

CTCP Hạ tầng GELEX (HSX: GEL)

BDS KHU CÔNG NGHIỆP & VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Chi phí tài chính tăng kéo LN Q4 sụt giảm

- Doanh thu Q4/25 tăng 10.9% svck nhờ cả ba mảng kinh doanh cốt lõi đều ghi nhận tăng trưởng tích cực. Tuy nhiên LN trước thuế Q4/25 giảm 10.9% svck do chi phí tài chính tăng mạnh.
- Doanh thu năm 2025 tăng 12.6% svck đạt 14,308 tỷ đồng. Trong khi đó LN ròng giảm 11.4% svck khi không có thu nhập từ chuyển nhượng dự án điện như năm 2024.

Doanh thu Q4 tăng trưởng đến từ cả ba mảng kinh doanh cốt lõi

Doanh thu Q4/25 tăng 10.9% svck nhờ: 1) Mảng VLXD tiếp tục phục hồi với mức tăng 5.0% svck nhờ thị trường xây dựng, BĐS đang trên đà phục hồi, trong đó các sản phẩm kinh xây dựng có sự phục tương đối hồi mạnh (+16.6% svck); 2) Doanh thu dịch vụ trong KCN tăng trưởng mạnh nhờ có thêm các khách thuê mới trong khi doanh thu từ hoạt động bàn giao đất KCN giảm nhẹ svck; 3) Doanh thu cung cấp nước tăng gần gấp đôi cùng kỳ nhờ cả sản lượng và giá bán đều tăng. Ngày 28/3/2025 CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà được chấp thuận nâng giá bán buôn nước từ 5,069 đồng/m³ (dự tri từ năm 2014) lên 7,767 đồng/m³, tương đương tăng 53.2%.

Biên LN gộp Q4 nhích nhẹ dù giá bán nước tăng mạnh do biên mảng KCN giảm

Mặc dù biên lợi nhuận mảng cung cấp nước sạch tăng mạnh 20 điểm % svck từ mức 27.7% lên 47.7% trong Q4/25 nhờ giá bán tăng mạnh, biên LN gộp của công ty chỉ tăng nhẹ 0.2 điểm % do mảng BĐS KCN có biên co hẹp trên nền cao trong Q4/24. Biên LN mảng BĐS KCN ở mức 49.2% trong Q4/25, giảm 12.7 điểm % trên nền cao Q4/24 và giảm nhẹ 2.1 điểm % so với bình quân 9T25. Chúng tôi cho rằng sự thay đổi biên LN ở mảng KCN phần lớn đến từ chênh lệch biên LN của các dự án ghi nhận bàn giao trong các kỳ khi giá cho thuê các dự án KCN hiện hữu nhìn chung vẫn duy trì giá bán như đầu năm 2025/cuối năm 2024.

Chi phí tài chính ròng Q4 tăng mạnh do chi phí lãi vay tăng và điều chỉnh khoản hoàn nhập lỗ do thanh lý các khoản đầu tư tài chính

Chi phí lãi vay trong Q4/25 là 191 tỷ đồng, tăng 48.2% svck do dư nợ vay tăng mạnh. Cùng với đó trong Q4/25 công ty đã điều chỉnh giảm khoản hoàn nhập lỗ do thanh lý các khoản đầu tư (116 tỷ đồng) đã ghi nhận trong Q2 và Q3/25, dẫn đến chi phí tài chính tăng mạnh trong Q4/25.

Bức tổng thể năm 2025: Doanh thu tăng trưởng tích cực nhưng LN ròng giảm do không ghi nhận chuyển nhượng các dự án điện như năm 2024

Doanh thu năm 2025 tăng 12.6% svck nhờ các mảng kinh doanh cốt lõi đều ghi nhận tăng trưởng tích cực dù không còn mảng sản xuất và kinh doanh điện sau khi đã chuyển nhượng hết các dự án ở mảng này trong năm 2024. Tuy nhiên LN ròng giảm 11.4% svck do không ghi nhận thu nhập từ chuyển nhượng dự án điện như năm 2024. Trong năm 2024, công ty ghi nhận 423 tỷ đồng lãi từ chuyển nhượng các dự án năng lượng tái tạo cho Sembcorp.

Tỷ đồng	Q4/25	Q4/24	% svck	2025	2024	% svck
Doanh thu	4,310	3,885	10.9%	14,308	12,713	12.6%
Vật liệu xây dựng	2,496	2,376	5.0%	8,787	7,812	12.5%
BDS KCN	1,461	1,330	9.9%	4,662	4,150	12.3%
Sản xuất và kinh doanh điện	-	-	0.0%	-	212	n/a
Cung cấp nước	321	164	95.1%	977	594	64.4%
Khác	33	16	108.3%	(118)	(55)	112.0%
LN gộp	1,436	1,286	11.7%	4,329	3,682	17.6%
Chi phí BH&QLDN	(593)	(620)	-4.5%	(2,038)	(1,907)	6.9%
Chi phí tài chính ròng	(239)	56	n/a	(356)	(128)	178.7%
Thu nhập khác ròng	59	32	81.7%	88	53	67.0%
LN trước thuế	671	754	-10.9%	2,027	1,625	24.7%
LN sau thuế	403	584	-31.0%	1,387	1,099	26.2%
LN ròng	41	330	-87.5%	479	540	-11.4%
Biên LN gộp	33.3%	33.1%	+0.2 đ %	30.3%	29.0%	+1.3 đ %
Biên LN ròng	1.0%	8.5%	-7.5 đ %	3.3%	4.2%	-0.9 đ %

Giá hiện tại	34,250 đ/cp
Cao nhất	35,050 đ/cp
Thấp nhất	31,800 đ/cp
Giá mục tiêu	N/A
TP sv Consensus	N/A
Tiềm năng tăng giá	N/A
Tỷ suất cổ tức	N/A
Tổng tỷ suất sinh lời	N/A

Thị giá vốn (tỷ đồng)	30,482
KLGD TB	4,462,267
Sở hữu NN còn lại (%)	47.9%
Số CP lưu hành (tr)	890
Số CP sau pha loãng (tr)	890

	GEL	VNI
P/E trượt 12T	57.2x	14.6x
P/B hiện tại	3.2x	2.1x
ROAA	1.2%	2.4%
ROAE	5.1%	16.1%

*Dữ liệu ngày 11/2/2026

Cơ cấu sở hữu

CTCP Tập đoàn GELEX	70.2%
Khác	29.8%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Hạ tầng GELEX tiền thân là Công ty TNHH MTV Năng lượng GELEX, được thành lập năm 2016. Năm 2020 công ty đổi tên và chuyển đổi thành CTCP. Đầu năm 2026, công ty chính thức niêm yết trên sàn HOSE. Hiện công ty đang hoạt động kinh doanh trong ba lĩnh vực chính gồm: BĐS và vật liệu xây dựng thông qua công ty con là Viglacera (VGC), CTCP Đầu tư KCN Dầu khí Long Sơn (PLX), CTCP Titan Hải Phòng và một vài công ty khác; và cung cấp nước sạch thông qua công ty con là CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Thúy Nga

nganttt1@vpbanks.com.vn

Điểm nhấn chính trên bảng cân đối kế toán

Tính đến cuối 2025, tổng tài sản của công ty đạt 46,835 tỷ đồng, tăng mạnh 31.6% so với đầu năm nhờ dòng tiền kinh doanh tích cực và đẩy mạnh các khoản đầu tư.

- Tiền, tương đương tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (chủ yếu là tiền gửi có kỳ hạn, ngoài ra còn có trái phiếu và cổ phiếu) tăng gấp 2.3 lần so với đầu năm nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tích cực (+2,445 tỷ đồng). Bên cạnh đó còn đến từ thu hồi một phần các khoản cho vay và một số khoản vay chưa kịp giải ngân trong kỳ.
- Hàng tồn kho tăng mạnh 85% so với đầu năm và so với quý trước do chi phí kinh doanh dở dang tăng. Mặc dù chưa có báo cáo thuyết minh chi tiết về khoản mục này, chúng tôi cho rằng phần tăng lên phần lớn phản ánh giá trị quyền sử dụng đất và quyền thuê đất của dự án ANMaison tại Hải Phòng mà công ty vừa đấu giá thành công và khởi công trong tháng 12/2025.
- Chi phí xây dựng cơ bản dở dang tăng 12.7% so với đầu năm phần lớn là chi phí xây dựng dự án KCN Sông Công II và dự án cấp nước chuỗi đô thị Sơn Tây – Hòa Lạc – Xuân Mai – Miếu Môn – Hà Nội – Hà Đông.
- Trong năm công ty đầu tư thêm vào 1,442 tỷ đồng vào 3 công ty gồm: công ty TNHH Titan Corporation, CTCP Titan Hải Phòng (chủ đầu tư Khu công nghiệp Trấn Dương – Hòa Bình (Khu A), giai đoạn 1) và CTCP Xây lắp Dầu khí Bình Sơn.

Do đó nợ vay tăng gấp 2.2 lần so với đầu năm lên 17,480 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH tại cuối Q4/25 là 0.48 lần, tăng mạnh từ mức 0.26 lần tại thời điểm đầu năm, nhưng vẫn ở mức tương đối an toàn và sẽ cải thiện trong Q1 sau khi ghi nhận kết quả đấu giá thành công 100 triệu cổ phiếu ngày 31/12/2025.

(Tỷ đồng)	Q4/25	% sv đầu năm	% sv quý trước	% trên tổng
Tổng tài sản	46,835	31.6%	13.1%	
Tiền, tương đương tiền và ĐTTC ngắn hạn	8,292	126.8%	53.1%	17.7%
Các khoản cho vay	1,154	-46.8%	1.5%	2.5%
Các khoản phải thu ngắn hạn ngoài cho vay	2,202	33.5%	-47.5%	4.7%
Hàng tồn kho	8,676	85.8%	84.7%	18.5%
Tài sản cố định hữu hình	10,477	0.0%	-2.1%	22.4%
Bất động sản đầu tư	2,576	15.2%	-3.9%	5.5%
Tài sản dở dang dài hạn	7,178	12.7%	14.1%	15.3%
Đầu tư vào các công ty liên kết	1,539	127.2%	1.3%	3.3%
Tổng nguồn vốn	46,835	31.6%	13.1%	
Nợ phải trả	27,874	47.6%	20.4%	59.5%
Tổng nợ vay	17,480	117.2%	39.4%	37.3%
Vốn chủ sở hữu	18,960	13.6%	3.9%	40.5%

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Equity Research Department

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn