnh tranh và định giá theo nguyên tắc ngang giá. Tiếp đó, Nghị định số 257/2025/NĐ-CP và Nghị quyết số 16/2026/NQ-CP thiết lập khuôn khổ thống nhất nhằm tháo gỡ các dự án BT tồn đọng đã bị đình trệ từ năm 2021.

TP.HCM là địa phương tiên phong trong quá trình khôi phục mô hình BT tại Việt Nam. Ngày 18/4, chỉ 11 ngày sau khi Nghị quyết 16 được ban hành, thành phố đã thông qua Nghị quyết số 42/NQ-HĐND, phê duyệt đợt đầu gồm 33 khu đất thanh toán cho các dự án BT với tổng diện tích khoảng 205 ha. Tiến độ triển khai nhanh cho thấy quyết tâm ngày càng cao của Chính phủ trong việc huy động khu vực tư nhân tham gia phát triển hạ tầng, đồng thời có thể mở đường để mô hình này được áp dụng rộng rãi hơn tại các tỉnh, thành phố khác.

Bảng 49: Lộ trình pháp lý của hình thức BT: từ cấm đến khôi phục

Mô hình BT được chính thức tái triển khai theo Luật số 57/2024/QH15, có hiệu lực từ ngày 15/01/2025.



Nguồn: HSC, Draft No. 313/TT-UBND, Appendix to Resolution 42/NQ-HĐND

Trong bối cảnh đó, GEL nổi bật lên là một trong những doanh nghiệp tham gia tích cực nhất vào các dự án BT/hạ tầng, khi đã góp vốn vào 3 công ty liên kết triển khai dự án xử lý nước thải và dự án Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình.

HSC lưu ý rằng tính đến Q2/2026, BCTC gần nhất của GEL ghi nhận khoản vốn góp 8.063 tỷ đồng vào dự án Gia Bình, tương ứng chính xác 20% vốn của liên doanh. Trong khi đó, 3 dự án xử lý nước thải mới chỉ được góp tổng cộng 13,7 tỷ đồng vốn điều lệ do vẫn đang ở giai đoạn phát triển ban đầu (Bảng 50).

Bảng 50: Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết (tỷ đồng), GEL

Tính đến Q2/2026, GEL đã hoàn tất phần vốn góp theo yêu cầu cho dự án Cảng hàng không quốc tế Gia Bình, trong khi ba dự án BT xử lý nước thải tại TP.HCM vẫn đang ở giai đoạn đầu.

Đơn vị	Tỷ lệ sở hữu của GEL	Tại ngày 1/1	Tăng do mua thêm trong kỳ	Phản lợi nhuận/(lỗ) từ công ty liên doanh & liên kết	Tại ngày 30/6
CTCP Hạ tầng Hàng không Masterise	20%	-	8,063	21	8,083
FIH*	49%	-	6,731	4	6,734
Công ty TNHH Hạ tầng GELEX Tây Thành Phố	39%	-	5	-	5
Công ty TNHH Đầu tư Hạ tầng GELEX Bắc Sài Gòn 2	49%	-	5	-	5
Công ty TNHH Hạ tầng GELEX Bắc Sài Gòn 1	49%	-	4	-	4
Dự án khác		1,533	51	-	1,586
Tổng		1,533	14,857	26	16,417

Ghi chú: (*) Sau khi thoái 51% vốn trong Q2/2026, FIH được loại khỏi hợp nhất và phân loại lại từ công ty con thành công ty liên doanh/liên kết của GEL.

Nguồn: GEL, HSC

Điều này đưa GEL trở thành một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ định hướng của Nghị quyết 68-NQ/TW, trong đó xác định khu vực tư nhân là động lực tăng trưởng quan trọng nhất của nền kinh tế, đồng thời khuyến khích huy động vốn và năng lực triển khai của khu vực này để giúp Nhà nước thu hẹp khoảng trống vốn đầu tư hạ tầng. Qua đó, HSC vẫn cho rằng GEL sở hữu vị thế thuận lợi hiếm có để nắm bắt chu kỳ gia tăng giá trị quỹ đất nhờ mô hình BT tại Việt Nam.

2. BĐS nhà ở: Hưởng lợi từ chu kỳ tăng nguồn cung nhờ chính sách

Triển vọng ngắn hạn: Hưởng lợi từ chu kỳ tăng nguồn cung nhờ chính sách

Thị trường BĐS nhà ở Việt Nam đang bước vào chu kỳ tăng nguồn cung nhờ các chính sách thúc đẩy tăng trưởng và tháo gỡ vướng mắc pháp lý của Chính phủ. Những thay đổi pháp lý quan trọng, gồm sửa đổi Luật Đất đai, tinh giản quy trình phê duyệt dự án, khôi phục mô hình xây dựng-chuyển giao (BT) và gần đây là điều chỉnh tăng tỷ lệ vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung & dài hạn, đồng thời ưu tiên tín dụng cho hạ tầng chiến lược, dự kiến sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ mở bán các dự án.

Do đó, HSC dự báo nguồn cung mới sẽ tăng đáng kể trong 12-24 tháng tới. Tuy nhiên, quá trình phục hồi sẽ có tính phân hóa cao và chủ yếu mang lại lợi thế cho các chủ đầu tư có nền tảng vốn vững chắc, năng lực triển khai tốt và bảng CĐKT lành mạnh như GEL.

Ở chiều ngược lại, nhu cầu mua nhà để ở trên diện rộng nhiều khả năng vẫn chịu hạn chế do hạn mức tín dụng thắt chặt và lãi suất vay mua nhà thả nổi ở mức cao. Tính đến Q1/2026, tín dụng toàn hệ thống tăng 3,2% so với cùng kỳ, trong khi huy động vốn chỉ tăng nhẹ 0,6%. Diễn biến này tiếp tục cho thấy sự chênh lệch đã xuất hiện trong năm 2025, khi tín dụng tăng 19% nhưng huy động vốn chỉ tăng 14,1%.

Diễn biến này vừa hạn chế khả năng tiếp cận vốn của các chủ đầu tư, vừa khiến chi phí vay của người mua nhà duy trì ở mức cao. Phần lớn ngân hàng thương mại hiện áp dụng lãi suất vay mua nhà cố định từ 9,5-12,5%, trong khi lãi suất thả nổi dao động 11-15%, làm suy giảm đáng kể khả năng chi trả của người mua. Áp lực còn gia tăng do chi phí vật liệu xây dựng tăng, đáng lưu ý là giá cát tăng 68%, đá tăng 32% và nhựa đường tăng 6% so với cùng kỳ. Các vật liệu này chiếm tổng cộng 30-40% chi phí phát triển dự án. Những yếu tố bất lợi trên sẽ gây sức ép lên tỷ suất lợi nhuận của các chủ đầu tư và làm chậm tốc độ hấp thụ của thị trường. Nhìn chung, chỉ riêng các

chính sách hỗ trợ khó có thể thúc đẩy thị trường phục hồi trên diện rộng cho đến khi điều kiện tài chính trong hệ thống được nới lỏng.

Hệ quả trước mắt là khoảng cách ngày càng lớn giữa số lượng dự án được mở bán và tỷ lệ tiêu thụ thực tế. Thanh khoản vẫn được duy trì tại những dự án có mức giá phù hợp với khả năng chi trả của người mua phải vay vốn với lãi suất thả nổi 11-15%, trong khi các sản phẩm có giá quá cao gần như không tiêu thụ được. Do đó, HSC cho rằng thị trường BĐS hiện đang trong chu kỳ phân hóa theo sản phẩm thay vì trong giai đoạn toàn ngành cùng hưởng lợi khi thị trường đi lên.

Trung và dài hạn: Nhu cầu ở thực vẫn là động lực cốt lõi

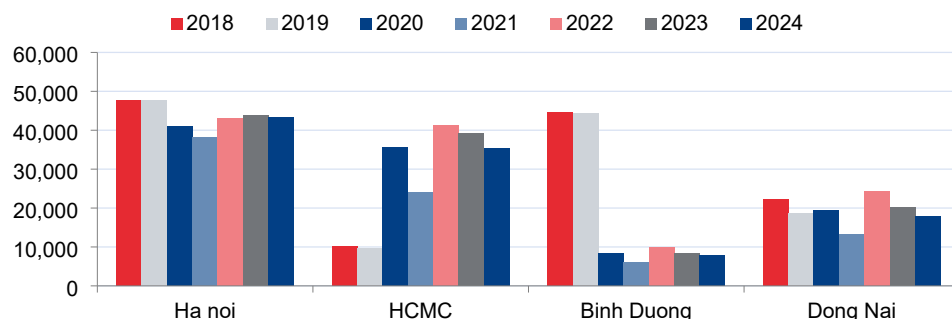
Nếu không tính đến những khó khăn về vốn trong ngắn hạn, thị trường BĐS nhà ở Việt Nam vẫn được hỗ trợ bởi nhu cầu ở thực trong dài hạn. Nhu cầu này dựa trên 4 trụ cột chính: (1) cơ cấu dân số thuận lợi; (2) tốc độ đô thị hóa và thu nhập hộ gia đình tăng; (3) tình trạng thiếu hụt nghiêm trọng và kéo dài của nhà ở trung cấp; và (4) mạng lưới hạ tầng mở rộng, giúp thị trường nhà ở phát triển ra ngoài các khu vực trung tâm chính của TP.HCM và Hà Nội. Cùng với khả năng chi trả tốt hơn tại các thị trường vệ tinh, những yếu tố này sẽ duy trì nhu cầu mua nhà để ở ở mức tích cực ngay cả sau chu kỳ lãi suất hiện tại.

Dân số, đô thị hóa và thu nhập cùng hỗ trợ nhu cầu nhà ở

Cơ cấu dân số Việt Nam tạo nền tảng vững chắc cho nhu cầu nhà ở dài hạn. Khoảng 37% dân số (khoảng 37 triệu người) nằm trong độ tuổi mua nhà chủ yếu từ 25-50 tuổi. Quy mô nhóm này duy trì ổn định trong thập kỷ qua, trái ngược với mức giảm 13% của nhóm dân số cùng độ tuổi tại Trung Quốc. Nhu cầu nhà ở còn được củng cố nhờ số lượng đăng ký kết hôn ổn định. Kể từ năm 2021, Hà Nội và TP.HCM ghi nhận 40.000-47.000 trường hợp mỗi năm, trong khi Đồng Nai, trung tâm công nghiệp lân cận quan trọng, duy trì 15.000-18.000 trường hợp (Biểu đồ 51).

Biểu đồ 51: Số lượng kết hôn theo năm tại một số tỉnh được lựa chọn

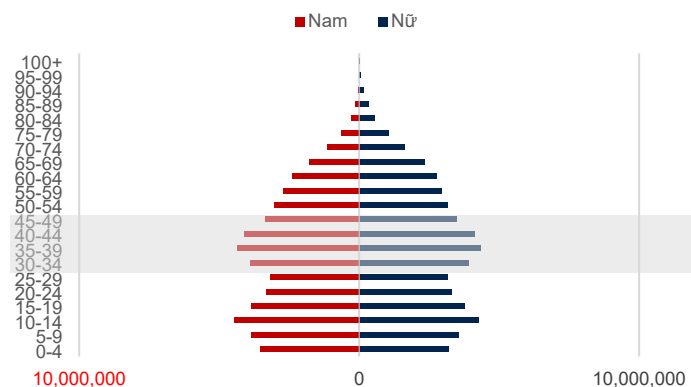
Việc hình thành hộ gia đình ổn định hỗ trợ nhu cầu nhà ở dài hạn



Nguồn: GSO, HSC

Biểu đồ 52: Dân số Việt Nam theo nhóm tuổi

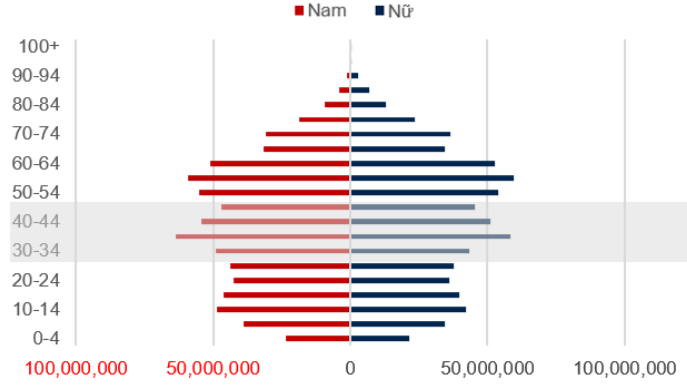
Người mua nhà trong độ tuổi 25–50 chiếm 37% tổng dân số (ổn định trong 10 năm qua)



Nguồn: GSO, HSC

Biểu đồ 53: Dân số Trung Quốc theo nhóm tuổi

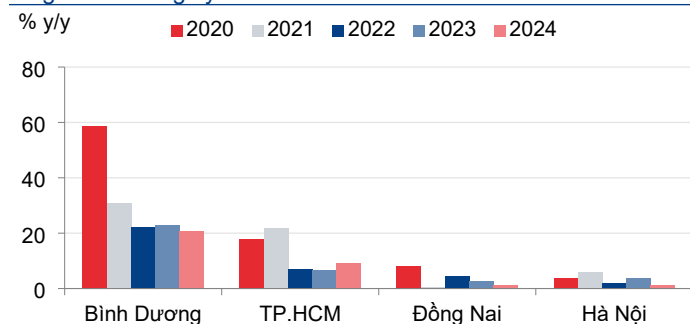
Số người mua nhà trong độ tuổi 25–50 tại Trung Quốc giảm 13% trong 10 năm qua.



Nguồn: GSO, HSC

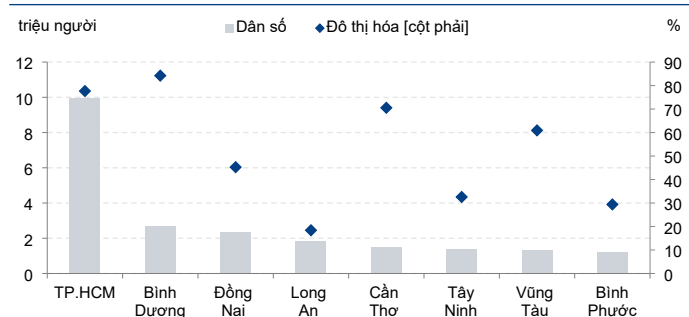
Đồng thời, quá trình đô thị hóa vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng theo định hướng chính sách. Theo Nghị quyết 06-NQ/TW, được cập nhật tại Nghị quyết 80/NQ-CP ngày 2/4, Việt Nam đặt mục tiêu nâng tỷ lệ đô thị hóa từ tối thiểu 45% trong năm 2025 lên trên 50% vào năm 2030, trong khi diện tích đô thị bình quân đầu người dự kiến tăng từ 28 m² lên ít nhất 32 m². Đáng chú ý, Bộ Xây dựng đang thí điểm mô hình đại đô thị đa trung tâm gắn với các đô thị vệ tinh. Mô hình này chủ động định hướng tăng trưởng ra khu vực bên ngoài thay vì chỉ đáp ứng xu hướng mở rộng tự nhiên. Do tỷ lệ đô thị hóa tại Hà Nội và TP.HCM đã đạt 80-95%, nhu cầu phát triển mới đang dịch chuyển trực tiếp sang các tỉnh lân cận (Biểu đồ 54-55).

Biểu đồ 54: Số người nhập cư trung bình giai đoạn 2020-24
Mặc dù tăng trưởng chậm lại sau COVID, số người nhập cư vẫn tăng so với cùng kỳ.



Nguồn: GSO, HSC

Biểu đồ 55: Tốc độ đô thị hóa (%)
Các tỉnh vệ tinh vẫn còn dư địa phát triển hạ tầng.



Nguồn: GSO, HSC

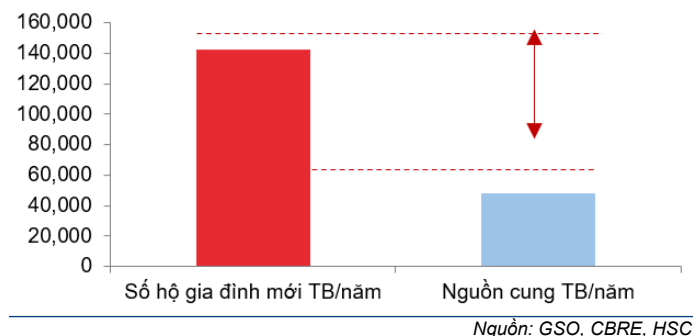
Cuối cùng, thu nhập hộ gia đình tăng đang chuyển hóa nhu cầu tiềm ẩn thành giao dịch thực tế trên thị trường. Sau khi tăng trưởng bình quân khoảng 10%/năm trong giai đoạn 2021-2025, GNI bình quân đầu người đạt 4.970 USD trong năm 2025 (tăng từ 4.490 USD). Nhờ đó, Ngân hàng Thế giới đã phân loại lại Việt Nam thành quốc gia có thu nhập trung bình cao kể từ ngày 1/7, sớm hơn 4 năm so với mục tiêu. Theo Tổng cục Thống kê, thu nhập bình quân tháng của người lao động trong nửa đầu năm 2026 tăng 8,7% so với cùng kỳ đạt 9 triệu đồng. McKinsey ước tính tầng lớp tiêu dùng tại Việt Nam đã tăng từ chưa đầy 10% dân số trong năm 2000 lên khoảng 40% hiện nay và có thể đạt khoảng 75% vào năm 2030, tương đương tăng thêm 36 triệu người. Nhóm có thu nhập cao nhất, trên 30 USD/ngày, đang tăng nhanh nhất và dự kiến chiếm khoảng 20% dân số, trở thành động lực chính cho nhu cầu mua mới và nâng cấp nhà ở.

Nguồn cung thiếu hụt mang tính cơ cấu, tập trung ở phân khúc trung cấp

Bên cạnh các động lực nhu cầu mang tính cơ cấu, thị trường còn đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung nghiêm trọng. Trong giai đoạn 2022-2026, số hộ gia đình mới hình thành bình quân đạt khoảng 144.000 hộ/năm, trong khi các chủ đầu tư chỉ cung cấp khoảng 50.000 căn nhà mới, dẫn đến mức thiếu hụt khoảng 90.000 căn mỗi năm. Phần thiếu hụt này được bù đắp thông qua giao dịch trên thị trường thứ cấp, nhà ở phi chính thức hoặc việc người dân trì hoãn kế hoạch mua nhà. Tuy nhiên, con số tổng thể trên vẫn chưa phản ánh đầy đủ mức độ mất cân đối, do tình trạng thiếu hụt gần như tập trung hoàn toàn ở phân khúc trung cấp và thực tế còn gia tăng thay vì thu hẹp trong quá trình nguồn cung chung phục hồi.

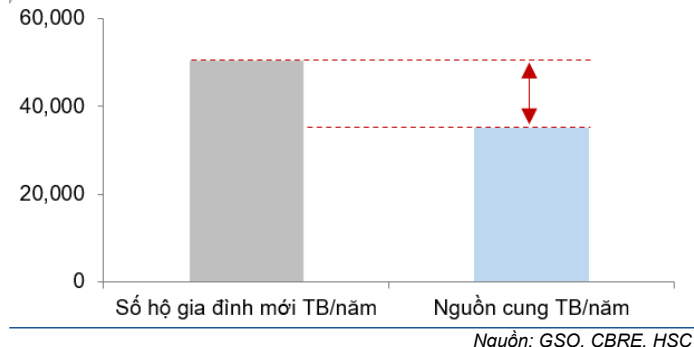
Biểu đồ 56: Ước tính chênh lệch cung – cầu trung bình hàng năm giai đoạn 2022–2026 tại Việt Nam

Tình trạng thiếu hụt nguồn cung mang tính cơ cấu tiếp tục là động lực chính của nhu cầu



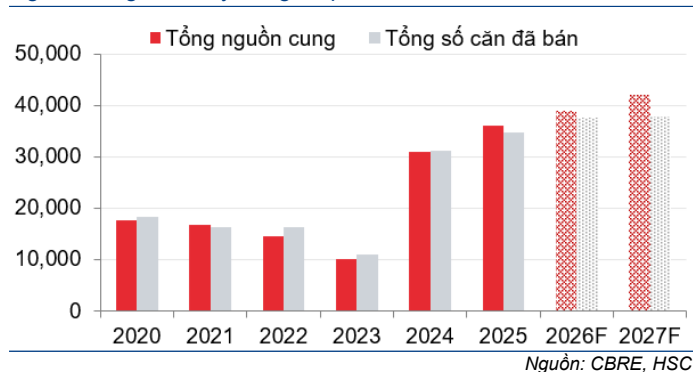
Biểu đồ 57: Ước tính chênh lệch cung – cầu trung bình hàng năm giai đoạn 2022–2026 tại TP.HCM và Hà Nội

Nguồn cung đang được cải thiện, nhưng tình trạng thiếu hụt nhà ở vẫn đáng kể.



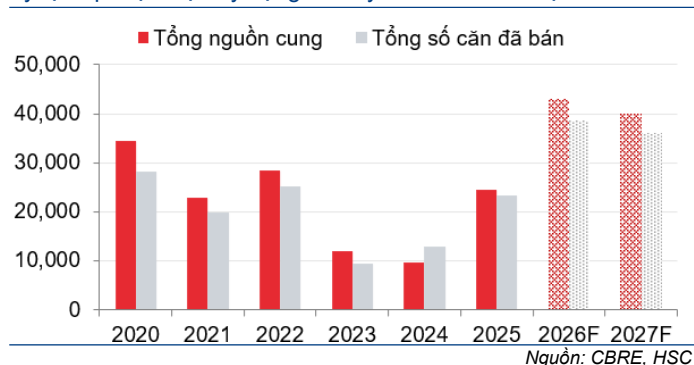
Biểu đồ 58: Tổng nguồn cung và số căn hộ bán ra tại HN

Nguồn cung được kỳ vọng sẽ phục hồi.



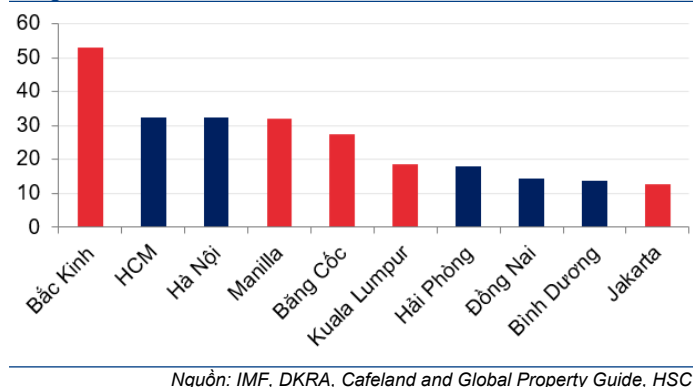
Biểu đồ 59: Tổng nguồn cung và số căn hộ bán ra tại TP.HCM

Tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức tích cực



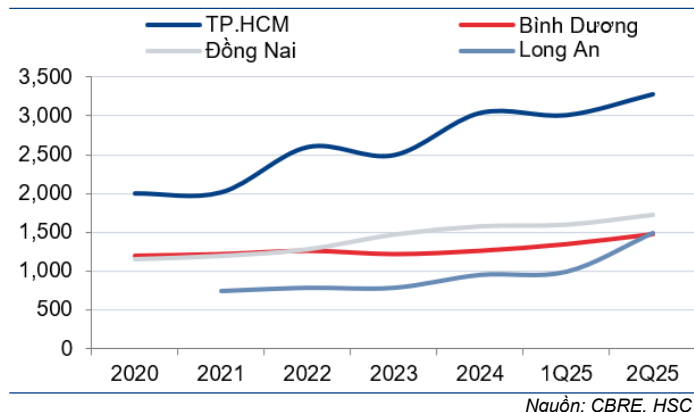
Biểu đồ 60: Tỷ lệ khả năng chi trả (Giá trị căn hộ/thu nhập hàng năm)

Nhà ở tại các đô thị vệ tinh vẫn có mức giá phải chăng hơn đáng kể.



Biểu đồ 61: Giá sơ cấp căn hộ trung bình, USD/m²

Giá nhà thấp hơn hỗ trợ khả năng chi trả tại các đô thị vệ tinh.



Khả năng chi trả và hạ tầng thúc đẩy nhu cầu dịch chuyển sang các đô thị vệ tinh

Khả năng chi trả hạn chế nghiêm trọng tại các đô thị trung tâm đang đẩy nhanh xu hướng dịch chuyển mang tính cơ cấu sang các tỉnh lân cận. Nếu đo lường khả năng chi trả bằng giá một căn hộ tiêu chuẩn rộng 65 m² chia cho thu nhập hàng năm của hộ gia đình (giả định mỗi hộ có 2 người tạo thu nhập dựa trên dữ liệu GDP bình quân đầu người của IMF và dữ liệu giá từ DKRA, Cafeland cùng Global Property Guide), hệ số này tại TP.HCM và Hà Nội hiện vượt 30 lần. Mức này khiến 2 thành phố nằm trong nhóm thị trường có khả năng chi trả thấp nhất khu vực, tương đương Manila.

Trong khi đó, hệ số tại các thị trường vệ tinh như Bình Dương và Đồng Nai chỉ ở mức 13-15 lần, phù hợp hơn đáng kể với khả năng tài chính của người mua.

Quan trọng hơn, chênh lệch giữa hệ số trên 30 lần tại khu vực trung tâm và 13-15 lần tại các tỉnh lân cận cho thấy xu hướng dịch chuyển nơi ở mang tính căn bản, thay vì chỉ là chênh lệch giá tạm thời. Hạ tầng ngày càng hoàn thiện đang giúp xu hướng dịch chuyển này trở nên khả thi hơn đối với người mua nhà. Theo đó, họ ngày càng ưu tiên vị trí gần các tuyến giao thông công cộng và đường vành đai lớn thay vì chấp nhận trả mức giá cao để sống tại khu vực trung tâm truyền thống. Những dự án hạ tầng trọng điểm như Vành đai 3, Cảng hàng không Quốc tế Long Thành và mạng lưới cao tốc khu vực đang mở rộng phạm vi đô thị và thị trường nhà ở trên thực tế ra xa ngoài ranh giới truyền thống của TP.HCM.

Tác động: Sản phẩm chứ không phải quỹ đất mới là yếu tố quyết định doanh nghiệp thành công

Do đó, triển vọng nhu cầu trung hạn không còn phụ thuộc nhiều vào chu kỳ thị trường mà chủ yếu nằm ở khả năng hình thành nguồn cung phù hợp. Điều này đang làm thay đổi căn bản lợi thế cạnh tranh trong toàn ngành. Trong phần lớn chu kỳ trước, khả năng tiếp cận quỹ đất là điểm nghẽn chính, qua đó mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp tích cực tích lũy đất. Tuy nhiên, trong chu kỳ hiện nay, quỹ đất khan hiếm không còn là yếu tố tạo nên khác biệt; điều quan trọng là khả năng phát triển sản phẩm thực sự có thể triển khai và tiêu thụ. Khoảng 90% nguồn cung mới tại TP.HCM hiện tập trung vào nhóm 10-20% khách hàng có khả năng chi trả cao nhất. Vì vậy, cơ hội tạo ra sản lượng bán hàng lớn nhất nằm ở phân khúc giá mà phần lớn các chủ đầu tư niêm yết chưa có sản phẩm phù hợp.

HSC lưu ý 3 yếu tố sau:

- **Phát triển sản phẩm phù hợp với nhu cầu ở thực:** Chủ đầu tư cần có khả năng thiết kế và kiểm soát chi phí để đưa sản phẩm ra thị trường ở mức giá mà người mua dễ ở có thể đáp ứng khi lãi suất vay mua nhà thả nổi ở mức 11-15%. Thay vì mặc định phát triển sản phẩm cao cấp chỉ để duy trì lợi nhuận gộp trên mỗi căn, doanh nghiệp cần ưu tiên khả năng chi trả thực tế của người mua.
- **Kiến tạo nơi ở để thu hút cư dân:** Tại các thị trường vệ tinh, dự án không có sẵn cộng đồng cư dân mà phải chủ động hình thành cộng đồng này. Điều đó đòi hỏi năng lực triển khai đã được chứng minh. Vì vậy, việc liên doanh với các chủ đầu tư quốc tế giàu kinh nghiệm mang lại giá trị thực sự trong quá trình phát triển và vận hành dự án, thay vì chỉ có ý nghĩa về mặt hình ảnh.
- **Phân kỳ phù hợp với tốc độ hấp thụ:** Việc đưa quá nhiều sản phẩm ra thị trường ngay từ đầu trong môi trường lãi suất 11-15% có thể biến quỹ đất thành gánh nặng lớn đối với vốn lưu động. Khả năng phân chia các giai đoạn mở bán phù hợp với sức mua thực tế của người mua để ở là phép thử quan trọng, cho thấy chủ đầu tư đang phát triển dự án dựa trên nhu cầu thực hay chỉ kỳ vọng vào giá đất tăng.

Nhìn chung, nếu thiếu 3 năng lực triển khai trên, quỹ đất chưa được thương mại hóa sẽ khó chuyển hóa thành lợi nhuận trong khoảng thời gian có ý nghĩa đối với định giá cổ phiếu. Đây là tiêu chí phân tích quan trọng mà HSC áp dụng để đánh giá GEL trong phần dưới đây.

3. Danh mục BĐS nhà ở của GEL tại Hải Phòng và Đồng Nai

Các dự án của GEL nằm tại 2 địa phương hội tụ những động lực tăng trưởng nêu trên, gồm dòng người nhập cư gắn với cơ hội việc làm, khả năng kết nối ngày càng cải thiện và mức giá nhà còn nhiều dư địa tăng so với các đô thị trung tâm. Cả 2 dự án đều được phát triển cùng Frasers Property.

Bảng 62: Ma trận so sánh khu vực: Hải Phòng và Đồng Nai

	Hải Phòng	Đồng Nai
Vị thế / 2025A GRDP	3 cực kinh tế lớn thứ 3; sáp nhập với Hải Dương (Nghị quyết 60-NQ/TW, 1/7/2025) - GRDP: 734 nghìn tỷ đồng (+11,8% svck)	- Lực kinh tế lớn thứ 4; thành phố trực thuộc Trung ương thứ 7 (Nghị quyết 30/2026/QH16, 30/4) - GRDP: 678 nghìn tỷ đồng (+9,6% svck)
Động lực nhu cầu	Logistics cảng biển & sản xuất FDI; dòng chuyên gia nước ngoài và nhân sự văn phòng tiếp tục tăng (LG Display, Bridgestone, Pegatron)	Kinh tế sân bay Long Thành & hiệu ứng dịch chuyển giá từ TP.HCM; cán bộ công chức, doanh nghiệp chuyển địa điểm và lao động có tay nghề
Nguồn cung / hấp thụ	- Nhà ở xã hội 1H26: 1.383 căn (mục tiêu 2026F >7.000 căn) - Đầu giá đất: 753 lô (+250% svck) - Căn hộ: tỷ lệ lấp đầy 80–90%; tỷ suất cho thuê 4,5–6,0%	- Nguồn cung 2025A: 10.080 căn (+252% svck) - Giao dịch 2025A: 4.674 căn (+631% svck; 68,2% thấp tầng) - Mục tiêu nhà ở xã hội: >8.000 căn năm 2026; 65.000 căn đến 2030
Giá bán bình quân, T6/26	- Thấp tầng: bình quân 95 triệu đồng/m² (55–119 triệu đồng/m², không bao gồm dự án flagship; đỉnh 163 triệu đồng/m² tại Royal Island) - Cao tầng: bình quân 41 triệu đồng/m²	- Thấp tầng: bình quân 40 triệu đồng/m² (11–18 triệu đồng/m² tại Ngân Long đến 75–94 triệu đồng/m² tại Izumi City) - Cao tầng: bình quân 36 triệu đồng/m²
Khả năng chi trả	Nguồn phí bảo hiểm gắn liền với việc làm và được đảm bảo bằng thu nhập, thay vì dựa vào đòn bẩy tài chính	~13-15 lần thu nhập hàng năm của hộ gia đình (so với >30 lần ở khu vực trung tâm TP.HCM)
Tài sản của GEL	ANMaison: dự án thấp tầng 13,6 ha tại trung tâm, số 226 Lê Lai, phường Ngô Quyền (liên doanh với Frasers Property)	Landora & CityNest: 113 ha, cách Cảng hàng không quốc tế Long Thành 5–7 km (liên doanh với Frasers Property)
Định vị	Dự án thấp tầng cao cấp tại trung tâm, hướng tới nhóm người mua có nhu cầu thực và thu nhập ổn định, không mang tính đầu cơ	Tập trung vào người mua để ở; triển khai 6–7 giai đoạn, bám sát khả năng hấp thụ thực tế của thị trường thay vì đưa nguồn cung ra thị trường ồ ạt

Nguồn: HSC

Hải Phòng: Phát triển thành trung tâm kinh tế lớn thứ ba Việt Nam

Sau khi sáp nhập với Hải Dương theo Nghị quyết 60-NQ/TW (có hiệu lực từ ngày 1/7/2025), Hải Phòng trở thành trung tâm kinh tế lớn thứ ba Việt Nam xét theo quy mô GRDP, chỉ sau Hà Nội và TP.HCM. GRDP năm 2025 của Thành phố đạt 734 nghìn tỷ đồng, tăng 11,8% so với cùng kỳ. Việc sáp nhập này đã giúp kết hợp mạng lưới sản xuất và công nghiệp của Hải Dương (gồm VSIP, Nam Sách và Phúc Điền) với thế mạnh cảng biển–logistics và đô thị ven biển của Hải Phòng. Thành phố còn sở hữu Khu kinh tế Đình Vũ–Cát Hải cùng nền tảng sản xuất FDI quy mô lớn với sự hiện diện của các tập đoàn hàng đầu như LG Display, Bridgestone và Pegatron.

Theo Hiệp hội BĐS Hải Phòng, thị trường BĐS nhà ở tại Thành phố vẫn sôi động trong Q1/2026 (xu hướng này đã xuất hiện từ báo cáo Q3/2025 của JLL), trong đó tỷ lệ hấp thụ được ghi nhận cải thiện (Bảng 62). Tuy nhiên, thị trường rõ ràng đã chuyển sang một giai đoạn mới, từ tăng trưởng trên diện rộng sang chu kỳ có tính chọn lọc và phân hóa rõ rệt về thanh khoản.

Nguồn cung

Nhà ở xã hội là phân khúc nổi bật nhất khi Thành phố bàn giao 1.383 căn trong nửa đầu năm 2026 và đang đi đúng tiến độ để hoàn thành mục tiêu hơn 7.000 căn trong cả năm. Đầu giá đất cũng trở thành phân khúc sôi động nhất với số lượng lô đất tăng mạnh 250% so với cùng kỳ đạt 753 lô trên toàn Thành phố, tương đương tổng diện tích 82.400 m².

Nhu cầu

Ở chiều ngược lại, lượng giao dịch đất ở giảm mạnh, trong khi mặt bằng giá nhìn chung đi ngang và mức điều chỉnh chủ yếu tập trung tại các khu vực xa trung tâm.

Giá bán

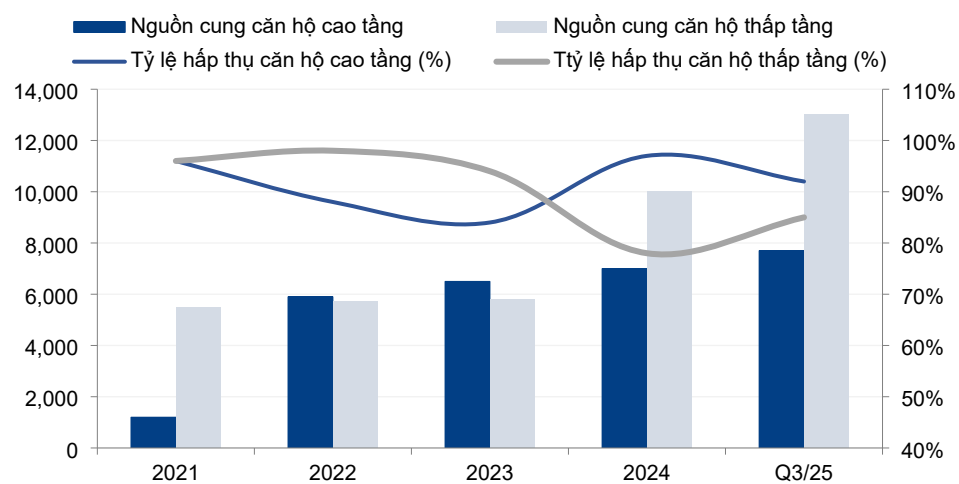
Phân khúc căn hộ thương mại sơ cấp ghi nhận diễn biến tích cực hơn, với tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức 80-90% và lợi suất cho thuê đạt 4,5-6%/năm. Tại một số dự án, căn studio và căn hộ 1 phòng ngủ mang lại lợi suất cho thuê cao hơn, ở mức 5,5-6%/năm.

Mặt bằng giá bán tại các phân khúc BĐS nhà ở ở Hải Phòng tính đến tháng 6/2026 như sau (Biểu đồ 63-65):

- **BDS thấp tầng:** Giá bán bình quân đạt 95 triệu đồng/m², chủ yếu được kéo lên nhờ các dự án cao cấp tiêu biểu. Trong đó, giá tại Vinhomes Royal Island đạt mức cao nhất là 163 triệu đồng/m², cao hơn đáng kể so với phần lớn dự án khác, vốn chủ yếu dao động trong khoảng 55-119 triệu đồng/m².
- **BDS cao tầng:** Giá bán bình quân đạt 41 triệu đồng/m². Các dự án cao cấp như Golden Crown (với mức giá 45-75 triệu đồng/m²) góp phần nâng mặt bằng giá ở phân khúc này.

Biểu đồ 63: Đặc điểm thị trường nhà ở Hải Phòng

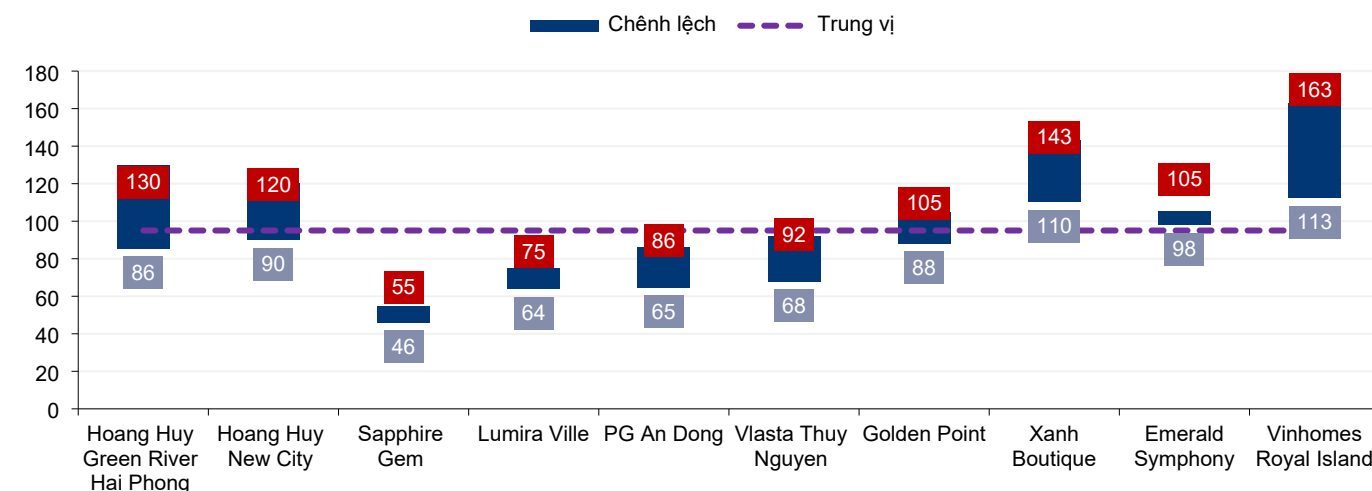
Căn hộ cao tầng đang dẫn dắt thanh khoản thị trường với tỷ lệ hấp thụ ngày càng tăng



Nguồn: JLL, HSC

Biểu đồ 64: Giá bán căn hộ thấp tầng tại Hải Phòng (triệu đồng/m²)

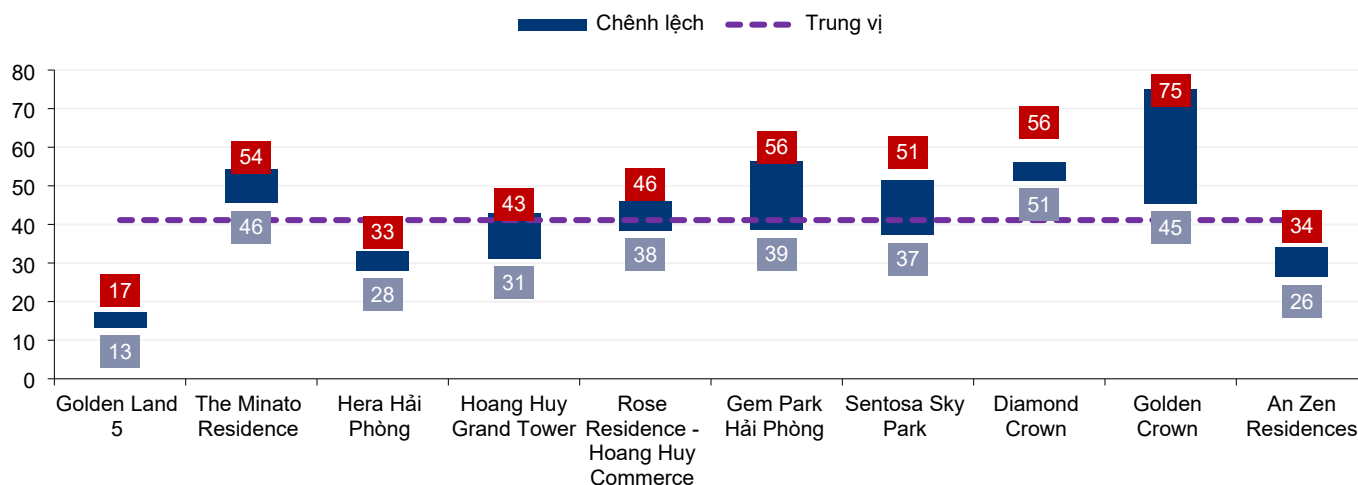
Giá bán căn hộ thấp tầng bình quân ở mức cao 95 triệu đồng/m², chủ yếu được thúc đẩy bởi các dự án cao cấp flagship như Vinhomes Royal Island



Nguồn: Cafeland, HSC

Biểu đồ 65: Giá bán căn hộ cao tầng tại Hải Phòng (triệu đồng/m²)

Giá căn hộ sơ cấp bình quân 41 triệu đồng/m², với các dự án cao cấp như Golden Crown đẩy mạnh giá lên cao hơn



Nguồn: Cafeland, HSC

Đáng chú ý, HSC nhận thấy chu kỳ mới được hỗ trợ nhờ một động lực khác biệt. Nền kinh tế cảng biển-logistics phát triển mạnh cùng dòng vốn FDI bền vững vào lĩnh vực sản xuất tại Hải Phòng đang thu hút ngày càng nhiều chuyên gia nước ngoài và lao động trí thức từ các tập đoàn lớn như LG Display, Bridgestone và Pegatron. Nhóm khách hàng này có nhu cầu khác biệt về bản chất so với người mua BĐS để đầu cơ và sẵn sàng trả mức giá cao hơn cho những sản phẩm nhà ở có chất lượng tốt, nằm tại khu vực trung tâm.

GEL có vị thế thuận lợi để trực tiếp nắm bắt nhu cầu này thông qua ANMaison, dự án khu đô thị tích hợp rộng 13,6 ha tại số 226 Lê Lai, phường Ngô Quyền, trung tâm Hải Phòng. Dự án được phát triển cùng Frasers Property, thương hiệu có uy tín trong phân khúc nhà ở cao cấp. Tọa lạc tại một trong những vị trí đắc địa của Thành phố và kết nối trực tiếp với công viên ven sông, ANMaison có vị thế tốt để hưởng lợi từ tốc độ đô thị hóa ngày càng tăng và nhu cầu nhà ở cao cấp của nhóm lao động trí thức tại Hải Phòng. Điều này phù hợp với quan điểm của HSC rằng chiến lược mở rộng sang BĐS nhà ở sẽ tạo thêm động lực lợi nhuận có khả năng tăng trưởng về quy mô, bên cạnh mảng hạ tầng của GEL.

Đồng Nai: Thành phố trực thuộc Trung ương mới nhất của Việt Nam

Đồng Nai đã chính thức trở thành trung tâm kinh tế lớn thứ tư Việt Nam xét theo quy mô GRDP, chỉ sau TP.HCM, Hà Nội và Hải Phòng. GRDP năm 2025 đạt 678 nghìn tỷ đồng, tăng 9,6% so với cùng kỳ. Kể từ ngày 30/4, Đồng Nai cũng trở thành thành phố trực thuộc Trung ương thứ 7 của Việt Nam theo Nghị quyết 30/2026/QH16. Đây chỉ là sự thay đổi về cấp hành chính, không đi kèm sáp nhập, nên Thành phố vẫn giữ nguyên toàn bộ diện tích 12.737 km² của tỉnh trước đây và trở thành thành phố có diện tích lớn nhất cả nước. Sau khi được nâng cấp, chính quyền Thành phố đặt mục tiêu tăng trưởng GRDP đạt 10% trong năm 2026 và 12% trong dài hạn.

Nguồn cung

Nguồn cung sơ cấp tại Đồng Nai đạt 10.080 sản phẩm trong năm 2025, tăng 252% so với cùng kỳ, trong đó BĐS thấp tầng chiếm 62,2%. Nguồn cung tăng mạnh nhờ 3 yếu tố: (1) mặt bằng lãi suất thấp; (2) giá căn hộ tại TP.HCM tăng 30%; và (3) khả năng kết nối hạ tầng được cải thiện đáng kể (Biểu đồ 66).

Nhu cầu

Nhu cầu cũng tăng tương ứng khi số lượng sản phẩm giao dịch đạt 4.674 căn (tăng 630,6% so với 640 căn trong năm 2024). BĐS thấp tầng chiếm 68,2% tổng lượng giao dịch, tiếp theo là BĐS cao tầng với 21,9% và đất nền với 9,9%.

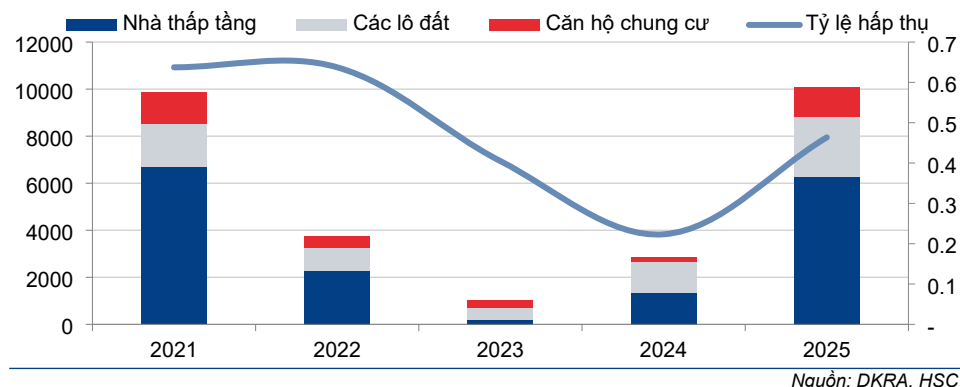
Giá bán

Mặt bằng giá bán tại các phân khúc BĐS nhà ở ở Đồng Nai tính đến tháng 6/2026 như sau:

- **BĐS thấp tầng:** Giá bán bình quân đạt 40 triệu đồng/m², dao động từ 11-18 triệu đồng/m² tại Khu dân cư Ngân Long đến 75-94 triệu đồng/m² tại các khu đô thị biệt thự cao cấp như Izumi City (Biểu đồ 67).
- **BĐS cao tầng:** Giá bán bình quân đạt 36 triệu đồng/m², trong đó phần lớn dự án thương mại có giá dao động trong khoảng tương đối hẹp từ 30-45 triệu đồng/m² (Biểu đồ 68).

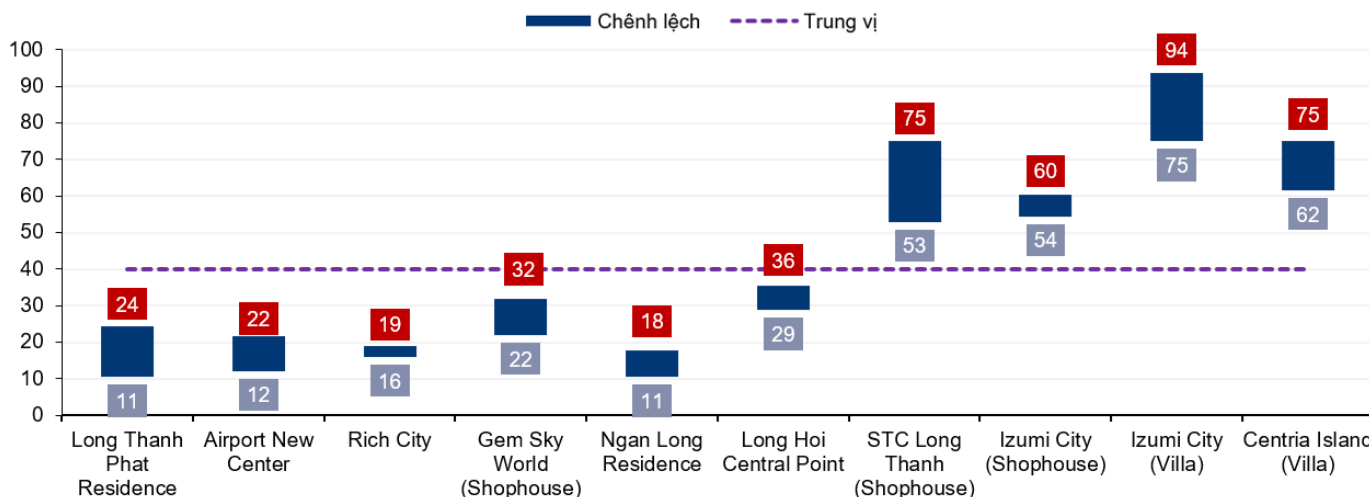
Biểu đồ 66: Đặc điểm thị trường nhà ở Đồng Nai

Phân khúc thấp tầng chiếm ưu thế trong bối cảnh thị trường Đồng Nai phục hồi



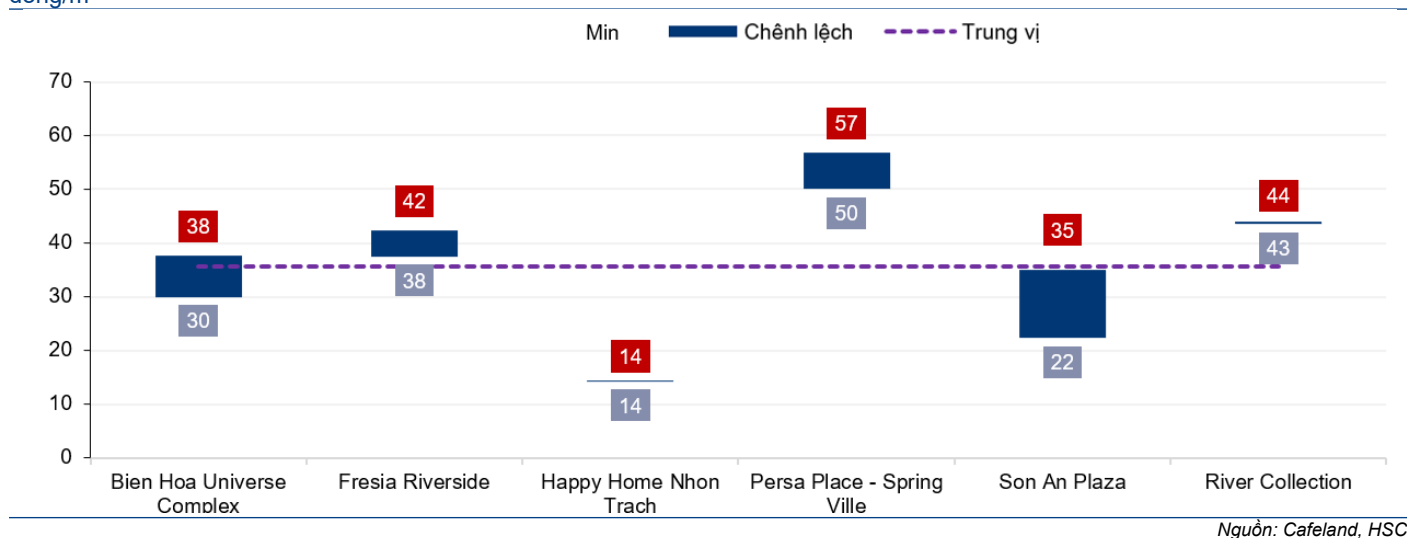
Biểu đồ 67: Giá bán căn hộ thấp tầng tại Đồng Nai (triệu đồng/m²)

Giá bán căn hộ thấp tầng bình quân 40 triệu đồng/m², phân hóa mạnh do các khu đô thị biệt thự cao cấp như Izumi City, với mức giá cao nhất lên tới 94 triệu đồng/m²



Biểu đồ 68: Giá bán căn hộ cao tầng tại Đồng Nai (triệu đồng/m²)

Giá bán căn hộ cao tầng bình quân 36 triệu đồng/m², với phần lớn các dự án thương mại tập trung trong khoảng 30–45 triệu đồng/m²



Trong bối cảnh đó, dự án 113 ha của GEL tại cửa ngõ phía Tây Bắc Đồng Nai, chỉ cách Cảng hàng không Quốc tế Long Thành trong tương lai khoảng 5-7 km, được phát triển dựa trên động lực nhu cầu hoàn toàn khác với các đại dự án trong khu vực. Thay vì tập trung bán hàng cho mục đích đầu cơ, GEL và đối tác liên doanh Frasers Property xác định rõ nhóm khách hàng mục tiêu là người mua có nhu cầu ở thực. Dự án sẽ được chia thành 6-7 giai đoạn phát triển nhằm bảo đảm nguồn cung phù hợp với tốc độ hấp thụ thực tế của thị trường. Bên cạnh đó, uy tín và thành tích triển khai các dự án nhà ở chất lượng cao của Frasers Property cũng giúp nâng cao đáng kể mức độ tin cậy về mặt thương mại của dự án.

Bảng 69: Kết nối từ TP.HCM đến Đồng Nai

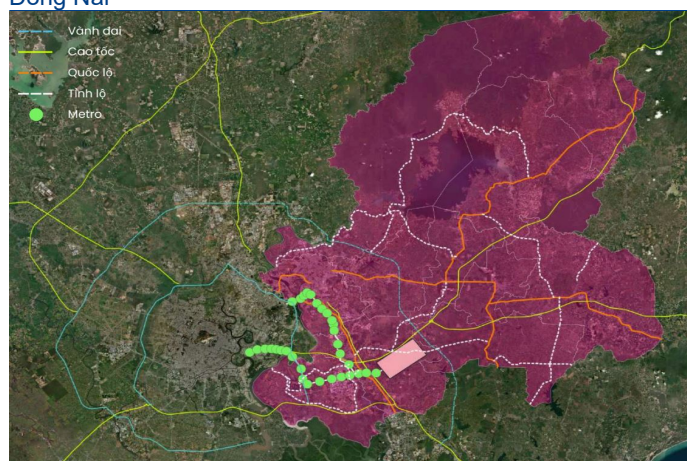
Kết nối được cải thiện củng cố sự liên kết giữa TP.HCM và Đồng Nai



Nguồn: Biggee, HSC

Bảng 70: Kết nối từ TP.HCM đến Đồng Nai

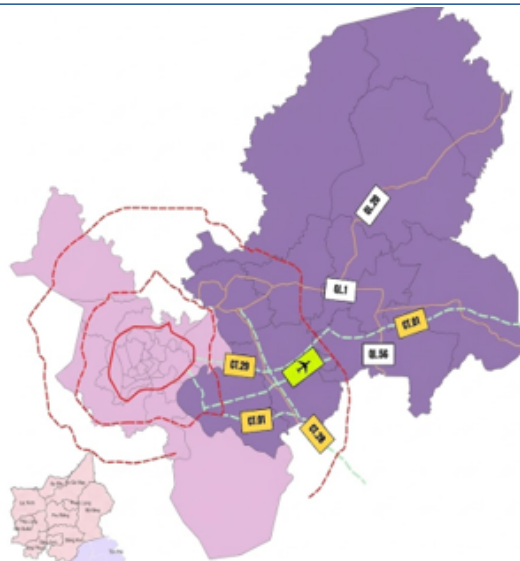
Kết nối được cải thiện củng cố sự liên kết giữa TP.HCM và Đồng Nai



Nguồn: Biggee, HSC

Bảng 71: Kết nối từ TP.HCM đến Đồng Nai

Kết nối được cải thiện củng cố sự liên kết giữa TP.HCM và Đồng Nai



Nguồn: Biggee, HSC

Ngoài ra, dự án nằm ngay cạnh Quốc lộ 51 và đường Lê Duẩn, đồng thời kết nối thuận tiện với Cao tốc Biên Hòa–Vũng Tàu đã đi vào hoạt động cùng các tuyến Vành đai 3 và 4 TP.HCM đang được xây dựng, dự kiến hoàn tất toàn bộ vào giữa năm 2026. Nhờ đó, dự án có khả năng kết nối thuận lợi với sân bay, TP.HCM và cụm cảng nước sâu Cái Mép–Thị Vải.

Ở cấp địa phương, Bình An đang nổi lên như một trung tâm BĐS nhà ở chiến lược, dự kiến thu hút lượng lớn cán bộ, công chức, doanh nghiệp chuyển đến hoạt động và lao động có tay nghề nhờ quá trình chuyển đổi kinh tế gắn với sân bay. Những nhóm này đều có nhu cầu nhà ở gần nơi làm việc.

Nhìn chung, dự án 113 ha tại Đồng Nai của GEL là một chiến lược có lợi thế dài hạn rõ rệt thay vì chỉ là một khoản đầu tư đất mang tính cơ hội. Dự án kết hợp năng lực triển khai đã được khẳng định của Frasers Property với nhu cầu nhà ở thực tế phát sinh từ lực lượng lao động làm tại khu vực cửa ngõ sân bay. Qua đó, BĐS nhà ở tiếp tục cho thấy khả năng mở rộng về quy mô và trở thành mảng bổ trợ quan trọng cho nền tảng hạ tầng cốt lõi của GEL.

3. BĐS KCN: Xu hướng dịch chuyển FDI mang tính cơ cấu vẫn tiếp tục diễn ra

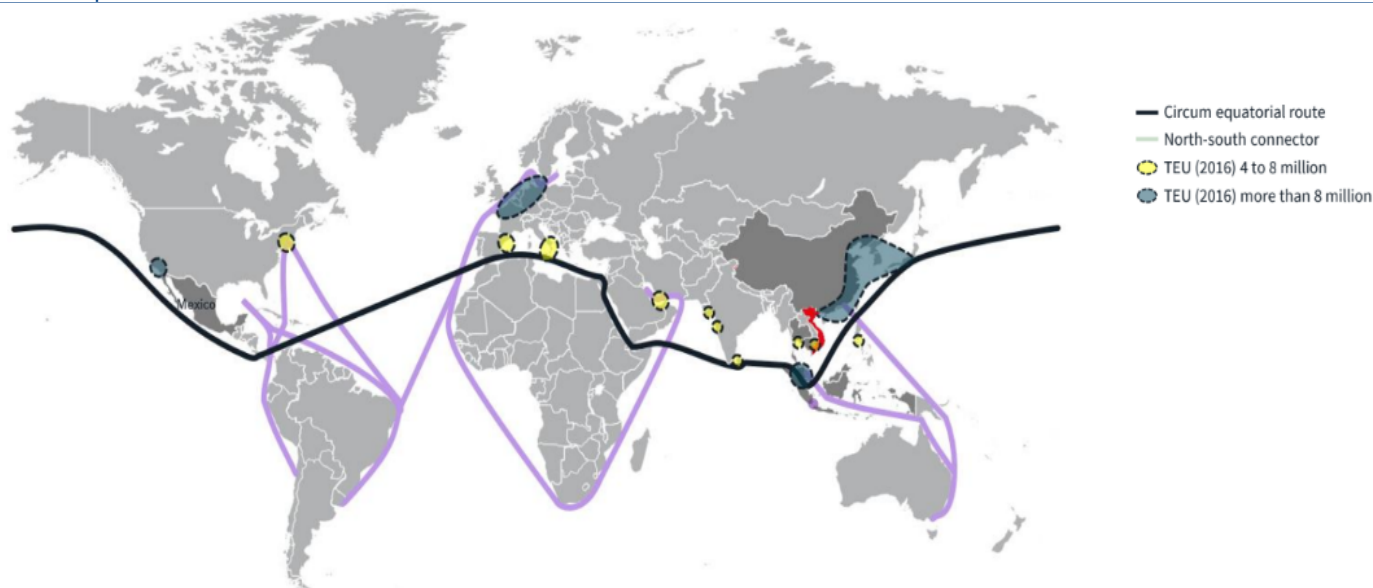
Dòng vốn FDI bền vững thúc đẩy nhu cầu KCN

Sức hấp dẫn của Việt Nam đối với các doanh nghiệp sản xuất nước ngoài trước hết đến từ một lợi thế mà các quốc gia cạnh tranh không thể tạo ra chỉ bằng chính sách: vị trí địa lý. Việt Nam nằm ở trung tâm Đông Nam Á, trên các tuyến thương mại hàng hải và gần Trung Quốc, đồng thời sở hữu các cụm cảng phục vụ cả hành lang sản xuất phía Bắc và phía Nam (Biểu đồ 72).

Theo JLL, trong phạm vi các thị trường mà JLL theo dõi, tỷ trọng FDI vào lĩnh vực sản xuất của Trung Quốc giảm mạnh từ 57,1% trong năm 2014 xuống 21,7% trong năm 2024. Ngược lại, tỷ trọng của Việt Nam gần như tăng gấp đôi, từ 9,7% lên 18,1%, đưa Việt Nam trở thành điểm đến lớn thứ hai trong khu vực, chỉ sau Indonesia với 22,8% so với 8,7% trước đây, đồng thời vượt Ấn Độ và Thái Lan, cùng đạt 13,4% so với lần lượt 12,2% và 3,2% trước đây (Biểu đồ 73). Sự phân bổ lại này cho thấy dòng vốn đang dịch chuyển mang tính cơ cấu sang các thị trường mới nổi, trong đó Việt Nam là một trong những quốc gia hưởng lợi lớn nhất. Là quốc gia ASEAN duy nhất có chung biên giới đường bộ với Trung Quốc, Việt Nam là điểm đến thuận lợi nhất cho chiến lược đa dạng hóa chuỗi cung ứng. Các nhà sản xuất có thể dịch chuyển từng phần sang Việt Nam mà không phải cắt đứt quan hệ với những nhà cung cấp hiện hữu tại Trung Quốc đại lục.

Bảng 72: Vị trí chiến lược của Việt Nam trên các tuyến thương mại hàng hải lớn và các cụm cảng

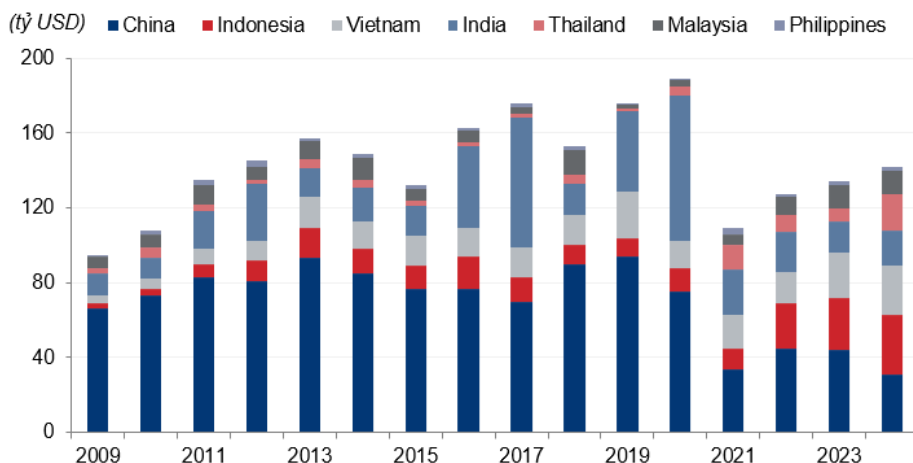
Vị trí trung tâm của Việt Nam tại Đông Nam Á tạo điều kiện thuận lợi để tận dụng đà tăng trưởng năng động của khu vực, thúc đẩy kinh tế và phát triển



Nguồn: JLL, HSC

Biểu đồ 73: Dòng vốn FDI của Trung Quốc và các nước Đông Nam Á

Dòng vốn FDI vào Trung Quốc giảm mạnh, trong khi các nước Đông Nam Á ghi nhận tăng trưởng đáng kể, phản ánh xu hướng dịch chuyển đầu tư sản xuất sang các thị trường mới nổi

Dòng vốn FDI của Trung Quốc và các nước Đông Nam Á**% tổng vốn FDI**

	2014	2024
Trung Quốc	57.1%	21.7%
Indonesia	8.7%	22.8%
Việt Nam	9.7%	18.1%
Ấn Độ	12.2%	13.4%
Thái Lan	3.2%	13.4%
Malaysia	7.6%	9.0%
Philippines	1.4%	1.6%

Nguồn: JLL Vietnam, HSC

Đà tăng của dòng vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục duy trì trong nửa đầu năm 2026. Tổng vốn đăng ký tăng 32% đạt 34,6 tỷ USD, chủ yếu nhờ vốn đăng ký mới tăng 87% (Biểu đồ 74). Vốn thực hiện đạt 13 tỷ USD, tăng 11,2% và ghi nhận tốc độ tăng nhanh nhất kể từ nửa đầu năm 2022 (Biểu đồ 75). Diễn biến này tiếp tục thúc đẩy nhu cầu thuê đất KCN tại Việt Nam.

Kể từ đầu năm, Việt Nam đã thu hút thành công nhiều doanh nghiệp nước ngoài lớn. Có 11 dự án đăng ký mới đáng chú ý với tổng vốn 17,4 tỷ USD, tập trung vào 4 lĩnh vực:

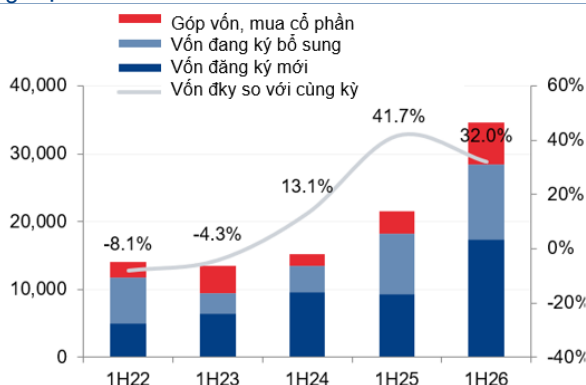
- Bán dẫn & hạ tầng số:** Nhà máy đóng gói bán dẫn của Samsung có vốn đầu tư 4 tỷ USD, cơ sở kiểm thử vi mạch 1,5 tỷ USD, trung tâm dữ liệu AI Tân Phú 2,1 tỷ USD và Evolution DC 500 triệu USD.

- Hạ tầng thương mại:** Cảng trung chuyển Cần Giờ có vốn đầu tư 4,9 tỷ USD.
- BĐS quy mô lớn:** Nhà Bè Metrocity có vốn đầu tư 2,2 tỷ USD và Thủ Thiêm 2a có vốn đầu tư 1,2 tỷ USD.
- Sản xuất & vật liệu:** Dự án vật liệu pin của Posco có vốn đầu tư 0,4 tỷ USD, dự án sản xuất thép Singvin 0,38 tỷ USD, TikTok Shop Việt Nam 0,13 tỷ USD và dự án công nghệ chế biến của Techtronic 0,08 tỷ USD.

Do đó, HSC cho rằng xu hướng FDI vào Việt Nam đang được hỗ trợ nhờ 2 động lực: sự dịch chuyển mang tính cơ cấu và kéo dài nhiều năm của công suất sản xuất ra khỏi Trung Quốc, cùng xu hướng chuyển sang các ngành sản xuất công nghệ cao, thâm dụng vốn. Trong thập kỷ qua, các KCN phía Bắc đã được định vị là trung tâm sản xuất chủ lực trong chiến lược “Trung Quốc+1”. Hiện khu vực này đang thu hút tỷ trọng ngày càng lớn các dự án mới thâm dụng vốn từ những quốc gia lân cận. Xu hướng trên trực tiếp mang lại lợi thế cho các chủ đầu tư có vị trí chiến lược tại miền Bắc như GEL, nhờ thu hút được những khách thuê chất lượng cao, có nhu cầu thuê dài hạn và yêu cầu cơ sở vật chất với tiêu chuẩn cao hơn.

Biểu đồ 74: Vốn FDI đăng ký (triệu USD)

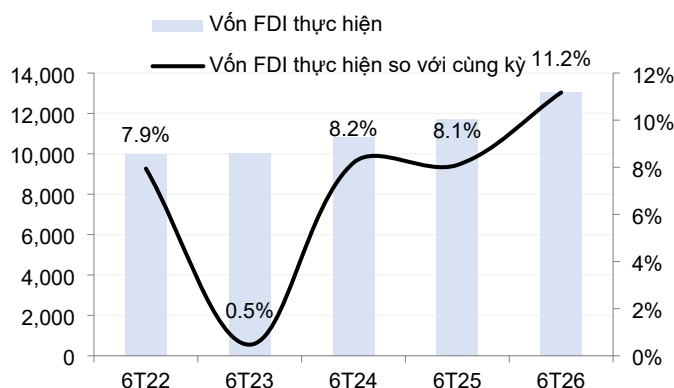
Vốn đăng ký tăng 32% so với cùng kỳ, nhờ vốn đăng ký mới tăng mạnh.



Nguồn: NSO, CEIC, HSC

Biểu đồ 75: Vốn FDI thực hiện (triệu USD)

Vốn FDI thực hiện đạt 13 tỷ USD trong 6T26, tăng 11,2% so với cùng kỳ – mức tăng nhanh nhất kể từ 6T22.



Nguồn: NSO, CEIC, HSC

Các số liệu cũng cho thấy dòng vốn FDI tích cực vẫn tập trung chủ yếu tại miền Bắc. Tính đến 5 tháng đầu năm 2026, Thái Nguyên với 7,6 tỷ USD và Nghệ An với 2,3 tỷ USD dẫn đầu cả nước về vốn đăng ký. Bắc Ninh đạt 1,8 tỷ USD, Hà Nội đạt 1,7 tỷ USD, Ninh Bình đạt 1,1 tỷ USD, Hải Phòng đạt 809 triệu USD và Phú Thọ đạt 642 triệu USD, đều nằm trong nhóm 10 địa phương dẫn đầu.

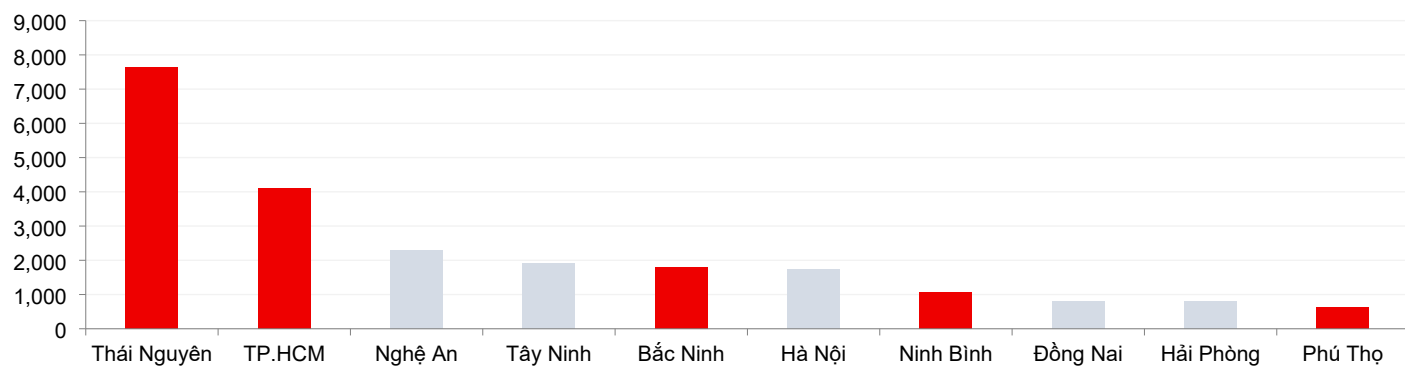
Thông qua VGC, Titan Corporation, Titan Hải Phòng và PXL, GEL sở hữu quỹ đất KCN lớn tại Bắc Ninh, Thái Nguyên, Phú Thọ, Ninh Bình, Hải Phòng, Hưng Yên, Quảng Ninh và Vũng Tàu. Trong số này có 5 địa phương thuộc nhóm 10 tỉnh thành thu hút vốn FDI đăng ký lớn nhất trong 5 tháng đầu năm 2026.

Dòng vốn FDI tăng thêm trực tiếp chuyển hóa thành nhu cầu thuê đất KCN có hạ tầng hoàn chỉnh và thị trường đã hấp thụ nguồn cung này mà không cần giảm giá thuê. Tại miền Bắc, diện tích hấp thụ thuần tăng mạnh đạt 217 ha trong Q2/2026, đưa tổng diện tích tích lũy đầu năm lên hơn 351 ha, mức cao nhất kể từ Q1/2024. Trong khi đó, giá thuê chào bình quân vẫn duy trì vững chắc ở mức 143 USD/m²/chu kỳ thuê, tăng 2,9% so với cùng kỳ (Biểu đồ 76). Tại miền Nam, diện tích hấp thụ trong Q2/2026 đạt 67 ha, còn giá thuê chào đạt mức cao nhất 185 USD/m²/chu kỳ thuê, tăng 3,7% so với cùng kỳ (Biểu đồ 77). Việc cả nhu cầu thuê đất KCN và khả năng tăng giá cùng cải thiện cho thấy diện tích thuê mới được thúc đẩy nhờ nhu cầu sử dụng thực tế thay vì chỉ đến từ hoạt động tích trữ đất để đầu cơ.

Do đó, HSC kỳ vọng tốc độ hấp thụ đất KCN của GEL sẽ duy trì tích cực trong trung hạn, trong khi các chủ đầu tư lâu năm tại miền Bắc tiếp tục nắm giữ lợi thế về khả năng định giá.

Biểu đồ 76: Top 10 tỉnh có vốn FDI đăng ký lớn nhất đến 5 tháng đầu năm 2026 (triệu USD)

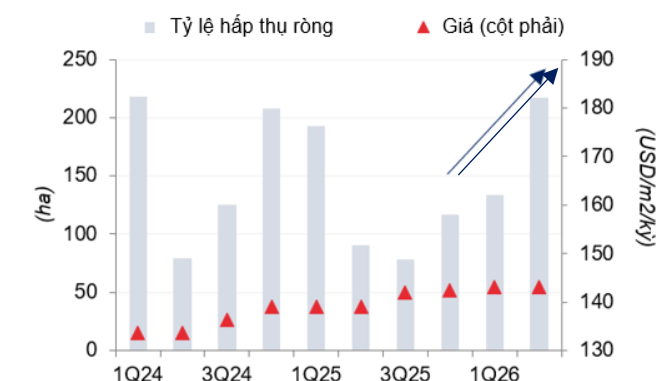
Các hành lang sản xuất công nghiệp phía Bắc chiếm 6/10 vị trí dẫn đầu, cho thấy nhu cầu đất công nghiệp tại khu vực này vẫn duy trì khả năng chống chịu tốt.



Note: Red bar for provinces where GEL's IPs are located
Nguồn: NSO, CEIC, HSC

Biểu đồ 77: Diện tích hấp thụ ròng và giá thuê đất công nghiệp tại miền Bắc

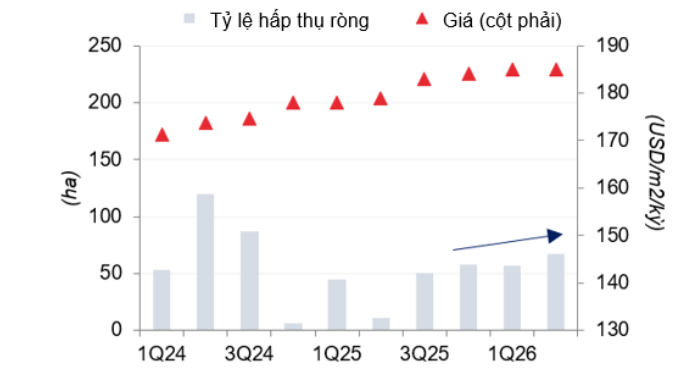
Diện tích hấp thụ ròng tăng vọt lên 217 ha, trong khi giá thuê chào bình quân duy trì ổn định ở mức 143 USD/m²/kỳ thuê.



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 78: Diện tích hấp thụ ròng và giá thuê đất công nghiệp tại miền Nam

Diện tích hấp thụ ròng đạt 67 ha, trong khi giá thuê chào đạt đỉnh 185 USD/m²/kỳ thuê.



Nguồn: CBRE, HSC

Tỷ lệ lấp đầy nhà kho cao tại miền Bắc thúc đẩy tiến độ cho thuê

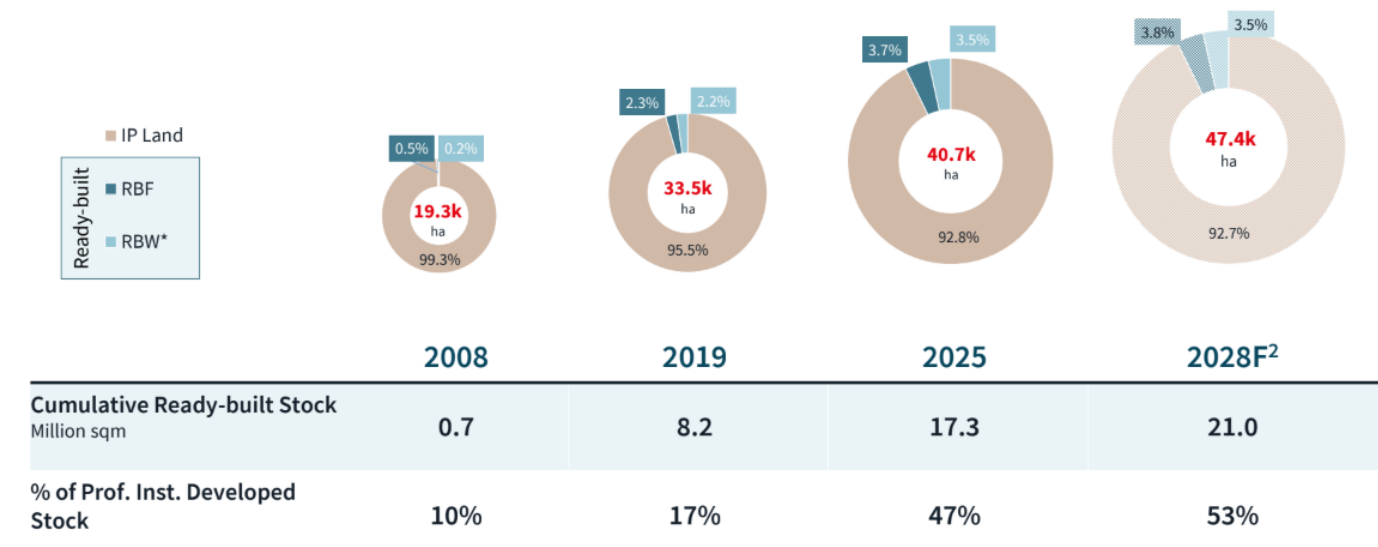
Bên cạnh hoạt động cho thuê đất KCN, BĐS công nghiệp xây sẵn mang lại cho GEL động lực tăng trưởng thứ hai để nắm bắt nhu cầu từ các doanh nghiệp logistics và sản xuất nước ngoài. Thị trường BĐS công nghiệp và logistics tại Việt Nam đang nhanh chóng phát triển theo hướng chuyên nghiệp hóa, trong đó các cơ sở xây sẵn chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong tổng nguồn cung BĐS công nghiệp. Theo JLL, tổng nguồn cung BĐS công nghiệp xây sẵn dự kiến đạt 21 triệu m² vào năm 2028, trong khi tỷ trọng nguồn cung do các nhà phát triển chuyên nghiệp cung cấp sẽ tăng lên 53% (Biểu đồ 78).

Tại các trung tâm công nghiệp chủ chốt ở miền Bắc, nhà xưởng xây sẵn và nhà kho xây sẵn duy trì tỷ lệ lấp đầy cao, dao động từ 80-100% tại các tỉnh trọng điểm (Biểu đồ 79-80). Nhu cầu tích cực này trực tiếp mang lại lợi ích cho Titan Corp., doanh nghiệp đang triển khai 5 cơ sở BĐS công nghiệp tại các vị trí đặc địa, gồm Yên Phong 2C, Yên Phong mở rộng và Thuận Thành tại Bắc Ninh; Yên Mỹ tại Hưng Yên; và Đông Mai tại Quảng Ninh. HSC cho rằng các cơ sở của Titan Corporation hướng đến 2 nhóm khách hàng chính:

- **Các doanh nghiệp muốn tham gia hệ sinh thái chuỗi cung ứng hiện hữu** trong các KCN của VGC và qua đó tận dụng mạng lưới doanh nghiệp sẵn có để tạo lợi thế cộng hưởng. HSC lưu ý rằng cả 5 nhà kho đang hoạt động đều nằm trong các KCN của VGC.
- **Các doanh nghiệp muốn thử nghiệm hoạt động** tại Việt Nam trước khi cam kết đầu tư và mở rộng với quy mô lớn hơn.

Bảng 79: Thị trường bất động sản công nghiệp và logistics Việt Nam

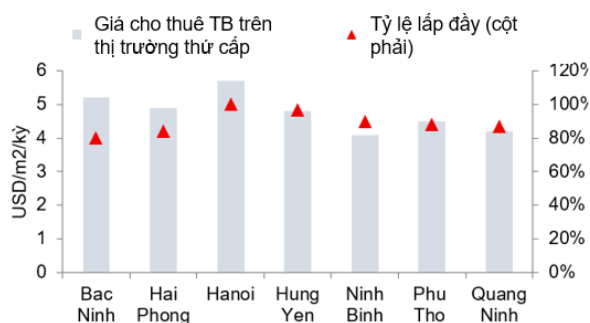
Thị trường bất động sản công nghiệp và logistics Việt Nam đang trong quá trình thể chế hóa nhanh chóng.



Nguồn: JLL, HSC

Biểu đồ 80: Hiệu suất RBF tại miền Bắc trong Q1/26

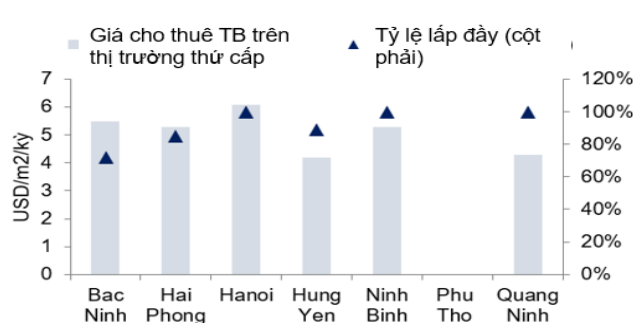
Bắc Ninh, Hưng Yên và Quảng Ninh đều duy trì tỷ lệ lấp đầy RBF ở mức gần hoặc trên 100%.



Nguồn: Cushman & Wakefield, HSC

Biểu đồ 81: Hiệu suất RBW tại miền Bắc trong Q1/26

Bắc Ninh, Hưng Yên và Quảng Ninh đều duy trì tỷ lệ lấp đầy RBW bình quân trong khoảng từ giữa 80% đến cao 90%.



Lưu ý: Không có dữ liệu RBW được ghi nhận đối với Phú Thọ.
 Nguồn: Cushman & Wakefield, HSC

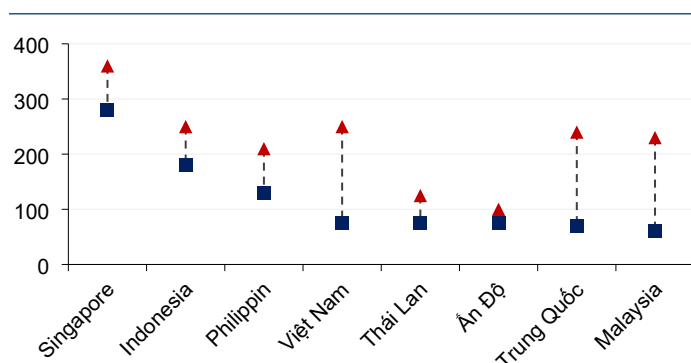
Lợi thế cạnh tranh của Việt Nam

Triển vọng thu hút đầu tư trung và dài hạn của Việt Nam tiếp tục được củng cố nhờ lợi thế rõ rệt về chi phí của các yếu tố đầu vào sản xuất chủ chốt.

Mặc dù giá đất công nghiệp tại các trung tâm chính đã tăng nhưng giá thuê đất cơ bản tại Việt Nam (khoảng 75-80 USD/m²) và chi phí xây dựng (khoảng 400-500 USD/m² tổng diện tích sàn) vẫn rất cạnh tranh so với các đối thủ chính trong khu vực như Trung Quốc, Indonesia và Malaysia (Biểu đồ 82-83).

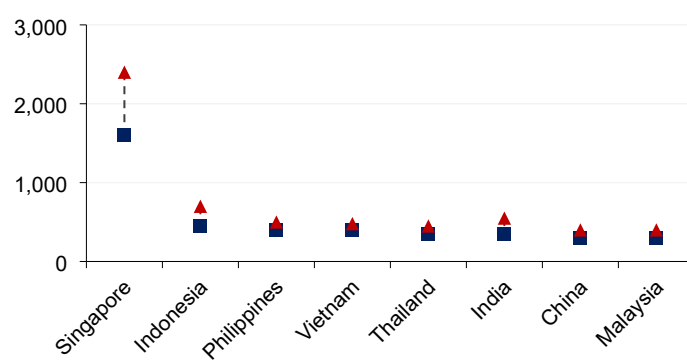
Quan trọng hơn, Việt Nam vẫn sở hữu lợi thế lớn về chi phí vận hành, với tiền lương lao động sản xuất (khoảng 1,5-2 USD/giờ) và giá điện công nghiệp (khoảng 0,075 USD/kWh) thuộc nhóm thấp nhất khu vực. Lợi thế chi phí mang tính cơ cấu này giúp các doanh nghiệp sản xuất nước ngoài bảo vệ tốt tỷ suất lợi nhuận HĐKD khi chuyển dịch chuỗi cung ứng sang Việt Nam (Biểu đồ 84-85).

Biểu đồ 82: Giá đất công nghiệp (USD/m²)



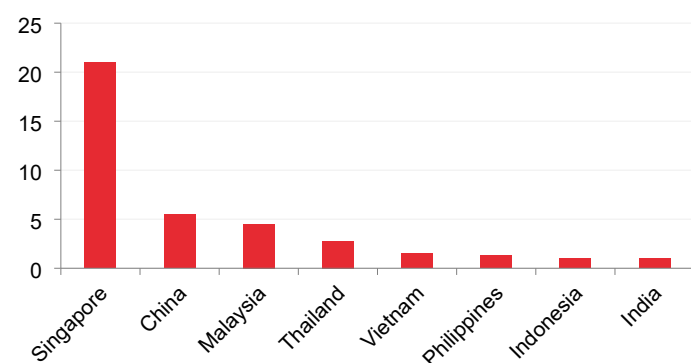
Nguồn: JLL, HSC

Biểu đồ 83: Chi phí xây dựng (USD/m² GFA)



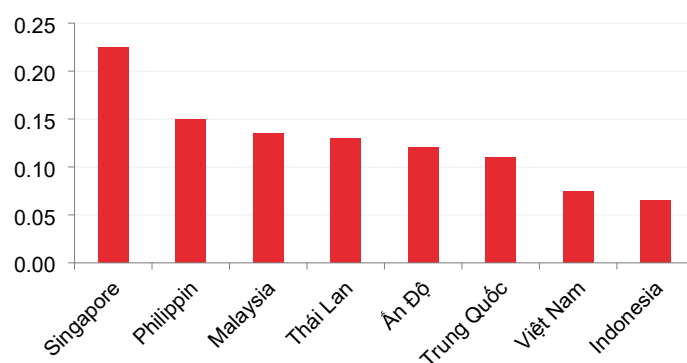
Nguồn: JLL, HSC

Biểu đồ 84: Mức lương (USD/giờ)



Nguồn: JLL, HSC

Biểu đồ 85: Giá điện (USD/kWh)



Nguồn: Globalpetrolprices, HSC

Các đợt tăng thuế gần đây của chính quyền Tổng thống Trump đã làm dấy lên lo ngại về khả năng cạnh tranh tương đối của Việt Nam nhưng HSC cho rằng tác động vẫn trong tầm kiểm soát. Việc chuyển từ mức thuế bổ sung tạm thời 10% theo Mục 122 sang cơ chế thuế 12,5% mang tính lâu dài hơn theo Mục 301 liên quan đến lao động cưỡng bức ước tính làm thuế suất thực tế đối với Việt Nam tăng 1,3 điểm phần trăm lên 11,7%. Mức này thấp hơn Trung Quốc (18,8%), Indonesia (12,9%) và Campuchia (17,2%) nhưng cao hơn Malaysia (5,1%), Thái Lan (8,9%), Ấn Độ (9,5%) và Philippines (6%) (vui lòng tham khảo phân tích của chúng tôi trong báo cáo [Thuế lao động cưỡng bức Mục 301: Tác động hiện vẫn hạn chế](#)). Theo quan điểm của HSC, riêng mức chênh lệch này chưa đủ lớn để khiến chuỗi cung ứng dịch chuyển khỏi Việt Nam, nhất là khi máy móc và sản phẩm điện – chiếm 60,7% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ – phần lớn vẫn được miễn thuế. Ngoài ra, gánh nặng thuế quan chủ yếu tập trung vào các ngành thâm dụng lao động như dệt may, giày dép, gỗ & nội thất và kim loại. Đây không phải nhóm khách thuế chính thức đầy nhu cầu đối với đất KCN có tiêu chuẩn cao hơn mà Việt Nam đang tích cực thu hút trong dài hạn.

Về phía nguồn cung, HSC dự báo các chủ đầu tư sẽ tiếp tục duy trì tâm lý án binh bất động trong ngắn hạn do chi phí xây dựng vẫn ở mức cao và điều kiện tín dụng thắt chặt hơn ([nội dung này được phân tích chi tiết trong báo cáo ngành: BĐS KCN: Trở lại trạng thái "án binh bất động"](#)). Tuy nhiên, HSC cho rằng triển vọng trung và dài hạn vẫn không thay đổi. Xu hướng dịch chuyển công suất sản xuất ra khỏi Trung Quốc vẫn tiếp diễn, trong khi Việt Nam tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh về chi phí đất, xây dựng, lao động và điện.

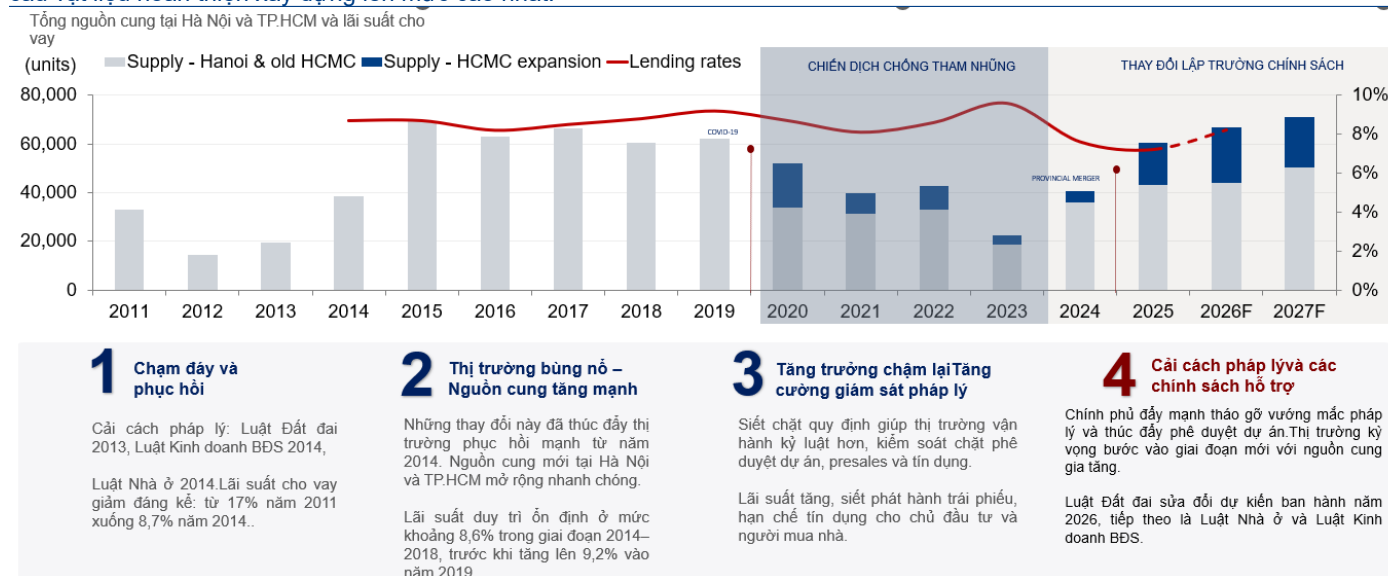
Quan trọng hơn, nhu cầu thuê đất vẫn duy trì tích cực, đặc biệt tại các trung tâm công nghệ cao ở miền Bắc. Diễn biến này trực tiếp hỗ trợ giá trị dài hạn và hiệu quả khai thác các quỹ đất có vị trí chiến lược của GEL tại những hành lang công nghiệp trọng điểm này.

4. VLXD: Nhu cầu tăng cùng các biện pháp CBPG giúp hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận

Bên cạnh KCN, VGC (công ty con do GEL sở hữu 50,2% cổ phần) còn tham gia lĩnh vực VLXD và được hưởng lợi từ 2 động lực cùng lúc: (1) chu kỳ tăng đầu tư hạ tầng công trị giá 8.220 nghìn tỷ đồng tại Việt Nam trong 5 năm tới; và (2) động lực từ BĐS nhà ở. Kể từ năm 2025, việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý đã thúc đẩy các chủ đầu tư khởi động lại những dự án từng bị đình trệ (Biểu đồ 86), qua đó đưa nhu cầu đối với các loại vật liệu hoàn thiện do VGC sản xuất lên mức cao.

Biểu đồ 86: Tổng nguồn cung căn hộ của Hà Nội và TP.HCM

Kể từ 2025A, việc tháo gỡ các vướng mắc pháp lý đã thúc đẩy các chủ đầu tư tái khởi động các dự án đình trệ, qua đó đưa nhu cầu vật liệu hoàn thiện xây dựng lên mức cao nhất.



Nguồn: CBRE, HSC

Trong bối cảnh đó, mảng kính của VGC là mảng hưởng lợi rõ nét hơn trong ngắn hạn, dù động lực hỗ trợ chỉ mang tính tạm thời. Thuế chống bán phá giá (CBPG) tạm thời của Bộ Công Thương (có hiệu lực từ tháng 2/2026) giúp mảng kính chuyển từ lỗ gộp 110 tỷ đồng trong năm 2025 (tương ứng tỷ suất lợi nhuận gộp âm 5,3%) sang có lãi gộp trong Q1/2026. Doanh thu trong quý đạt 792 tỷ đồng, tăng 214,2% svck, còn tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 12% (được phân tích chi tiết hơn trong [báo cáo gần nhất của HSC về VGC](#)).

Nhìn chung, HSC cho rằng mảng vật liệu xây dựng của VGC đang bước vào chu kỳ tăng trưởng kéo dài nhiều năm, trước mắt nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng kính phục hồi và về dài hạn nhờ nhu cầu mạng tính cơ cấu từ làn sóng phát triển hạ tầng và xây dựng nhà ở tại Việt Nam. Là nền tảng kinh doanh chủ lực của GEL trong lĩnh vực vật liệu xây dựng, VGC dự kiến sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của GEL trong trung hạn, ngay cả khi tác động hỗ trợ từ thuế CBPG dần trở lại mức bình thường.

5. Danh mục năng lượng tái tạo: Hưởng lợi từ Quy hoạch Điện 8 điều chỉnh

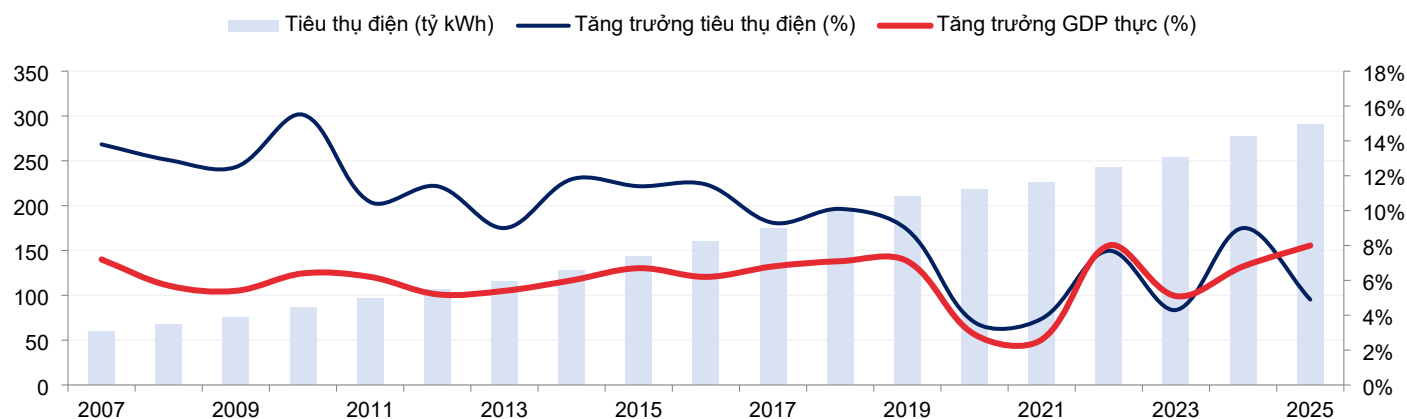
Trong lịch sử, tiêu thụ điện tại Việt Nam thường tăng tương ứng với tăng trưởng kinh tế nhưng năm 2025 có thể cho thấy sự chuyển biến tích cực trong mối quan hệ này. Tổng sản lượng điện thương phẩm năm 2025 ước đạt 287,9 tỷ kWh, chỉ tăng 4,9% so với 2024 và thấp hơn đáng kể mức tăng trưởng GDP tích cực 8,02%. Nguyên nhân có thể đến từ năng suất kinh tế và hiệu quả sử dụng năng lượng cải thiện rõ rệt (Biểu đồ 87). Tuy nhiên, Quốc hội đã chính thức đặt ra mục tiêu đẩy tham vọng là GDP tăng trưởng bình quân ít nhất 10%/năm trong giai đoạn 2026-2030. Để đáp ứng tốc độ tăng trưởng hai chữ số này, nhu cầu điện trong nước vẫn được dự báo [tăng mạnh 12-15% mỗi năm, theo ông Lê Ngọc Sơn, chủ tịch Petrovietnam](#). Triển vọng trên cho thấy tình trạng thiếu hụt nguồn cung mang tính cơ cấu sẽ tiếp diễn, qua đó khẳng định nhu cầu

cấp thiết phải bổ sung công suất nguồn điện mới và giúp các dự án đi vào hoạt động trước năm 2030 duy trì tỷ lệ huy động cao.

Để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế đồng thời thực hiện cam kết phát thải ròng bằng 0, Quy hoạch Điện 8 sửa đổi ưu tiên mạnh mẽ năng lượng tái tạo và xác định điện gió là một trong những trụ cột chính của hệ thống điện quốc gia. Nhu cầu bổ sung công suất rất lớn khi tổng công suất điện gió trên bờ và gần bờ hiện mới đạt 6.345 MW, trong khi mục tiêu trong kịch bản cao theo Quy hoạch Điện 8 sửa đổi là 38.029 MW vào năm 2030 (Bảng 88).

Biểu đồ 87: Tăng trưởng tiêu thụ điện và tăng trưởng GDP của Việt Nam

Nhu cầu điện trong nước được dự báo tăng mạnh 12-15% mỗi năm nhằm đáp ứng mục tiêu tăng trưởng GDP thực tế ở mức hai chữ số.



Nguồn: Vietnam Electricity (EVN), HSC

Bảng 88: Quy hoạch điện VIII điều chỉnh (RPDP8)

Công suất điện gió trên bờ/gần bờ hiện chỉ đạt 6.345 MW, thấp hơn nhiều so với mục tiêu kịch bản cao là 38.029 MW vào năm 2030.

Các loại hình nguồn điện (MW)	Công suất lắp đặt hiện tại*	Mục tiêu theo RPDP8 đến năm 2030		Công suất cần lắp đặt thêm	
		Thấp	Cao	Thấp	Cao
Điện gió trên bờ/gần bờ	6,345	26,066	38,029	19,721	31,684
Điện gió ngoài khơi	0	6,000	17,032	6,000	17,032
Điện mặt trời	17,529	46,459	73,416	28,930	55,887
Sinh khối	506	1,523	2,699	1,017	2,193
Điện rác	0	1,441	2,137	1,441	2,137
Địa nhiệt và các nguồn khác	0	45	45	45	45
Thủy điện	25,039	33,294	34,677	8,255	9,638
Điện hạt nhân	0	4,000	6,400	4,000	6,400
Thủy điện tích năng	0	2,400	6,000	2,400	6,000
Hệ thống lưu trữ năng lượng bằng pin (BESS)	0	10,000	16,300	10,000	16,300
Nhiệt điện than	29,627	31,055	31,055	1,428	1,428
Khí trong nước	7,411	10,861	14,930	3,450	7,519
LNG	1,624	22,524	22,542	20,900	20,918
Nhập khẩu điện	3,216	9,360	12,100	6,144	8,884
Tổng công suất lắp đặt trong nước (không bao gồm nhập khẩu)	90,210	183,291	236,363	93,081	146,153

Lưu ý: Có thêm 876 MW từ các loại hình nguồn điện khác, không được thể hiện trong cơ cấu công suất lắp đặt hiện tại.
Nguồn: MoIT, HSC

HSC cho rằng các chủ đầu tư sở hữu danh mục dự án năng lượng tái tạo có thể sớm triển khai, đã được cấp phép và có khả năng thu xếp vốn sẽ có nhiều cơ hội được thị trường nâng định giá trong nhiều năm tới. Triển vọng này được hỗ trợ nhờ nhu cầu điện tăng tốc trở lại nhằm đáp ứng mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số của Chính phủ, trong khi Quy hoạch Điện 8 sửa đổi ưu tiên nhanh chóng bổ sung công suất năng lượng tái tạo để thu hẹp khoảng cách cung-cầu điện ngày càng lớn. Với danh mục dự án công suất 4 GW, nổi bật là dự án điện gió gần bờ Cần Thơ công suất 800 MW đang triển khai Giai đoạn 1 công suất 129 MW, GEL có vị thế đặc biệt thuận lợi để hưởng lợi từ xu hướng tái định giá mang tính cơ cấu này.

Đánh giá tình hình tài chính qua các năm

HĐKD cốt lõi của GEL (gồm hạ tầng BĐS & KCN, VLXD và nước sạch) vẫn tăng trưởng vững chắc trong nửa đầu năm 2026, mặc dù lợi nhuận của công ty mẹ bị ăn mòn bởi chi phí phình to theo quy mô tài sản. Doanh thu tăng 28,2% svck đạt 8.318 tỷ đồng, cùng lợi nhuận gộp tăng 16,1% svck lên 2.470 tỷ đồng, nhờ đà tăng trưởng ở mảng BĐS KCN và VLXD. Tuy nhiên, chi phí lãi vay cùng với lợi nhuận phân bổ cho cổ đông thiểu số tăng cao (sau đợt mở rộng danh mục tài sản) đã triệt tiêu sự cải thiện của lợi nhuận HĐKD, khiến lợi nhuận phụ thuộc lớn vào thu nhập tài chính. Theo đó, lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2026 giảm 73,3% svck xuống còn 110 tỷ đồng. HSC cho rằng đây là vùng đáy cấu trúc chứ không phải sự suy giảm về năng lực vận hành, do KQKD Q2/2026 xác nhận HĐKD cốt lõi vẫn ổn định.

Nhìn lại KQKD năm 2025

Đà tăng trưởng doanh thu không bù đắp được áp lực pha loãng từ cổ đông thiểu số

Trong năm 2025, doanh thu thuần của GEL đạt 14.302 tỷ đồng (+12,5% svck), lợi nhuận gộp đạt 4.327 tỷ đồng (+17,5% svck), lợi nhuận HĐKD đạt 1.939 tỷ đồng (+23,3% svck), LNTT đạt 2.029 tỷ đồng (+24,8% svck), LNST hợp nhất đạt 1.394 tỷ đồng (+26,8% svck) và lợi nhuận thuần đạt 480,5 tỷ đồng (-11% svck).

Lợi nhuận của tập đoàn chủ yếu đến từ Viglacera (VGC) – đơn vị hoạt động trên cả hai mảng VLXD và BĐS KCN/cho thuê BĐS. Trong năm 2025, hai mảng kinh doanh cốt lõi này đóng góp tổng cộng 92,7% doanh thu thuần và 89,9% lợi nhuận gộp. Trong khi đó, mảng nước sạch (bao gồm CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà và CTCP Nước sạch Tây Hà Nội) đóng góp 6,8% doanh thu và 9,4% lợi nhuận gộp, còn mảng "Khác" không đáng kể (đóng góp 0,5% doanh thu và 0,7% lợi nhuận gộp). Nói cách khác, hầu như toàn bộ lợi nhuận hợp nhất của GEL đều đến từ VGC.

Mặc dù LNST hợp nhất của tập đoàn tăng 26,8% svck lên 1.394 tỷ đồng, phần phân bổ lợi nhuận lại dịch chuyển mạnh sang phần lợi ích của cổ đông thiểu số. Lợi ích của cổ đông thiểu số tăng vọt 63,4% svck lên 913 tỷ đồng (chiếm 65,5% tổng LNST hợp nhất), trong khi lợi nhuận thuần của cổ đông công ty mẹ lại giảm 11% xuống còn 480,5 tỷ đồng. Sự phân hóa này xuất phát từ hai động lực cấu trúc về sở hữu:

- **Thất thoát lợi nhuận do cơ cấu sở hữu:** VGC vẫn là động lực tăng trưởng lợi nhuận HĐKD cốt lõi của GEL. Dù VGC được hợp nhất toàn bộ KQKD vào GEL, tỷ lệ sở hữu thực tế của tập đoàn chỉ ở mức 50,2%. Do đó, gần 50% lợi nhuận thuần tạo ra từ VGC ngay lập tức bị rút ra dưới dạng lợi ích của cổ đông thiểu số ngay ở tầng sở hữu đầu tiên.
- **Pha loãng gián tiếp:** Các động lực tăng trưởng chính của VGC – cụ thể là các công ty con hoạt động trong mảng BĐS KCN – cũng chỉ do VGC sở hữu một phần (thường ở mức 51%, như Sông Công 2, Tây Phố Yên...). Hệ quả là tỷ lệ lợi ích kinh tế gián tiếp của GEL tại các công ty này bị pha loãng xuống chỉ còn 25-30% (như Viglacera Hưng Yên ở mức 25,6%, KCN Yên Mỹ 30,1%), khiến khoảng 70% lợi nhuận bị phân bổ cho cổ đông thiểu số.

Trong khi đó, các mảng do GEL trực tiếp kiểm soát ngoài VGC – như nước sạch và các đơn vị phát triển BĐS KCN mới (PXL/Long Sơn, Titan Hải Phòng...) – vẫn đang trong giai đoạn mở rộng và chưa tạo ra lợi nhuận đủ lớn để bù đắp ở cấp công ty mẹ.

Chúng tôi lưu ý rằng khi lợi nhuận hợp nhất vẫn phụ thuộc lớn vào VGC và các công ty con hoạt động trong mảng BĐS KCN do VGC sở hữu một phần, khoảng cách giữa LNST hợp nhất và lợi nhuận thuần (sau khi trừ đi lợi ích của cổ đông thiểu số) sẽ khó có khả năng thu hẹp. Chúng tôi dự báo xu hướng mang tính cấu trúc này sẽ còn tiếp diễn.

Mặc dù công ty hợp tác với các đối tác bên ngoài giúp giảm bớt áp lực vốn và tận dụng được năng lực kỹ thuật/thương hiệu, nhưng lại tất yếu làm pha loãng lợi nhuận thuần phân bổ cho cổ đông của GEL.

Bảng 89: Lợi nhuận năm 2024-2025, GEL

Tỷ đồng	2024	2025	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	12,713	14,302	12.5%
Lợi nhuận gộp	3,682	4,327	17.5%
Lợi nhuận/lỗ tài chính	(128)	(358)	180.4%
Trong đó: chi phí lãi vay	(565)	(612)	8.3%
Chi phí bán hàng	1,907	2,034	6.7%
Lợi nhuận hoạt động	1,572	1,939	23.3%
Thu nhập thuần khác	53	90	70.8%
LNTT	1,625	2,029	24.8%
LNST	1,099	1,394	26.8%
Lợi ích cổ đông thiểu số	(559)	(913)	63.4%
Lợi nhuận thuần	540	481	-11.0%

Nguồn: GEL, HSC

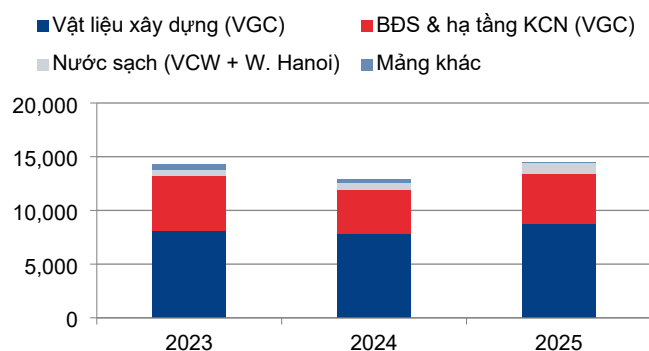
Bảng 90: Lợi nhuận của các mảng kinh doanh năm 2025 (Tỷ đồng), GEL

Lợi nhuận hợp nhất của GEL chủ yếu đến từ VGC

Các mảng kinh doanh	Doanh thu (Tỷ đồng)	% doanh thu	Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	% lợi nhuận gộp	Tỷ suất lợi nhuận gộp
Vật liệu xây dựng (VGC)	8,592	60.1%	1,517	35.1%	17.7%
BDS & hạ tầng KCN (VGC)	4,662	32.6%	2,374	54.9%	50.9%
Nước sạch (VCW + W. Hanoi)	977	6.8%	407	9.4%	41.7%
Mảng khác	71	0.5%	29	0.7%	40.8%
Tổng	14,302	100.0%	4,327	100.0%	30.3%

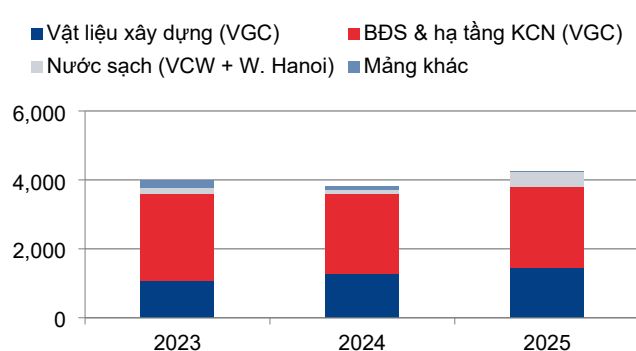
Nguồn: GEL, HSC

Biểu đồ 91: Doanh thu theo mảng kinh doanh (Tỷ đồng), GEL



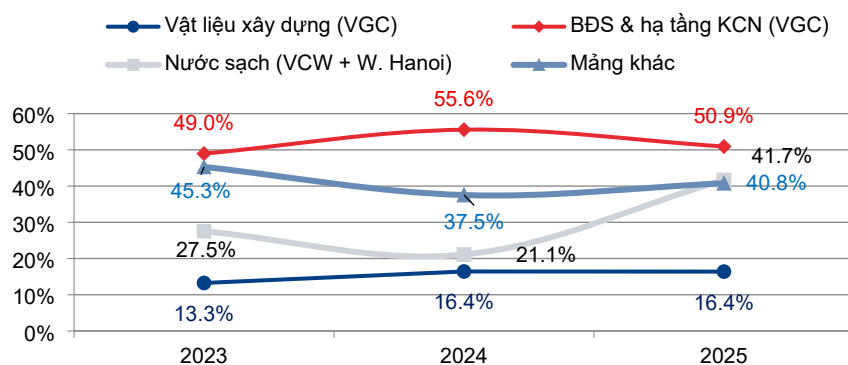
Nguồn: GEL, HSC

Biểu đồ 92: Lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh (Tỷ đồng), GEL



Nguồn: GEL, HSC

Biểu đồ 93: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, GEL



Nguồn: GEL, HSC

Năm 2025: Làn sóng M&A tích cực thúc đẩy tái cấu trúc bảng CĐKT

Bên cạnh các báo cáo lợi nhuận thuần túy, năm 2025 được định hình cốt lõi bởi chu kỳ tăng trưởng phi hữu cơ thông qua các thương vụ M&A quy mô lớn:

- **Long Son IP (PXL):** Consolidated in Feb-25 (previously an associate). Stake raised from 25.5% to 65.0% via a private placement (VND934bn).
- **Công ty TNHH Kinh Nổi Việt Nam:** Hợp nhất từ tháng 6/2025 (trước đó là công ty liên doanh). Tỷ lệ sở hữu tăng từ 35,3% lên 100%, sau khi mua lại toàn bộ 64,7% cổ phần từ Tập đoàn NSG (Nhật Bản).
- **CTCP Xuất nhập khẩu Vật Liệu Kim Trang:** Hợp nhất từ tháng 11/2025 - sở hữu 99,7% (dự án nhà ở ANMaison quy mô 13,6 ha tại Hải Phòng).
- **FIH Việt Nam (Nền tảng BĐS nhà ở):** Hợp nhất từ tháng 11/2025, sở hữu 100% (với kế hoạch thoái 51% vốn cho Frasers, dự kiến hoàn tất vào cuối Q2/2026).

Các thương vụ M&A này đã làm phình to bảng CĐKT, đẩy tổng nợ phải trả lên 27.963 tỷ đồng (so với 18.889 tỷ đồng trong năm 2024) và làm lợi ích cổ đông thiểu số tăng mạnh. HSC lưu ý rằng hoạt động M&A tiếp tục kéo dài sang đầu năm 2026. Nội dung này sẽ được chúng tôi thảo luận ở phần bên dưới.

Bảng 94: Các khoản nợ 2024-2025, GEL

Tỷ đồng	2024	2025	Tăng trưởng
Nợ tài chính ngắn hạn	2,870	5,866	104.4%
Nợ tài chính dài hạn	5,177	11,614	124.3%
Tổng nợ tài chính	8,048	17,480	117.2%

Nguồn: HSC

KQKD Q2/2026 và nửa đầu năm 2026

Lợi nhuận của công ty mẹ phục hồi nhưng phụ thuộc lớn vào thu nhập tài chính

Bứt phá từ mức nền thấp trong Q1/2026, doanh thu thuần Q2/2026 của GEL đạt 4.782 tỷ đồng (+36,4% svck; +35,2% svqt) và lợi nhuận gộp đạt 1.520 tỷ đồng (+19,1% svck). Động lực phục hồi chính đến từ tiến độ bàn giao đất KCN diễn ra sôi động tại VGC. Lợi nhuận hồi phục mạnh với LNTT tăng 23,6% svck đạt 1.070 tỷ đồng và LNST hợp nhất tăng 23,3% svck đạt 834 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần thuộc về công ty mẹ gần như đi ngang ở mức 321 tỷ đồng (chỉ tăng 0,7% svck).

Tính chung nửa đầu năm 2026, doanh thu thuần lũy kế tăng 28,2% svck lên 8.318 tỷ đồng và lợi nhuận gộp tăng 16,1% svck đạt 2.470 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần cho thấy sự phân hóa: LNTT giảm nhẹ 1,1% svck, LNST hợp nhất giảm 6% svck, trong khi lợi nhuận thuần giảm sâu 73,3% svck xuống còn 110 tỷ đồng.

Tóm lại, KQKD nửa đầu năm 2026 đã hoàn thành 51% và 78% mục tiêu doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cho cả năm 2026 đã được ĐHCĐ thông qua. Chi tiết như sau:

- **Động lực tăng trưởng doanh thu đến từ mảng BĐS nhà ở và BĐS KCN (VGC),** với doanh thu gần như tăng gấp đôi svck lên 2.109 tỷ đồng. Trong khi đó, mảng nước sạch đạt mức tăng trưởng vững chắc lên 336 tỷ đồng (+22,4% svck), còn mảng VLXD tăng nhẹ 6,5% svck lên 2.267 tỷ đồng.
- **Dù tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện, chất lượng lợi nhuận lại chịu sự chi phối lớn từ lợi nhuận tài chính.** Khoản mục này ghi nhận mức tăng đột biến lên 417 tỷ đồng trong Q2/2026, vượt xa con số 110 tỷ đồng trong Q2/2025 và 108 tỷ đồng trong Q1/2026.
- Trong tổng số 525 tỷ đồng lợi nhuận tài chính ghi nhận trong nửa đầu năm 2026, có 252 tỷ đồng đến từ hoạt động đầu tư chứng khoán, ủy thác đầu tư và hợp tác kinh doanh – toàn bộ được ghi nhận trong Q2/2026 (so với mức bằng 0 trong nửa đầu năm 2025). Nếu loại trừ các khoản doanh thu từ hoạt động tự doanh và đầu tư này, LNTT Q2/2026 sẽ giảm 5,5% svck xuống 818 tỷ đồng, thay vì tăng 23,6%.

- **Áp lực chi phí lãi vay tiếp tục tăng cao:** Chi phí lãi vay được ghi nhận ở mức 373 tỷ đồng trong Q2/2026 (+165,8% svck: +25,1% svqt), nâng lũy kế 6 tháng đầu năm lên 670 tỷ đồng (+151,5% svck) do tổng dư nợ tăng 34,6%. Hệ số khả năng trả lãi vay suy giảm từ 4,7 lần trong 6 tháng đầu năm 2025 xuống còn 2,3 lần trong 6 tháng đầu năm 2026. Với tốc độ ghi nhận trong Q2/2026, cùng với dư nợ dài hạn 17.225 tỷ đồng và nghĩa vụ tài trợ vốn còn lại cho dự án Gia Bình, BT, chi phí lãi vay quy năm đang bám sát mức dự báo 1,4 nghìn tỷ đồng của chúng tôi.
- **Rò rỉ lợi nhuận về phía cổ đông thiểu số không ngừng tăng:** Cổ đông thiểu số đã chiếm 512 tỷ đồng trong tổng LNST hợp nhất Q2/2026 (+43,5% svck, tương đương 61,5% tổng lợi nhuận) và 725 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2026 (+51,7% svck, tương đương 86,9% LNST hợp nhất). Dù yếu tố mang tính cấu trúc không đổi – tỷ lệ sở hữu 50,2% tại VGC và 25-30% sở hữu thực tế tại các công ty con hoạt động trong mảng BĐS KCN – khoảng cách này ngày càng nới rộng do chi phí lãi vay phát sinh chủ yếu ở cấp công ty mẹ, trong khi lợi nhuận gia tăng lại nằm ở các công ty con mà tập đoàn chỉ sở hữu một phần.

Chúng tôi cho rằng KQKD Q2/2026 của GEL phản ánh gánh nặng chi phí từ việc mở rộng quy mô tài sản hơn là sự suy giảm mang tính cấu trúc của HĐKD. KQKD Q1/2026 đã xác lập vùng đáy về mặt lợi nhuận, và đã hồi phục trong Q2/2026 củng cố thực tế rằng bộ máy vận hành cốt lõi của công ty vẫn hoạt động ổn định.

Đáng chú ý, mặc dù KQKD vừa được công bố cho thấy sự bứt phá, chất lượng phục hồi thực tế trong Q2/2026 lại kém tích cực hơn. Nếu loại trừ các khoản lợi nhuận tài chính ngoài hoạt động kinh doanh, lợi nhuận thực tế ở cấp công ty mẹ vẫn chỉ quanh mức hòa vốn. Lợi nhuận thuần lũy kế 6 tháng đầu năm 2026 đạt 110 tỷ đồng, hoàn thành 35% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi ở mức 312 tỷ đồng.

Bảng 95: Kết quả lợi nhuận theo quý, GEL

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	Svck	svqt
Doanh thu thuần	3,505	3,536	4,782	36.4%	35.2%
Lợi nhuận gộp	1,276	951	1,520	19.1%	59.8%
Lợi nhuận/lỗ tài chính	40	(366)	(6)	-116.0%	-98.3%
Trong đó: chi phí lãi vay	140	298	373	165.8%	25.1%
Lợi nhuận từ công ty liên kết	(3)	(5)	32	N/m	N/m
Chi phí bán hàng	(474)	(474)	(497)	4.8%	4.9%
Lợi nhuận hoạt động	839	105	1,048	25.0%	895.4%
Thu nhập thuần khác	27	2	22	-17.6%	1013.8%
LNTT	865	107	1,070	23.6%	897.6%
LNST	676	0.8	834	23.3%	101501.3%
Lợi ích cổ đông thiểu số	(357)	(213)	(512)	43.5%	141.0%
Lợi nhuận thuần	319	(212)	321	0.7%	N/m

Nguồn: HSC

Bảng 96: Lợi nhuận theo mảng kinh doanh 6 tháng đầu năm 2026, GEL

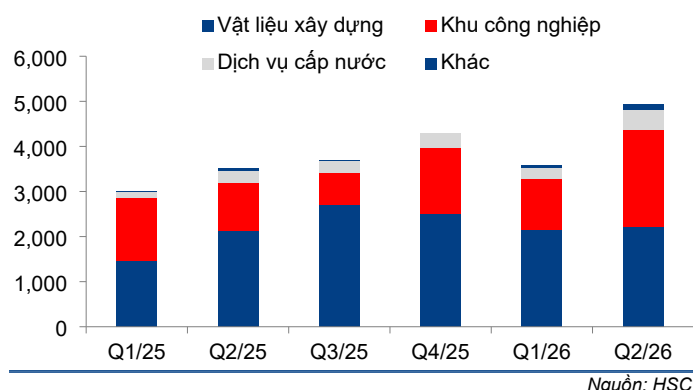
Mảng kinh doanh	Doanh thu (Tỷ đồng)	% doanh thu	Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	Tỷ trọng lợi nhuận gộp	Tỷ suất lợi nhuận gộp
Vật liệu xây dựng (VGC)	4,429	52.2%	775	29.5%	17.5%
BDS & hạ tầng KCN (VGC)	3,241	38.2%	1,445	54.9%	44.6%
Nước sạch (VCW + W. Hanoi)	581	6.9%	273	10.4%	46.9%
Mảng khác	226	2.7%	137	5.2%	60.6%
Tổng*	8,477	100.0%	2,470	100.0%	31.0%

Ghi chú: *không bao gồm 159 tỷ đồng khấu trừ.

Nguồn: GEL, HSC

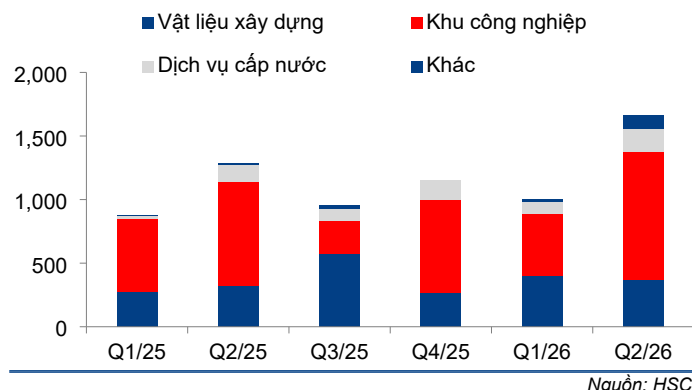
Biểu đồ 97: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng), GEL

Vật liệu xây dựng và hạ tầng BĐS & KCN đóng góp 89,6% doanh thu Q2/26.



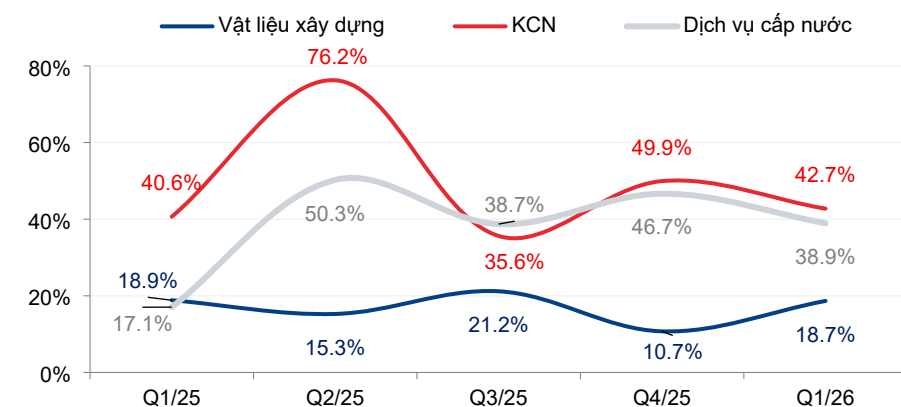
Biểu đồ 98: Cơ cấu lợi nhuận gộp (Tỷ đồng), GEL

Hạ tầng BĐS & KCN tiếp tục đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận gộp, chiếm 59,2% trong Q2/26.



Biểu đồ 99: Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp, GEL

Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng cấp nước cải thiện lên 52,7%, cao nhất trong 6 quý, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp mảng cho thuê KCN (VGC) trở về mức bình thường sau khi đạt đỉnh.



Bảng CĐKT nửa đầu năm 2026: Tích lũy tài sản trong Q1, tái phân bổ sang công ty liên kết trong Q2

Trong nửa đầu năm 2026, công ty ghi nhận hai quý có sự biến động trái chiều trên bảng CĐKT. Tổng tài sản trong Q1/2026 tăng 31% so với quý trước lên 61.461 tỷ đồng – mức tăng trưởng theo quý lớn nhất lịch sử của GEL – sau đó giảm 6,6% so với quý trước xuống 57.410 tỷ đồng trong Q2/2026 khi FIH không còn là công ty con hợp nhất.

Tính chung cả hai giai đoạn, quy mô tài sản trong 6 tháng đầu năm 2026 tăng 22,4% từ mức nền sau điều chỉnh của năm 2025 (46.926 tỷ đồng). Tuy nhiên, cơ cấu tài sản biến động mạnh so với đầu năm: tài sản ngắn hạn tăng 5,1% lên 21.460 tỷ đồng, tài sản dài hạn tăng 35,6% lên 35.950 tỷ đồng, và đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết tăng vọt từ 1.533 tỷ đồng lên 16.417 tỷ đồng.

Q1/2026: Làn sóng giải ngân vốn xoay quanh ba trụ cột: hàng không, BĐS và M&A khu công nghiệp, diễn ra đồng thời với một thương vụ niêm yết cổ phiếu có quy mô kỷ lục:

- **Cổ phần tại Sân bay Gia Bình:** Ngày 13/2/2026, GEL đã thực hiện đợt bơm vốn trị giá 8.063 tỷ đồng vào Masterise Aviation Infrastructure để sở hữu 20% cổ phần tại dự án Sân bay Gia Bình. Riêng giao dịch này đã đẩy giá trị các khoản

đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết của GEL tăng hơn 6 lần lên 9.659 tỷ đồng trong Q1/2026 (so với 1.533 tỷ đồng trong năm 2025).

- **Danh mục dự án đang triển khai:** Hàng tồn kho và chi phí sản xuất kinh doanh tăng 5.753 tỷ đồng, chủ yếu phản ánh việc hợp nhất chi phí phát triển dự án của FIH Việt Nam. Mặc dù vậy, GEL đã ký thỏa thuận chuyển nhượng 51% cổ phần FIH cho Frasers Property, đồng thời ghi nhận 2.839 tỷ đồng tiền trả trước trên bảng CĐKT trước khi tiến hành hủy hợp nhất trong Q2/2026.

Q2/2026: Đảo ngược đợt hợp nhất mở rộng trước đó, đồng thời chuyển dịch cơ cấu danh mục sang hình thức nắm giữ qua công ty liên kết thay vì công ty con:

- **Hủy hợp nhất FIH:** GEL đã hoàn tất chuyển nhượng 51% vốn điều lệ FIH Việt Nam cho Frasers Property (thông qua Capstone Estate Development) trong Q2/2026. Tỷ lệ 49% cổ phần còn lại hiện được ghi nhận theo phương pháp vốn CSH với giá trị 3.326 tỷ đồng; đồng thời khoản tiền mặt 2.863 tỷ đồng đã được thu về và ghi nhận trong quý.
- **Danh mục tài sản tập trung mạnh vào các công ty liên kết, không phải công ty con:** Giá trị các khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết tăng bất phá lên 16.417 tỷ đồng. Con số này chiếm tới 73% tổng vốn CSH hợp nhất và chính thức vượt qua quy mô vốn CSH của riêng công ty mẹ (12.588 tỷ đồng). Cơ cấu này chủ yếu gồm dự án Gia Bình/Masterise Aviation Infrastructure (8.063 tỷ đồng) và số dư mới tại FIH là 6.734 tỷ đồng (bao gồm 3.326 tỷ đồng ban đầu, cộng thêm từ Kim Trang - dự án ANMaison, CityNest và Landora).

Bảng 100: Các thương vụ chính và cột mốc tái cấu trúc trong 6 tháng đầu năm 2026

Làn sóng giao dịch trong Q1/26 đã hình thành nền tảng tài sản, trong khi việc chuyển nhượng FIH trong Q2/26 hoàn tất quá trình chuyển đổi GEL thành mô hình công ty mẹ nắm giữ chủ yếu các công ty liên kết.

Ngày	Chi tiết
4/2/26	Titan Hải Phòng (KCN): Đã thực hiện góp vốn 900 tỷ đồng.
6/2/26	Hoàn tất niêm yết trên HoSE, nâng vốn điều lệ lên 8.900 tỷ đồng.
6-10/2/26	FIH Việt Nam: Góp thêm 3.331,8 tỷ đồng vốn và ký thỏa thuận chuyển nhượng 51% cổ phần cho Frasers Property . Ghi nhận khoản tiền ứng trước 2.839 tỷ đồng trên bảng cân đối kế toán, trước khi dự kiến thoái hợp nhất trong Q2/26.
13/2/26	Masterise Aviation Infrastructure (Gia Bình): Đã thực hiện góp vốn 8.063 tỷ đồng.
23/3/26	Titan Corporation (kho xưởng công nghiệp): Đã thực hiện góp vốn 31,8 tỷ đồng.
30/3/26	Sáp nhập Viglacera Thăng Long và Viglacera Hà Nội vào Viglacera Tiên Sơn thông qua hoán đổi cổ phiếu.
Q1/26	Mở rộng quỹ đất nhà ở: Mua 34,8% cổ phần trực tiếp tại Landora, 34,9% cổ phần trực tiếp tại CityNest và 65% cổ phần gián tiếp thông qua G&F Residence.
Q2/26	Thoái hợp nhất FIH: Hoàn tất chuyển nhượng 51% cho Frasers Property. FIH được thoái hợp nhất; 49% còn lại được phân loại lại thành công ty liên kết với giá trị 3.326 tỷ đồng. GEL thu về 2.863 tỷ đồng tiền mặt; ghi nhận khoản lỗ 64 tỷ đồng từ thanh lý trong chi phí tài chính.
Q2/26	Dự án BT xử lý nước thải TP.HCM: thành lập 3 pháp nhân dự án – GELEX Bắc Sài Gòn 1, GELEX Bắc Sài Gòn 2 và GELEX Tây Thành Phố – với tỷ lệ sở hữu 39-49%, tổng vốn đã góp 13,7 tỷ đồng.

Nguồn: HSC

Nguồn vốn tài trợ trong 6 tháng đầu năm 2026 được huy động từ nhiều kênh, trong đó nợ vay đóng vai trò chủ lực – trước khi áp lực được giải tỏa một phần trong Q2/2026. Chi tiết như sau:

- **Vốn CSH:** Đợt niêm yết trên sàn HoSE vào tháng 2/2026 đã mang về 2.882 tỷ đồng nguồn vốn mới, nâng vốn điều lệ lên 8.900 tỷ đồng và ghi nhận 1.879 tỷ đồng thặng dư vốn cổ phần. Giao dịch này đồng thời làm pha loãng tỷ lệ sở hữu trực tiếp của Tập đoàn GELEX từ 79,1% xuống còn 70,2%.
- **Nợ vay:** Tổng dư nợ tăng từ 17.480 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2025 lên 25.794 tỷ đồng trong Q1/2026, sau đó giảm nhẹ 8,8% so với quý trước xuống 23.527 tỷ đồng – nhưng vẫn cao hơn 34,9% so với mức nền của năm 2025. Nợ tài chính thuần đạt 15.328 tỷ đồng (so với tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn đạt 8.199 tỷ đồng), tăng 67,3% so với đầu năm, đẩy tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH lên 67,8% tổng vốn CSH (từ mức 48,3% tại thời điểm cuối năm 2025). Tăng trưởng nợ vay chủ yếu do nhu cầu vốn tài trợ dự án Sân

bay Gia Bình và thương vụ M&A quỹ đất 113 ha tại Đồng Nai cho FIH (thông qua Landora và CityNest).

Bảng 101: Các điểm nổi bật trên bảng cân đối kế toán, GEL

Tỷ đồng	2025	Q1/26	Q2/26	svqt	Tăng trưởng từ đầu năm
Tài sản ngắn hạn	20,419	32,149	21,460	-33.2%	5.1%
Tài sản dài hạn	26,507	29,312	35,950	22.6%	35.6%
trong đó: đầu tư vào công ty liên doanh/liên kết	1,533	9,659	16,417	70.0%	970.9%
Tổng tài sản	46,926	61,461	57,410	-6.6%	22.4%
Nợ vay ngắn hạn	5,866	6,636	6,302	-5.0%	7.4%
Nợ vay dài hạn	11,614	19,158	17,225	-10.1%	48.3%
Tổng nợ vay tài chính	17,480	25,794	23,527	-8.8%	34.6%
Tổng nợ phải trả	27,963	39,028	34,792	-10.9%	24.4%
Vốn chủ sở hữu	18,962	22,433	22,618	0.8%	19.3%

Nguồn: HSC

Triển vọng lợi nhuận trong 5 năm tới

HSC chia dự báo lợi nhuận cho 5 năm tới thành hai giai đoạn: Giai đoạn 2026-2027 là thời kỳ bản lề: doanh thu VGC giữ vững đà tăng trưởng, song chi phí tài trợ dự án sẽ bào mòn toàn bộ mức tăng lợi nhuận gộp, khiến lợi nhuận từ HĐKD đi ngang. Đồng thời, gánh nặng lợi ích cổ đông thiểu số gia tăng sẽ kéo giảm lợi nhuận thuần. Giai đoạn 2 (2028-2030): Các tài sản mới bắt đầu đi vào hoạt động, tạo động lực bứt phá doanh thu và mở rộng tỷ suất lợi nhuận nhờ cơ cấu danh mục KCN tối ưu hơn. Bao gồm các dự báo mở rộng này, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thuần bình quân 5 năm đạt 40,6% (giai đoạn 3 năm: 3,8%).

Lợi nhuận: Tầm nhìn 5 năm

Trong ngắn hạn, triển vọng lợi nhuận của GEL chịu áp lực lớn từ giai đoạn chuyển giao thâm dụng vốn cao. Chúng tôi dự báo giai đoạn này sẽ tạm thời kìm hãm đà tăng trưởng trước khi tạo bệ phóng bứt phá mạnh mẽ từ năm 2028. Chúng tôi đánh giá giai đoạn 2026-2027 là giai đoạn bản lề, thời điểm GEL đồng thời tập trung nguồn vốn tài trợ và triển khai xây dựng danh mục tài sản quy mô lớn: cổ phần dự án sân bay, nền tảng BĐS nhà ở, hai KCN mới (bên cạnh VGC vốn đã mang lại dòng tiền ổn định), một dự án điện gió và tiềm năng thêm ba nhà máy xử lý nước thải.

Mặc dù các mảng kinh doanh cốt lõi vẫn vững chắc, việc mở rộng đồng loạt này đòi hỏi lượng vốn lớn phát sinh chi phí lãi vay ngay lập tức, trong khi các dự án sớm nhất cũng phải đến năm 2028 mới bắt đầu ghi nhận doanh thu. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tạm thời giảm mạnh trước khi bước vào giai đoạn bứt phá trong giai đoạn 2028-2030.

Giai đoạn 2026-2028: Mở rộng & từ tạo đáy chuyển sang bứt phá

Trong giai đoạn mở rộng ban đầu đến năm 2028, doanh thu giữ vững đà tăng trưởng vững chắc nhờ động lực chính đến từ VGC, nhưng lợi nhuận ngắn hạn sẽ chạm đáy do gánh nặng nợ vay tài trợ cho danh mục dự án, trước khi bước vào chu kỳ bứt phá từ năm 2028.

- **Đà tăng trưởng doanh thu thuần:** HSC dự báo doanh thu hợp nhất đạt 19.050 tỷ đồng trong năm 2026 (+33,2% svck), 19.956 tỷ đồng trong năm 2027 (+4,8% svck) và tăng tốc trở lại lên 25.053 tỷ đồng trong năm 2028 (+25,5% svck).
- **Động lực tăng trưởng cho năm 2026:** Đến từ hoạt động cho thuê khu công nghiệp của VGC (đạt 6.452 tỷ đồng, +38,4% svck) và mảng VLXD (đạt 10.967 tỷ đồng, +24,8% svck), cùng với doanh thu hợp nhất của mảng nước sạch (đạt 1.173 tỷ đồng, +20% svck).
- **Động lực tăng trưởng cho năm 2027:** Được đóng góp chủ yếu bởi doanh thu VGC (18.072 tỷ đồng, +3,7% svck) và mảng nước (1.407 tỷ đồng, +20% svck).
- **Động lực tăng trưởng cho năm 2028:** Doanh thu tăng tốc trở lại khi CTCP Titan Hải Phòng (KCN Trần Dương) đi vào hoạt động và ghi nhận 1.776 tỷ đồng doanh thu ngay trong năm đầu tiên.
- **Áp lực gia tăng lên lợi nhuận ngắn hạn (2026-2027):** Dù lợi nhuận gộp tăng 21,6% svck trong năm 2026 (lên 5.260 tỷ đồng; TSLN gộp đạt 27,6%) và tăng 0,7% svck trong năm 2027 (lên 5.295 tỷ đồng; TSLN gộp đạt 26,5%), lợi nhuận thuần vẫn thu hẹp xuống 312 tỷ đồng trong năm 2026 (-35% svck) trước khi phục hồi nhẹ lên 355 tỷ đồng trong năm 2027 (+13,7% svck).

Mức giảm này không phản ánh sự suy yếu của HĐKD cốt lõi: phần lợi nhuận gộp tăng thêm đã bị hấp thụ hoàn toàn do chi phí tài chính và chi phí bán hàng & quản lý phình to. Hơn nữa, do GEL chỉ sở hữu thực tế 50,2% tại VGC, một phần đáng kể lợi nhuận phải phân bổ cho cổ đông thiểu số thay vì chảy về lợi nhuận thuần của công ty mẹ.

- **Chi phí vốn & đỉnh điểm áp lực tài chính:** Chi phí tài chính là yếu tố biến động chính đối với lợi nhuận hoạt động kinh doanh. HSC dự báo tổng nợ vay sẽ tăng từ 17.480 tỷ đồng trong năm 2025 và đạt đỉnh ở mức 28.300 tỷ đồng vào năm

2028. Theo đó, chi phí lãi vay phình to lên 1.416 tỷ đồng trong năm 2026 (+131,4% svck) và được dự báo sẽ đạt đỉnh ở mức 2.267 tỷ đồng vào năm 2028.

Chúng tôi đánh giá đợt tăng vốn này là chi phí hợp lý để tích lũy tài sản trong giai đoạn mở rộng – điểm sáng là khoản vay hợp vốn quốc tế 200 triệu USD (thời hạn 5 năm) từ HSBC dành cho FIH, vốn được đăng ký mua vượt gấp 2 lần.

- **Đột phá lợi nhuận (2028):** Khi chi phí lãi vay đạt đỉnh, các nguồn doanh thu mới bắt đầu được ghi nhận, tạo đòn bẩy hoạt động và đẩy lợi nhuận thuần năm 2028 tăng 51,5% svck lên 538 tỷ đồng.

Giai đoạn sau năm 2028: Thương mại hóa tài sản & bước ngoặt bứt phá lợi nhuận

Mở rộng tầm nhìn xa hơn giai đoạn dự báo cơ sở 2026-2028, mô hình dài hạn của chúng tôi dự báo việc thương mại hóa đồng loạt các tài sản sẽ tạo ra hiệu ứng đòn bẩy hoạt động tích cực. Kết hợp với sự đóng góp từ các công ty liên doanh (trọng tâm là FIH), công ty sẽ bước vào chu kỳ mở rộng tỷ suất lợi nhuận và cải thiện dòng tiền để từng bước hạ tỷ lệ đòn bẩy tài chính:

- **Dự báo tăng trưởng doanh thu thuần:** Doanh thu hợp nhất dự kiến đạt 26.702 tỷ đồng trong năm 2029 (+6,6% svck) – nhờ đóng góp ban đầu 1.258 tỷ đồng từ KCN Long Sơn – và chạm mốc 29.203 tỷ đồng vào năm 2030 (+9,4% svck) khi dự án điện gió Vĩnh Hải (129 MW) ghi nhận doanh thu trọn một năm trong năm đầu tiên, đóng góp 393 tỷ đồng. VGC ước tính đóng góp lần lượt 84,3%, 83% và 82% vào tổng doanh thu toàn tập đoàn trong giai đoạn 2028-2030.
- **Mở rộng tỷ suất lợi nhuận:** Tỷ suất lợi nhuận gộp phục hồi lên mức 34,7% vào năm 2030 (từ mức đáy 26,5% trong năm 2027). Đà cải thiện này được dẫn dắt bởi sự chuyển dịch tích cực trong cơ cấu doanh thu, khi các tài sản KCN mới với tỷ suất lợi nhuận cao hơn từng bước gia tăng tỷ trọng, thay thế cho mảng VLXD vốn có tỷ suất lợi nhuận mỏng hơn (trên cơ sở giả định giá bán VLXD giữ xu hướng đi ngang). Mảng năng lượng tái tạo (điện gió) dự báo đạt tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức trung tính, lần lượt là 33,1% trong năm 2029 và 34,7% trong năm 2030.
- **Lợi nhuận dài hạn tăng tốc:** Khi chi phí lãi vay hạ nhiệt về mức 1.347 tỷ đồng vào năm 2030 nhờ môi trường tín dụng nói lỏng, các kịch bản mở rộng ước tính lợi nhuận thuần sẽ tăng mạnh lên mốc 1.221 tỷ đồng vào năm 2029.
- **Dòng tiền & đóng góp từ cổ tức:** Dựa trên giả định tỷ lệ chi trả cổ tức 30% từ FIH và Titan Corp., GEL ước tính sẽ nhận được 1.904 tỷ đồng cổ tức tích lũy từ các công ty liên doanh trong giai đoạn 2026-2030 (so với 9.068 tỷ đồng chi phí lãi vay bằng tiền tích lũy phải trả). Bất kỳ kịch bản khả quan nào giúp cải thiện tỷ lệ chi trả cổ tức này cũng đều tạo thêm dư địa thanh khoản đáng kể cho công ty.

Trong giai đoạn 2025-2028, chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR là 20,5% và 3,8%. Nhìn xa hơn đến năm 2030, đà tăng trưởng doanh thu được dự báo sẽ đi vào ổn định với tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm đạt 15,3%, trong khi lợi nhuận thuần sẽ tăng tốc mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng CAGR ấn tượng 40,6%.

Bảng 102: Dự báo lợi nhuận (kịch bản cơ sở), GEL

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029E	2030E
Doanh thu thuần	14,137	12,713	14,302	19,050	19,956	25,053	26,702	29,203
Lợi nhuận gộp	3,829	3,682	4,327	5,260	5,295	7,398	8,843	10,126
Lợi nhuận/lỗ tài chính	(533)	(128)	(358)	(810)	(1,491)	(1,900)	(1,712)	(878)
Trong đó: chi phí lãi vay	(619)	(565)	(612)	(1,416)	(2,074)	(2,267)	(1,964)	(1,347)
Phần lợi nhuận từ công ty liên doanh	(1)	(75)	4	(68)	847	1,076	741	1,210
Chi phí BH&QL	(1,829)	(1,907)	(2,034)	(2,443)	(2,719)	(3,461)	(3,863)	(4,316)
Lợi nhuận hoạt động	1,466	1,572	1,939	1,938	1,932	3,114	4,009	6,142
Thu nhập thuần khác	(45)	53	90	-	-	-	-	-
LNTT	1,421	1,625	2,029	1,938	1,932	3,114	4,009	6,142
LNST	982	1,099	1,394	1,362	1,390	2,188	2,985	4,862
Lợi ích cổ đông thiểu số	(541)	(559)	(913)	(1,050)	(1,036)	(1,650)	(1,764)	(2,223)
Lợi nhuận thuần	441	540	481	312	355	538	1,221	2,639
Tăng trưởng								
Doanh thu thuần		-10.1%	12.5%	33.2%	4.8%	25.5%	6.6%	9.4%
Lợi nhuận gộp		-3.8%	17.5%	21.6%	0.7%	39.7%	19.5%	14.5%
Lợi nhuận/lỗ tài chính		-76.0%	180.4%	126.5%	83.9%	27.5%	-9.9%	-48.7%
Trong đó: chi phí lãi vay		-8.6%	8.3%	131.4%	46.4%	9.3%	-13.4%	-31.4%
Phần lợi nhuận từ công ty liên doanh		8522.1%	N/m	-2035.8%	N/m	27.1%	-31.1%	63.3%
Chi phí BH&QL		4.3%	6.7%	20.1%	11.3%	27.3%	11.6%	11.7%
Lợi nhuận hoạt động		7.3%	23.3%	0.0%	-0.3%	61.2%	28.7%	53.2%
Thu nhập thuần khác		N/m	70.8%	-100.0%	N/m	N/m	N/m	N/m
LNTT		14.4%	24.8%	-4.4%	-0.3%	61.2%	28.7%	53.2%
LNST		11.9%	26.8%	-2.3%	2.1%	57.3%	36.5%	62.9%
Lợi ích cổ đông thiểu số		3.2%	63.4%	15.0%	-1.4%	59.3%	6.9%	26.1%
Lợi nhuận thuần		22.6%	-11.0%	-35.0%	13.7%	51.5%	127.2%	116.0%

Nguồn: HSC estimates

Phân tích sâu chất lượng lợi nhuận: Đánh giá hiện tượng thất thoát lợi nhuận mang tính cấu trúc và rủi ro biến động từ các công ty liên doanh

Do danh mục dự án mở rộng của GEL chủ yếu được cấu trúc qua hình thức liên doanh thay vì công ty con hợp nhất hoàn toàn, các bất cập mang tính cấu trúc phát sinh dưới dòng lợi nhuận HĐKD cần được quan sát cẩn trọng. Cụ thể, sự lệch pha về tiến độ triển khai tại các công ty liên doanh cùng rủi ro thất thoát lớn cho cổ đông thiểu số đang làm biến dạng chất lượng lợi nhuận và dòng tiền ngắn hạn của GEL.

Mốc thời gian đóng góp lợi nhuận từ các công ty liên doanh: HSC lưu ý rằng theo dự báo hiện tại, lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết hợp nhất có sự biến động rất lớn. Chúng tôi dự báo KQKD sẽ ghi nhận sự đảo chiều ấn tượng, chuyển từ lỗ 68 tỷ đồng trong năm 2026 sang có lãi 1.210 tỷ đồng vào năm 2030. Quỹ đạo tăng trưởng này phản ánh rõ nét sự khác biệt về chu kỳ phát triển của từng nhóm tài sản:

- **Titan Corp. (kho bãi xây sẵn):** Đây là nguyên nhân chính gây ra khoản lỗ liên doanh ban đầu trong năm 2026 khi đang mở rộng công suất, khiến chi phí khấu hao tăng cao trong ngắn hạn. Tài sản này sẽ bắt đầu có lãi từ năm 2027 (159 tỷ đồng) và tăng trưởng đều đặn lên 459 tỷ đồng vào năm 2030, đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm là 42,2%.
- **FIH (động lực tăng trưởng chính trong trung và dài hạn):** Bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2027 (688 tỷ đồng) khi các dự án BĐS nhà ở bước vào giai đoạn bàn giao (dự án ANMaison và Landora dự kiến ghi nhận doanh thu từ năm 2027, còn dự án CityNest từ năm 2029), sau đó tăng lên 1.676 tỷ đồng (+112,1% svck) và 1.909 tỷ đồng (+13,9% svck), theo dự báo mở rộng cho giai đoạn 2029-2030 của chúng tôi.
- **Sân bay Quốc tế Gia Bình (tài sản chính):** Dự án chưa đóng góp lợi nhuận cho đến năm 2029, thời điểm ghi nhận lỗ ban đầu đè nặng lên KQKD là 1.314 tỷ đồng (năm 2029) và 1.158 tỷ đồng (năm 2030) – chủ yếu do chi phí lãi vay

và khấu hao đạt đỉnh trong giai đoạn đầu. Khoản lỗ này bào mòn khoảng 2/3 tổng lợi nhuận mà FIH tạo ra trong 2 năm đó.

Mất cân đối từ sự rò rỉ lợi ích cho cổ đông thiểu số: Tình trạng rò rỉ lợi ích cho cổ đông thiểu số là rào cản cấu trúc cốt lõi của GEL, bào mòn lần lượt 77,1% và 74,5% LNST hợp nhất trong năm 2026 và 2027..

- **Gánh nặng từ VGC:** Mặc dù tỷ lệ lợi ích cổ đông thiểu số của VGC trên LNST hợp nhất dự kiến sẽ giảm từ 77,1% (năm 2026) xuống 45,7% (năm 2030) do sự pha loãng từ nguồn lợi nhuận liên doanh tăng, quy mô thất thoát lợi nhuận tại VGC lại tăng mạnh gấp đôi – từ 892 tỷ đồng lên 1.771 tỷ đồng – giữ vững đà tăng liên tục trong suốt giai đoạn dự báo.
- **Mất cân đối mang tính cấu trúc:** Sự lệch pha căn bản nằm ở việc GEL hợp nhất 100% doanh thu và nợ vay của VGC nhưng chỉ hưởng 50,2% lợi nhuận – điểm lưu ý trọng yếu đã được chúng tôi đề cập trong phân tích tài chính năm 2025. Ngược lại, các tài sản được kỳ vọng sẽ tạo ra lợi nhuận trong tương lai (49% tại FIH, 20% tại Sân bay Gia Bình) lại được hạch toán theo phương pháp vốn CSH và sẽ không đóng góp nhiều vào lợi nhuận thuần của công ty cho đến các giai đoạn sau (như đã thảo luận trong phần Mốc thời gian đóng góp lợi nhuận từ các công ty liên doanh).

Khi hợp nhất các yếu tố này và loại bỏ phần đóng góp lợi nhuận từ các công ty liên kết, bức tranh hoạt động cốt lõi ở cấp công ty mẹ sẽ bộc lộ mảng tối với khoản lỗ mở rộng từ 492 tỷ đồng trong năm 2027 lên 539 tỷ đồng trong năm 2028, trước khi tiến đến điểm đảo chiều khởi sắc từ năm 2029 (theo dự báo mở rộng của chúng tôi).

Điều này tóm gọn luận điểm về "những năm bản lề" của chúng tôi, đồng thời làm nổi bật rủi ro cốt lõi về chất lượng lợi nhuận: KQKD hợp nhất riêng lẻ của GEL chưa đủ sức để gánh lợi nhuận cho công ty mẹ. Trên thực tế, vùng đáy lợi nhuận của riêng công ty mẹ rơi vào năm 2028 – trễ hơn 2 năm so với vùng đáy lợi nhuận thuần năm 2026. Điểm nghẽn này xuất phát từ việc chi phí tài trợ nợ vay cho các công ty liên doanh chạm đỉnh trước khi FIH cùng các KCN mở rộng kíp mang về nguồn thu nhập từ công ty liên kết để đảo chiều tăng trưởng từ năm 2029.

Như đã thảo luận ở phần trên, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm (giai đoạn 2025-2028) lần lượt ở mức 20,5% và 3,8%. Khi tính thêm các dự báo mở rộng cho giai đoạn 2029-2030, tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm (giai đoạn 2025-2030) của doanh thu và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 15,3% và 40,6%. Sự phân hóa giữa hai giai đoạn phản ánh rõ cấu trúc "năm bản lề" trong bức tranh lợi nhuận của tập đoàn.

Do hạn chế về mặt thông tin, mô hình dự báo của chúng tôi cho giai đoạn 2026-2030 – bao gồm cả kịch bản chính thức lẫn mở rộng – đều loại bỏ các khoản lợi nhuận tài chính không thường xuyên, lợi nhuận từ hoạt động thanh lý tài sản hay các nguồn thu ngoài HĐKD cốt lõi. Quan trọng hơn hết, định giá theo kịch bản cơ sở hiện vẫn chưa phản ánh giá trị từ 3 dự án nhà máy xử lý nước thải BT tại TP.HCM cũng như quỹ đất đối ứng liên quan.

Chúng tôi nhấn mạnh rằng việc hợp nhất 3 nhà máy xử lý nước thải BT tại TP.HCM và quỹ đất đối ứng sẽ giữ nguyên tốc độ tăng trưởng CAGR của doanh thu thuần, nhưng lợi nhuận của các công ty liên doanh tăng mạnh sẽ củng cố lợi nhuận thuần của GEL – đẩy tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần tăng lên 86,6% (và CAGR 5 năm đạt 71,1% bao gồm dự báo mở rộng cho giai đoạn 2029-2030).

Vui lòng xem phần định giá để có thông tin chi tiết về các giả định trong kịch bản lạc quan.

Bảng 103: Dự báo lợi nhuận (kịch bản tích cực), GEL

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029E	2030E
Doanh thu thuần	14,137	12,713	14,302	19,050	19,956	25,053	26,702	29,203
Lợi nhuận gộp	3,829	3,682	4,327	5,260	5,295	7,398	8,843	10,126
Lợi nhuận/lỗ tài chính	(533)	(128)	(358)	(810)	(1,633)	(1,930)	(1,460)	(451)
Trong đó: chi phí lãi vay	(619)	(565)	(612)	(1,416)	(2,166)	(2,317)	(1,872)	(1,255)
Phần lợi nhuận từ công ty liên doanh	(1)	(75)	4	(68)	847	1,702	3,312	4,357
Chi phí BH&QL	(1,829)	(1,907)	(2,034)	(2,443)	(2,719)	(3,461)	(3,863)	(4,316)
Lợi nhuận hoạt động	1,466	1,572	1,939	1,938	1,790	3,709	6,832	9,716
Thu nhập thuần khác	(45)	53	90	-	-	-	-	-
LNTT	1,421	1,625	2,029	1,938	1,790	3,709	6,832	9,716
LNST	982	1,099	1,394	1,362	1,248	2,783	5,808	8,436
Lợi ích cổ đông thiểu số	(541)	(559)	(913)	(1,050)	(1,036)	(1,650)	(1,764)	(2,223)
Lợi nhuận thuần	441	540	481	312	213	1,133	4,044	6,213
Tăng trưởng								
Doanh thu thuần		-10.1%	12.5%	33.2%	4.8%	25.5%	6.6%	9.4%
Lợi nhuận gộp		-3.8%	17.5%	21.6%	0.7%	39.7%	19.5%	14.5%
Lợi nhuận/lỗ tài chính		-76.0%	180.4%	126.5%	101.5%	18.2%	-24.4%	-69.1%
Trong đó: chi phí lãi vay		-8.6%	8.3%	131.4%	52.9%	7.0%	-19.2%	-32.9%
Phần lợi nhuận từ công ty liên doanh		8522.1%	N/m	-2035.8%	N/m	101.0%	94.5%	31.6%
Chi phí BH&QL		4.3%	6.7%	20.1%	11.3%	27.3%	11.6%	11.7%
Lợi nhuận hoạt động		7.3%	23.3%	0.0%	-7.7%	107.2%	84.2%	42.2%
Thu nhập thuần khác		N/m	70.8%	-100.0%	N/m	N/m	N/m	N/m
LNTT		14.4%	24.8%	-4.4%	-7.7%	107.2%	84.2%	42.2%
LNST		11.9%	26.8%	-2.3%	-8.3%	122.9%	108.7%	45.2%
Lợi ích cổ đông thiểu số		3.2%	63.4%	15.0%	-1.4%	59.3%	6.9%	26.1%
Lợi nhuận thuần		22.6%	-11.0%	-35.0%	-31.8%	432.5%	256.9%	53.6%

Nguồn: GEL, HSC estimates

Định giá hấp dẫn trong kịch bản tích cực nhờ mức chiết khấu sâu

HSC khuyến nghị lần đầu Mua vào đối với GEL với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 47.000 đồng/cp. Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá là 52,8%, dựa trên mức chiết khấu 0% so với ước tính RNAV/cp trong kịch bản cơ sở (kịch bản tích cực: 192,7%). Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu 34,6% so với ước tính RNAV/cp theo kịch bản cơ sở (và mức chiết khấu lớn hơn nhiều là 65,8% so với ước tính RNAV/cp trong kịch bản tích cực là 90.000 đồng/cp), nhỏ hơn so với cổ phiếu của đối thủ cạnh tranh trực tiếp. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng khoảng cách này sẽ tiếp tục thu hẹp trong 12 tháng tới khi các thủ tục pháp lý cho dự án nhà máy xử lý nước thải BT tại TP.HCM chính thức hoàn tất. Mặc dù có P/E dự phóng ngắn hạn ở mức cao do so với mức nền EPS thấp, GEL lại sở hữu định giá rất hấp dẫn với PEG dự phóng 5 năm (bao gồm giai đoạn mở rộng 2029-2030) chỉ đạt 1,2 lần ở kịch bản cơ sở và 0,8 lần ở kịch bản tích cực, qua đó làm nổi bật triển vọng tăng trưởng đầy thuyết phục của công ty. Theo quan điểm của chúng tôi, GEL mang lại cơ hội đầu tư tăng trưởng với mức giá hợp lý, với sự hỗ trợ tích cực của dòng tiền vững chắc từ mảng BĐS KCN và VLXD, tiềm năng mở rộng mảng BĐS nhà ở, cùng với động lực tăng trưởng dài hạn từ mảng hạ tầng và năng lượng.

Kết luận và phương pháp định giá

Do GEL sở hữu danh mục đầu tư đa dạng trên nhiều phân ngành, HSC áp dụng phương pháp định giá từng phần (SoTP) để phản ánh đầy đủ giá trị hợp lý của tập đoàn. Theo đó, RNAV/cp vào cuối năm 2027 dự kiến đạt 47.000 đồng, cao hơn nhiều so với thị giá hiện tại.

Như đã phân tích chi tiết ở phần so sánh EBITDA và chi phí lãi vay, GEL được kỳ vọng sẽ duy trì nền tảng tài chính lành mạnh dù đồng thời mở rộng sang nhiều mảng kinh doanh có đà tăng trưởng cao. Kết hợp với năng lực quản trị cùng bề dày thành tích của Chủ tịch HĐQT Nguyễn Văn Tuấn trong việc mở rộng quy mô kinh doanh, chúng tôi không áp dụng mức chiết khấu tập đoàn vào RNAV để xác định giá mục tiêu 12 tháng. Đây là giả định tương đối táo bạo khi cổ phiếu hiện giao dịch ở mức chiết khấu 34,6% và các công ty cùng ngành cũng đang chịu chiết khấu (chúng tôi phân tích độ nhạy cho giả định này ở phần bên dưới).

Chúng tôi định giá từng mảng kinh doanh của GEL dựa trên các phương pháp sau:

- **Đối với VGC:** Do VGC đã niêm yết và hiện nằm trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, giá mục tiêu của cổ phiếu này được áp dụng trực tiếp để xác định giá trị vốn CSH dự phóng 12 tháng tới. Để có thêm thông tin chi tiết các giả định cơ bản, vui lòng xem Báo cáo doanh nghiệp về VGC mới nhất của chúng tôi.
- **Đối với các KCN và kho bãi (Long Sơn, Trảng Dưng và Titan Corporation):** Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá các khu công nghiệp và hạ tầng logistics này.
- **Đối với mảng BĐS mà GEL phát triển thông qua liên doanh FIH:** Sau khi hoàn tất thoái một phần vốn cho Frasers trong Q2/2026, GEL hiện nắm giữ 49% cổ phần có quyền biểu quyết. Tuy nhiên, BLĐ cho biết lợi ích kinh tế thực tế của GEL tại các dự án thành phần của FIH ở mức 65%. Do đó, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá các dự án nhà ở này dựa trên 65% tỷ lệ lợi ích kinh tế.
- **Đối với mảng nước sạch:** Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF cho VCW để phản ánh đóng góp đáng kể của doanh nghiệp này vào doanh thu và lợi nhuận của GEL. Ngược lại, chúng tôi áp dụng phương pháp giá trị sổ sách đối với CTCP Nước sạch Tây Hà Nội do quy mô nhỏ trên bảng CĐKT của GEL (khoảng 100 tỷ đồng).
- **Đối với các dự án liên doanh khác (Xử lý nước thải TP.HCM, Sân bay Gia Bình):**

- Xử lý nước thải TP.HCM: Chúng tôi loại bỏ hoàn toàn 3 dự án xử lý nước thải TP.HCM khỏi mô hình định giá do tính đến thời điểm phát hành báo cáo, chưa có dự án BT nào trong số này nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư chính thức từ UBND TP.HCM.
- Sân bay Quốc tế Gia Bình: Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá dự án. Do hạch toán dự án theo phương pháp vốn chủ sở hữu, mô hình định giá của chúng tôi phản ánh phần cổ tức GEL được chia bắt đầu từ năm 2036 (sau giai đoạn xây dựng và trả nợ) cộng với phần giá trị dài hạn.

Mô hình định giá của chúng tôi áp dụng giả định WACC 10,5%, dựa trên (1) lãi suất phi rủi ro 4%; (2) phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh 10,25% (bao gồm phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm – phản ánh thực tế huy động vốn tại Việt Nam cho mảng BĐS và các ngành liên quan – cộng vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75%); (3) hệ số beta là 0,9 lần (bình quân 2 năm, theo Bloomberg).

Chi tiết định giá được trình bày trong Bảng 104, trong khi phân tích độ nhạy đối với giả định chiết khấu RNAV/cp theo kịch bản cơ sở được trình bày trong Bảng 105.

Bảng 104: Định giá theo kịch bản cơ sở, GEL

Tỷ đồng	Tỷ lệ sở hữu vốn của GEL	Lợi ích kinh tế của GEL	Định giá (cuối 2027F)	Đóng góp vào RNAV (cuối 2027F)	Phương pháp định giá
VGC	50%	50%	11,687	20.2%	VGC TP
VCW	62%	62%	2,682	4.6%	DCF
KCN Long Sơn (thuộc PXL)	65%	65%	3,841	6.6%	DCF
Titan Hải Phòng (KCN Trần Dương)	70%	70%	1,900	3.3%	DCF
FIH*	49%	65%	17,253	29.8%	DCF
Gia Bình IA (Masterise)	20%	20%	10,595	18.3%	DCF
Titan Corp. (kho xưởng)	49%	49%	7,359	12.7%	DCF
Năng lượng	100%	100%	535	0.9%	DCF
BT - Xử lý nước thải	0%	0%	-	0.0%	BV
Nước sạch Tây Hà Nội	50%	50%	97	0.2%	BV
GELEX Development	100%	100%	30	0.1%	BV
Bất động sản đầu tư			1,933	3.3%	BV
Tổng giá trị tài sản gộp			57,912	100.0%	
+ Tài sản khác			2,386		
- Nợ khác			(926)		
Nợ điều chỉnh			(18,389)		
Thực tế/dự báo GEL hợp nhất			(19,264)		
Điều chỉnh theo công ty con (VGC, VCW,...)			875		
RNAV			40,983		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			890		
RNAVPS (đồng)			47,000		
Giả định chiết khấu			0%		
Giá mục tiêu (đồng)			47,000		

Lưu ý: *Ban lãnh đạo cho biết GEL nắm giữ 65% lợi ích kinh tế thực tế tại các dự án nhà ở cơ sở của FIH.
Nguồn: HSC

Bảng 105: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu RNAVPS (kịch bản cơ sở), GEL

Mặc dù GEL hiện đang giao dịch với mức chiết khấu 34,6% so với RNAV ước tính của chúng tôi, giá mục tiêu áp dụng mức chiết khấu 0%

Giả định chiết khấu	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
Giá mục tiêu (đồng)	28,200	32,900	37,600	42,300	47,000	51,700	56,400	61,100	65,800
Tiềm năng tăng giá so với thị giá	-8.3%	7.0%	22.3%	37.6%	52.8%	68.1%	83.4%	98.7%	114.0%

Nguồn: HSC estimates

Bảng 106: Tính toán RNAVPS theo 3 kịch bản, GEL

Tiềm năng tăng giá cao với câu chuyện đầu tư hấp dẫn

Kịch bản	RNAV/cp (đồng)	Cao hơn giá cổ phiếu hiện tại	Giá định
Kịch bản tiêu cực	38,000	23.6%	- Định giá tài sản SB Gia Bình thận trọng theo giá trị sổ sách. - Tiến độ thương mại hóa dự án FIH, PXL và Trần Dương bị chậm
Kịch bản cơ sở	47,000	52.8%	
Kịch bản tích cực	90,000	192.7%	Bổ sung dự án BT Nhà máy xử lý nước thải TP.HCM và các khu đất đối ứng được ước tính theo Dự thảo 313 và Nghị quyết 42.

Nguồn: HSC

Chúng tôi cũng trình bày các kịch bản định giá tích cực và tiêu cực trong Bảng 106 và được thảo luận chi tiết ở phần bên dưới. Chúng tôi lưu ý rằng trong mọi kịch bản định giá, các dự án hạ tầng giao thông theo hợp đồng BT kết nối Sân bay Quốc tế Gia Bình với mạng lưới giao thông phụ cận đều được loại trừ. Đây là lựa chọn chủ động do chúng tôi chưa có đầy đủ thông tin, khác với dự án BT xử lý nước thải TP.HCM vốn đã được đưa vào kịch bản tích cực.

Chúng tôi nhấn mạnh rằng ngay cả trong kịch bản tiêu cực – Sân bay Gia Bình ghi nhận theo giá trị sổ sách và tiến độ thương mại hóa tại FIH, PXL, Trần Dương chậm hơn – RNAV/cp vẫn đạt 38.000 đồng (+23,6% so với thị giá hiện tại). Trong khi đó, kịch bản tích cực đạt 90.000 đồng (+192,7%), nhờ ghi nhận giá trị dự ước từ các dự án BT nước thải TP.HCM và quỹ đất đối ứng (theo Dự thảo 313 và Nghị quyết 42).

Các kịch bản tích cực dựa trên các điều chỉnh/giá định sau:

- Phản ánh dự án BT Xử lý nước thải TP.HCM vào mô hình định giá:** Chúng tôi đưa 3 dự án xử lý nước thải TP.HCM cùng với các quỹ đất đối ứng được chỉ định vào mô hình định giá. Chi tiết như sau:
 - Chuỗi giá trị: Kịch bản tích cực của chúng tôi mô hình hóa quá trình thực thi toàn diện qua ba giai đoạn then chốt: (1) GEL cùng các đối tác trong liên danh đạt chấp thuận đầu tư và tiến hành xây dựng các nhà máy xử lý nước thải; (2) Sau khi ký hợp đồng BT, liên danh nhận các quỹ đất đối ứng để thanh toán theo cơ chế BT mới; (3) Liên danh phát triển thành công các lô đất này thành dự án bất động sản thương mại để bán.
 - Quỹ đất đối ứng: Do danh sách các lô đất chính thức chưa hoàn tất, mô hình định giá của chúng tôi được căn cứ trên các quỹ đất thuộc cả Dự thảo 313 và Nghị quyết 42 – vốn được bóc tách theo hai nhóm riêng biệt:
 - **Nhóm 1** (Các lô đất đã được định danh): Bao gồm 6 lô đất đã được định danh trong cả hai văn bản, với tổng diện tích 4,7 ha (trong đó 5 trong số 6 lô nằm tại Thủ Thiêm – khu vực trung tâm thuộc Trung tâm Tài chính Quốc tế đầu tiên của Việt Nam và Quận 1). Chúng tôi xác định giá trị cơ sở của các lô đất này bằng hai phương pháp: (1) theo khung giá hành chính của Nhà nước được nêu tại phụ lục Dự thảo 313; và (2) theo giá thị trường dựa trên các giao dịch tham chiếu tại các vị trí đắc địa gần đây (ví dụ: thương vụ Phát Đạt - Lotte ở mức 290 triệu đồng/m² và Sơn Kim Land - Saigon Broadway ở mức 300 triệu đồng/m²).
 - **Nhóm 2** (Các lô đất chưa được định danh): Được ghi nhận theo giá trị còn lại của hợp đồng BT ký với Nhà nước.
- Mô hình phát triển & Giá trị tài sản có khả năng thương mại hóa:** Giá trị đất xác định từ các bước trên đóng vai trò là chi phí đầu vào cốt lõi cho mô hình phát triển BĐS của chúng tôi. Chúng tôi mô hình hóa từng lô đất như một dự án phát triển BĐS độc lập (bằng phương pháp DCF) – cộng chi phí xây dựng dự ước vào giá trị đất ban đầu để xác định tổng giá trị GEL có thể thu về sau khi hoàn thành và mở bán.
- Về tiến độ xây dựng:** Chúng tôi dự kiến quá trình xây dựng cả 3 nhà máy xử lý nước thải sẽ kéo dài trong giai đoạn 2027-2029; việc bàn giao các quỹ đất đối ứng diễn ra trong giai đoạn 2027-2028; còn công tác phát triển

và mở bán các lô đất sẽ diễn ra trong vòng 10 năm tiếp theo – triển khai cuốn chiếu lần lượt từng lô.

Trong khi đó, các kịch bản tiêu cực dựa trên các điều chỉnh/giả định sau:

- **Định giá tài sản thận trọng hơn do tiến độ thương mại hóa chậm lại:** Chúng tôi định giá dự án Sân bay Quốc tế Gia Bình thuần túy theo giá trị sổ sách (thay vì phương pháp DCF), đồng thời giả định tiến độ bàn giao chậm hơn tại các dự án nhà ở của FIH cũng như các KCN Long Sơn và Trần Dương. Binh International Airport project strictly at its book value (rather than via DCF) and assume a slower handover pace across FIH residential projects, Long Son and Tran Duong IPs.

Bối cảnh định giá

Nhóm công ty phát triển BĐS nhà ở trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi hiện giao dịch ở mức chiết khấu bình quân 51,4% so với ước tính RNAV/cp, và nhóm BĐS KCN là 49,1%. Mức này sâu hơn mức chiết khấu 34,6% của GEL theo kịch bản cơ sở, nhưng thấp hơn đáng kể so với mức chiết khấu 65,8% theo kịch bản tích cực. Chúng tôi lưu ý rằng GEL mới chỉ niêm yết từ tháng 2/2026, do đó không có mức chiết khấu bình quân 3 năm so với ước tính RNAV để thị trường làm mốc tham chiếu (Bảng 107).

Trong khi đó, GEL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 81,3 lần và P/B trượt dự phóng 1 năm là 2,1 lần, cao hơn nhiều so với toàn ngành (lần lượt dao động trong khoảng 12,5-31,3 lần và 1-2,1 lần). Chúng tôi lưu ý rằng dự báo EPS ở mức thấp trong giai đoạn 2026-2027 – thời kỳ nền tảng của GEL – chỉ tạo ra mức định giá cao mang tính kỹ thuật, chứ không đồng nghĩa với việc cổ phiếu đang có mức định giá cao. Chúng tôi cho rằng PEG là thước đo định giá chuẩn xác và khách quan hơn. Bằng cách so sánh P/E hiện tại với tốc độ tăng trưởng EPS. Chỉ số này giúp loại bỏ hoàn toàn hiện tượng nhiễu và méo mó định giá do mặt bằng EPS ngắn hạn gây ra. GEL hiện có PEG dự phóng 5 năm – bao gồm 3 năm dự báo (đến năm 2028) và 2 năm mở rộng – là 1,2 lần (kịch bản cơ sở) và 0,8 lần (kịch bản tích cực) (giai đoạn 3 năm lần lượt là 2,8 lần và 1 lần), giúp GEL trở thành cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng ở mức giá hợp lý.

Chúng tôi lưu ý thêm rằng kịch bản cơ sở hiện chưa tính đến đóng góp EPS từ các quỹ đất đối ứng thuộc các dự án BT xử lý nước thải tại TP.HCM. Bên cạnh các thủ tục phê duyệt pháp lý, phân kỳ tiến độ triển khai cũng đầy thời điểm ghi nhận doanh thu của dự án ra ngoài giai đoạn dự báo chính thức của chúng tôi. Theo tiến độ trong kịch bản tích cực, thời gian xây dựng nhà máy kéo dài từ năm 2027 đến năm 2029. Việc giao đất diễn ra trong năm 2027 (ngay sau khi ký hợp đồng BT theo cơ chế mới) và doanh thu được ghi nhận từ năm 2028 trở đi. Xét về mặt định giá, điều này đồng nghĩa với việc năm 2030 khó có thể coi là điểm trần cho đà tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp.

Hơn nữa, điểm tạo nên sự khác biệt rõ nét của GEL so với phần còn lại không chỉ nằm ở mảng BĐS KCN vững vàng hay dòng tiền ổn định từ năng lượng và nước sạch. GEL cũng đang đẩy mạnh mở rộng mảng BĐS nhà ở và quỹ đất đối ứng từ các dự án BT. Điều này tạo điểm tựa định giá vững chắc, đồng thời mở ra động lực tăng trưởng dài hạn xoay quanh dự án Sân bay Quốc tế Gia Bình.

Do đó, trong khi nhiều công ty cùng ngành đang giao dịch ở mức chiết khấu sâu, GEL lại nổi bật nhờ mang lại mức chiết khấu định giá cực kỳ lớn theo kịch bản tích cực, đi kèm với câu chuyện tăng trưởng đầy thuyết phục. Đây chính là lợi thế cạnh tranh cốt lõi, đưa GEL trở thành lựa chọn đầu tư có độ tin cậy cao nhất để tích lũy trong các nhịp biến động của thị trường.

Bảng 107: Tổng hợp các chỉ số định giá, GEL và các doanh nghiệp BĐS trong danh sách khuyến nghị của HSC

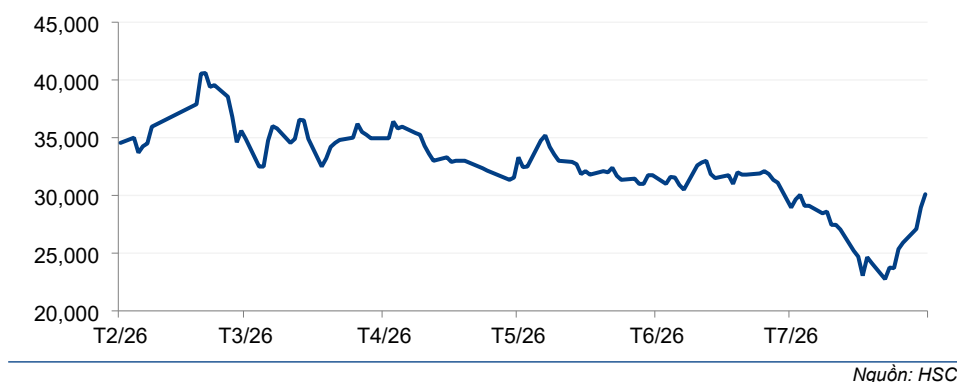
GEL đang giao dịch với mức chiết khấu 65,8% so với RNAVPS theo kịch bản tích cực, cao hơn đáng kể so với mức chiết khấu trung bình lần lượt 51,4% và 49,1% của các doanh nghiệp phát triển BĐS nhà ở và khu công nghiệp cùng ngành.

Định giá	Khuyến nghị	Giá cp (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá	RNAVPS dự phóng (đồng)	Chiết khấu RNAV dự phóng	Chiết khấu TB 3 năm RNAV	P/E trượt 1 năm (lần)	P/B trượt 1 năm (lần)
VHM	Tăng tỷ trọng	73,000	78,500	7.5%	78,461	-7.0%	-41.3%	11.4	2.3
KDH	Mua vào	17,950	32,300	79.9%	46,175	-61.1%	-35.1%	18.4	1.0
NLG	Mua vào	22,200	39,700	78.8%	56,640	-60.8%	-34.0%	15.7	0.8
DXG	Mua vào	10,700	16,667	55.8%	31,700	-66.2%	-44.9%	56.8	0.9
NVL	Tăng tỷ trọng	13,900	16,744	20.5%	30,688	-54.7%	-29.1%	52.3	0.8
PDR	Tăng tỷ trọng	11,900	19,200	61.3%	27,452	-56.7%	-27.8%	59.1	0.9
TCH	Tăng tỷ trọng	11,800	20,000	69.5%	25,401	-53.5%	N/a	5.5	0.6
TB – DN phát triển BĐS				53.3%		-51.4%	-35.4%	31.3	1.0
PHR	Nắm giữ	58,200	86,000	47.8%	86,000	-32.3%	-44.2%	7.8	2.0
VGC	Mua vào	38,500	50,500	31.2%	71,312	-46.0%	-35.1%	10.3	2.3
IDC	Mua vào	33,600	47,455	41.2%	74,571	-54.9%	-34.0%	6.1	2.7
KBC	Mua vào	28,000	35,000	25.0%	58,259	-51.9%	-44.9%	18.1	1.2
SIP	Tăng tỷ trọng	38,600	88,000	128.0%	125,728	-69.3%	-29.1%	7.3	2.3
BCM	Tăng tỷ trọng	50,900	60,500	18.9%	84,800	-40.0%	-27.8%	25.6	2.3
TB - DN BĐS KCN				48.7%		-49.1%	-35.9%	12.5	2.1
TB – toàn ngành				51.2%		-50.3%	-35.6%	22.6	1.5
GEL – Kịch bản tiêu cực	N/a	30,750	N/a	N/a	40,000	-23.1%	N/a	111.7	N/a
GEL - Kịch bản cơ sở	Mua vào	30,750	47,000	52.8%	47,000	-34.6%	N/a	81.3	N/a
GEL - Kịch bản tích cực	N/a	30,750	N/a	N/a	90,000	-65.8%	N/a	107.3	N/a

Note: Closing prices as of 7 Aug.
Nguồn: HSC

Biểu đồ 108: Diễn biến giá cổ phiếu (đồng), GEL

Diễn biến giá cổ phiếu GEL trong quá khứ phù hợp với xu hướng định giá lại của ngành



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	12,713	14,302	19,050	19,956	25,053
Lợi nhuận gộp	3,682	4,327	5,260	5,295	7,398
Chi phí BH&QL	(1,907)	(2,034)	(2,443)	(2,719)	(3,461)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,775	2,293	2,817	2,576	3,937
Lãi vay thuần	(128)	(358)	(810)	(1,491)	(1,900)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	(74.7)	3.51	(67.9)	847	1,076
Lợi nhuận khác	52.6	89.9	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,625	2,029	1,938	1,932	3,114
Chi phí thuế TNDN	(526)	(635)	(577)	(542)	(926)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(559)	(913)	(1,050)	(1,036)	(1,650)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	540	481	312	355	538
Lợi nhuận thuần ĐC	487	391	312	355	538
EBITDA ĐC	4,293	4,715	4,920	3,764	5,149
EPS (đồng)	684	608	351	399	604
EPS ĐC (đồng)	617	494	351	399	604
DPS (đồng)	491	828	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	790	790	890	890	890
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	790	790	890	890	890
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	790	790	890	890	890

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	3,216	4,992	5,310	5,750	7,734
Đầu tư ngắn hạn	439	3,300	3,309	1,930	828
Phải thu khách hàng	2,999	2,697	2,231	2,190	2,395
Hàng tồn kho	4,669	8,676	11,297	14,772	15,438
Các tài sản ngắn hạn khác	779	754	754	754	754
Tổng tài sản ngắn hạn	12,103	20,419	22,900	25,396	27,149
TSCĐ hữu hình	10,763	10,759	10,918	12,000	15,273
TSCĐ vô hình	530	568	599	631	663
Bất động sản đầu tư	2,237	2,576	1,742	1,933	2,127
Đầu tư dài hạn	131	130	130	130	130
Đầu tư vào Cty LD,LK	677	1,533	16,259	16,852	17,605
Tài sản dài hạn khác	9,135	10,940	5,768	5,451	5,207
Tổng tài sản dài hạn	23,473	26,507	35,416	36,997	41,006
Tổng cộng tài sản	35,576	46,926	58,316	62,394	68,154
Nợ ngắn hạn	2,870	5,866	3,914	6,752	12,987
Phả trả người bán	1,798	1,985	3,245	2,316	4,381
Nợ ngắn hạn khác	2,186	2,532	2,532	2,532	2,532
Tổng nợ ngắn hạn	9,182	12,276	12,049	14,045	22,843
Nợ dài hạn	5,177	11,614	19,078	20,192	15,313
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	624	742	742	742	742
Nợ dài hạn khác	3,470	3,174	3,062	2,954	2,852
Tổng nợ dài hạn	9,272	15,529	22,881	23,888	18,907
Tổng nợ phải trả	18,889	27,963	35,087	38,091	41,908
Vốn chủ sở hữu	9,188	9,629	12,845	12,883	13,177
Lợi ích cổ đông thiểu số	7,499	9,334	10,384	11,419	13,069
Tổng vốn chủ sở hữu	16,687	18,962	23,229	24,303	26,246
Tổng nợ phải trả và VCSH	35,576	46,926	58,316	62,394	68,154
BVPS (đ)	11,630	12,188	14,433	14,476	14,806
Nợ thuần/(tiền mặt)	4,831	12,489	17,682	21,194	20,566

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,775	2,293	2,817	2,576	3,937
Khấu hao	(2,518)	(2,422)	(2,103)	(1,189)	(1,212)
Lãi vay thuần	(128)	(358)	(810)	(1,491)	(1,900)
Thuế TNDN đã nộp	(526)	(635)	(577)	(542)	(926)
Thay đổi vốn lưu động	1,175	(958)	(542)	(4,383)	1,591
Khác	(575)	(1,004)	(444)	(407)	(471)
LCT thuần từ HKKD	4,239	1,760	7,830	(3,059)	3,443
Đầu tư TS dài hạn	(3,147)	(4,051)	(1,544)	(2,494)	(4,711)
Góp vốn & đầu tư	(513)	(3,023)	(14,793)	0	0
Thanh lý	2,296	12.9	0	0	0
Khác	(995)	(347)	435	2,040	1,896
LCT thuần từ HĐĐT	(2,358)	(7,409)	(15,902)	(454)	(2,815)
Cổ tức trả cho CSH	(388)	(654)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0.00	974	2,879	0	0
Tăng/giảm nợ	(379)	7,088	5,512	3,952	1,356
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(767)	7,408	8,390	3,952	1,356
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,080	3,216	4,992	5,310	5,750
LCT thuần trong kỳ	1,113	1,759	318	440	1,984
Ảnh hưởng của tỷ giá	22.9	16.1	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,216	4,992	5,310	5,750	7,734
Dòng tiền tự do	1,092	(2,291)	6,286	(5,552)	(1,268)

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	29.0	30.3	27.6	26.5	29.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	33.8	33.0	25.8	18.9	20.6
Tỷ suất LNT (%)	4.25	3.36	1.64	1.78	2.15
Thuế TNDN hiện hành (%)	32.4	31.3	29.7	28.0	29.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(10.1)	12.5	33.2	4.76	25.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(23.3)	9.83	4.35	(23.5)	36.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	0.36	(19.9)	(20.1)	13.7	51.5
Tăng trưởng EPS (%)	38.7	(11.1)	(42.3)	13.7	51.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	13.6	(19.9)	(29.0)	13.7	51.5
Tăng trưởng DPS (%)	(55.2)	68.5	(100)	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	71.8	136	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.13	5.11	2.78	2.76	4.13
ROACE (%)	6.50	7.51	6.96	5.44	8.41
Vòng quay tài sản (lần)	0.35	0.35	0.36	0.33	0.38
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	2.39	0.77	2.78	(1.19)	0.87
Số ngày tồn kho	189	317	299	368	319
Số ngày phải thu	121	98.7	59.0	54.5	49.5
Số ngày phải trả	72.7	72.6	85.9	57.6	90.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	73.5	144	152	180	175
Nợ/tài sản (%)	28.0	40.2	42.6	46.3	45.1
EBIT/lãi vay (lần)	13.9	6.41	3.48	1.73	2.07
Nợ/EBITDA (lần)	2.32	4.00	5.05	7.68	5.97
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.32	1.66	1.90	1.81	1.19
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.29	2.57	2.36	2.43	1.91
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.78	7.80	9.16	12.9	9.31
P/E (lần)	45.0	50.6	87.7	77.1	50.9
P/E ĐC (lần)	49.8	62.2	87.7	77.1	50.9
P/B (lần)	2.64	2.52	2.13	2.12	2.08
Lợi suất cổ tức (%)	1.60	2.69	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn