

CTCP Tập đoàn GELEX (GEX)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG -5,7%

Ngành	Đa ngành
Ngày báo cáo	21/08/2025
Giá hiện tại	56.000 VND
Giá mục tiêu	52.300 VND
Giá mục tiêu gần nhất**	25.800 VND
TL tăng	-6,6%
Lợi suất cổ tức	0,9%
Tổng mức sinh lời	-5,7%

GT vốn hóa	49,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	20,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	884 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	902tr
Pha loãng	902tr

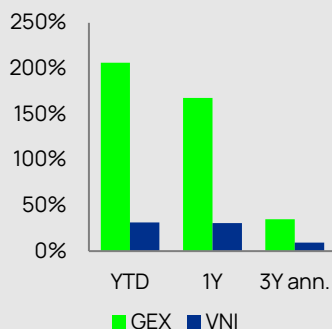
** điều chỉnh cho cổ tức bằng cổ phiếu 5%

	GEX	VNI
P/E (trượt)	32,4x	15,2x
P/B (hiện tại)	3,3x	2,0x
ROA	2,7%	2,0%
ROE	10,8%	13,4%

Tổng quan Công ty

GELEX được cổ phần hóa vào năm 2015 và hoạt động ở 2 mảng chính: sản xuất thiết bị điện với 80% cổ phần tại GEE (điều hành CAV (cáp) và THI (máy biến áp) và cơ sở hạ tầng với 97% cổ phần tại CTCP Hạ tầng GELEX – công ty nắm cổ phần điều hành tại VGC (VLXD & KCN) và 49% cổ phần của TITAN Corp (NXXS/NX xây dựng theo yêu cầu). GEX đã mở rộng sang mảng nước sạch thông qua CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (HSX: VCW) và lĩnh vực ngân hàng thông qua Eximbank (HSX: EIB).

Diễn biến giá cổ phiếu



Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	33.752	38.156	44.102	50.090
% YoY	12,5%	13,0%	15,6%	13,6%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.631	1.532	1.756	2.532
% YoY	393,8%	-6,1%	14,6%	44,2%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	1.114	1.641	1.955	2.731
Biên LN gộp	20,0%	22,2%	23,0%	24,1%
ROE, báo cáo	12,4%	10,7%	11,7%	15,6%
ROE, cốt lõi*	8,5%	11,5%	13,0%	16,8%
Nợ vay ròng/vốn CSH	53,6%	69,2%	57,1%	39,6%
Lợi suất cổ tức	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Cổ tức (đồng/cổ phiếu)	500	500	500	500
P/E	31,3x	33,3x	29,1x	20,2x
P/B	3,4x	3,5x	3,3x	3,0x
EV/EBITDA	10,5x	7,4x	7,0x	6,1x

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

Lợi nhuận khả quan của GEE và VGC thúc đẩy tăng định giá GEX

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho CTCP Tập đoàn GELEX (GEX) thêm 104% nhưng hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG do giá cổ phiếu đã tăng 251% trong 4 tháng qua.
- Định giá cao hơn của chúng tôi chủ yếu được thúc đẩy bởi: (1) định giá mảng thiết bị điện tăng 64% (phản ánh dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS 5 năm cao hơn 34% và P/E mục tiêu cao hơn), (2) định giá mảng khách sạn & văn phòng tăng 81% (định giá cao hơn cho Tổ hợp Fairmont vận hành vào quý 4/2025, so với định giá trước đây của chúng tôi chỉ dựa trên vốn chủ sở hữu), (3) định giá mảng KCN và vật liệu xây dựng tăng 33% (xem [Báo cáo Cập nhật VGC tháng 8](#)), (4) định giá VCW tăng gấp đôi (dựa trên dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS bình quân giai đoạn 2025-26 tăng gấp đôi), và (5) tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2026. Ngoài ra, (6) chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu tập đoàn từ 30% xuống 10% (trang 8).
- Chúng tôi nâng tổng dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo của GEX giai đoạn 2025-29 thêm 44%, chủ yếu nhờ (1) dự phóng tổng LNST sau lợi ích CĐTS từ GEE cao hơn 34% (biên lợi nhuận gộp bình quân tăng 2,4 điểm % lên 16,1%), và (2) tổng LNST sau lợi ích CĐTS cho VGC tăng 48% (triển vọng bàn giao đất KCN mạnh hơn và tăng trưởng giá bán trung bình cao hơn).
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2025 đạt 1,5 nghìn tỷ đồng (-6% YoY), nhờ (1) lợi nhuận thoái vốn thấp hơn đạt 113 tỷ đồng (so với 1 nghìn tỷ đồng năm 2024), ảnh hưởng tác động tích cực của (2) dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi cao hơn 47% YoY.
- Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025-29 là 25%, nhờ (1) CAGR của GEE/VGC/VCW lần lượt là 12%/12%/37% và (2) đóng góp từ Tổ hợp Fairmont từ 2026.
- Định giá GEX đã phản ánh đầy đủ hoạt động kinh doanh hiện tại với P/E dự phóng các năm 2025/26 là 33,3 lần/29,1 lần so với P/E trung vị 5 năm là 23,0 lần.
- Yếu tố hỗ trợ:** Các dự án nhà ở mới, nhận được phê duyệt đầu tư KCN mới, 800 MW điện gió bổ sung. **Rủi ro:** Lỗi đầu tư chứng khoán.

Tất cả các mảng đều đang phục hồi hoặc đạt mức lợi nhuận cao mới: GEE duy trì biên lợi nhuận gộp kỷ lục và tiếp tục mở rộng thị phần; VGC hưởng lợi từ thuế quan thuận lợi và vật liệu xây dựng (VLXD) phục hồi; LNST của VCW phục hồi nhờ công suất tăng gấp đôi; Tổ hợp Fairmont sẽ bắt đầu hoạt động vào quý 4/2025.

GEE duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức cao kỷ lục và mở rộng thị trường trong 6T 2025: Chúng tôi nâng dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS 5 năm thêm 34%, nhờ mức tăng biên lợi nhuận gộp trung bình 2,4 điểm % lên 16,1% trong giai đoạn 2025-29 (biên lợi nhuận gộp 6T 2025 đạt 15,8% so với 12,4% của 6T 2024). GEE dự kiến hoàn thành việc tăng gấp đôi công suất nhà máy phía Bắc vào quý 4/2025 để duy trì tăng trưởng doanh thu.

Tái cấu trúc doanh nghiệp và IPO Gelex Hạ tầng (GEX Infra): Vào tháng 8/2025, GEE đã thông báo tại ĐHCĐ bất thường về việc thoái 14,06% cổ phần tại GEX Infra vào cuối năm 2025, với LNTT dự kiến là 1.145 tỷ đồng. Ngoài ra, vào tháng 8, GEX đã thông báo chuyển nhượng 49% cổ phần tại CTCP TITAN (vận hành nhà kho xây sẵn) cho GEX Infra. Đây là hoạt động tái cấu trúc nội bộ và GEX kỳ vọng sẽ ghi nhận lợi nhuận thoái vốn không đáng kể. Cuối cùng, GEX cũng có kế hoạch sơ bộ IPO GEX Infra vào quý 4/2025 nhưng thông tin chi tiết chưa được công bố. Chúng tôi vẫn chưa đưa các kế hoạch sơ bộ này vào dự phóng lợi nhuận và định giá của chúng tôi.

Triển vọng năm 2025: LNST cốt lõi khả quan bù đắp cho khoản
lãi thoái vốn thấp hơn so với cùng kỳ

Hình 1: Triển vọng năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo năm 2025 mới/cũ
Doanh thu	33.752	38.156	13%	8%	(b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi dự phóng doanh thu cho thuê & dịch vụ KCN cao hơn. KQ 6T 2025: 18 nghìn tỷ đồng (+21% YoY), khoảng 51% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
Thiết bị điện	20.934	22.710	8%	2%	
Tiện ích (điện & nước)	1.148	963	-16%	6%	(b) Được thúc đẩy bởi sản lượng nước thương phẩm của VCW cao hơn 6%.
Vật liệu xây dựng	7.778	8.874	14%	1%	
Cho thuê & dịch vụ KCN	3.963	5.651	43%	63%	(b) Được thúc đẩy bởi (1) diện tích bán giao đất KCN cao hơn 67%, đạt 150 ha (+16% YoY) so với 90 ha trước đây và (2) dự phóng giá bán trung bình cao hơn 6%. Đã bán giao 65 ha (+18% YoY) trong 6T 2025.
BDS	190	219	15%	0%	
Khác	-260	-260	0%	N.M.	
Lợi nhuận gộp	6.762	8.459	25%	32%	
Thiết bị điện	3.146	3.587	14%	21%	(b) Chúng tôi nâng dự báo biên lợi nhuận gộp thêm 2,6 điểm % lên 15,8% dựa theo biên lợi nhuận gộp 6T 2025 khả quan hơn kỳ vọng, đạt 15,8%.
Tiện ích (điện & nước)	367	368	0%	13%	(b) Dự phóng cao hơn cho VCW.
Vật liệu xây dựng	1.257	1.521	21%	-11%	(b) Chúng tôi giảm dự báo biên lợi nhuận gộp 2,3 điểm % xuống 17,1%, chủ yếu do biên lợi nhuận kinh xây dựng yếu hơn kỳ vọng, được bù đắp bởi biên lợi nhuận thiết bị vệ sinh mạnh hơn kỳ vọng.
Cho thuê & dịch vụ KCN	2.222	3.223	45%	91%	(b) Dự phóng doanh thu cao hơn và chi phí giá vốn hàng bán (COGS) ước tính của chúng tôi thấp hơn khoảng 200 tỷ đồng do việc hoàn tất chi phí đầu tư một lần tại các KCN hiện có, được ghi nhận trong quý 2.
BDS	54	44	-18%	0%	
Khác	-284	-284	0%	N.M.	
Chi phí bán hàng	-1.279	-1.487	16%	13%	
Chi phí quản lý	-1.750	-2.045	17%	6%	
Lợi nhuận từ HĐKD	3.733	4.928	32%	55%	
Thu nhập tài chính	1.500	290	-81%	-21%	(a) Chúng tôi kỳ vọng GEX sẽ ghi nhận khoản lãi thoái vốn 113 tỷ đồng từ Sông Bung trong năm 2025, thấp hơn so với khoản lãi 1 nghìn tỷ đồng trong năm 2024.
Thu nhập từ lãi	185	128	-31%	-37%	
Chi phí tài chính	-1.690	-1.301	-23%	2%	
Chi phí lãi vay	-1.077	-886	-18%	1%	
Thu nhập từ công ty LDLK	37	24	-36%	3%	
LNTT	3.613	3.940	9%	72%	
LNST trước lợi ích CĐTS	2.669	3.073	15%	72%	
Lợi ích CĐTS	-1.038	-1.541	48%	90%	
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.631	1.532	-6%	57%	(a) Lãi thoái vốn một lần thấp hơn ảnh hưởng nhiều hơn so với mức tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi 47% YoY. (b) Chủ yếu do dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi của chúng tôi cao hơn 45%. KQ 6T 2025: 899 tỷ đồng (-6% YoY), khoảng 92% so với dự phóng 2025 trước đây của chúng tôi.
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi	1.114	1.641	47%	45%	(a) Chúng tôi dự phóng tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi của GEE/VGC lần lượt là 20%/35% YoY và VCW chuyển sang ghi nhận lợi nhuận dương. (b) Dự phóng lợi nhuận gộp của GEE/VGC/VCW cao hơn. KQ 6T 2025: 783 tỷ đồng (+2,8 lần YoY), khoảng 69% so với dự phóng 2025 trước đây của chúng tôi.
Cơ cấu LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo					
GEE	1.371	1.364	-1%	35%	(b) Dự phóng biên lợi nhuận gộp cao hơn.
VGC	546	687	26%	58%	(b) Lợi nhuận gộp từ mảng KCN cao hơn bù đắp cho dự phóng lợi nhuận gộp từ mảng VLXD thấp hơn.
VCW	-53	102	N.M.	68%	(b) Dự phóng sản lượng nước thương phẩm cao hơn.
Khác	-233	-621	N.M.	N.M.	

Nguồn: GEX, Vietcap

Triển vọng năm 2026: VGC tiếp tục dẫn dắt đà tăng trưởng

Hình 2: Triển vọng năm 2026

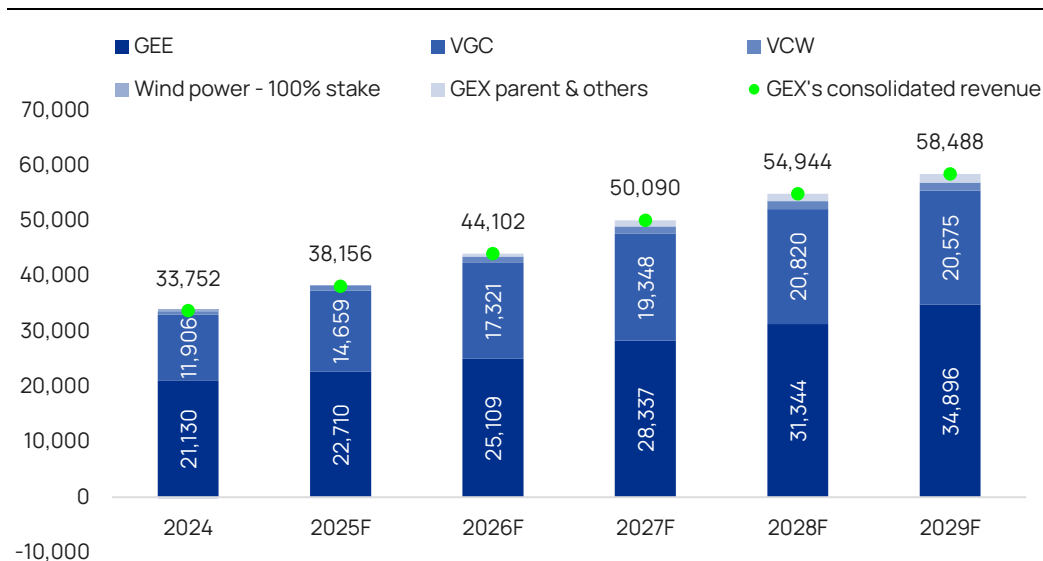
Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Nhận định của Vietcap về tăng trưởng YoY
Doanh thu	38.156	44.102	16%	Doanh thu tăng trưởng từ tất cả các mảng.
Thiết bị điện	22.710	25.109	11%	Chủ yếu nhờ dự phóng của chúng tôi về việc CAV tiếp tục mở rộng thị trường ở các khu vực phía Bắc và Tây Nam.
Tiện ích (điện & nước)	963	1.162	21%	Sản lượng bán hàng cao hơn từ công suất tăng gấp đôi kể từ năm 2025.
Vật liệu xây dựng	8.874	10.501	18%	Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng trưởng doanh số khoảng 10-13% từ kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi nhu cầu mạnh mẽ hơn từ các dự án nhà ở, và (2) đóng góp cả năm từ VFG (so với đóng góp 6 tháng trong năm 2025 sau khi hợp nhất từ tháng 6/2025).
Cho thuê & dịch vụ KCN	5.651	6.642	18%	Chúng tôi dự phóng diện tích bàn giao đạt 170 ha (+14% YoY).
BDS	219	263	20%	
Khác	-260	426	N.M.	
Lợi nhuận gộp	8.459	10.141	20%	
Thiết bị điện	3.587	4.028	12%	Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao 16,0%.
Tiện ích (điện & nước)	368	545	48%	Được thúc đẩy bởi (1) giá bán trung bình cao hơn từ việc áp dụng mức giá nước cao hơn 52% trong cả năm, có hiệu lực từ tháng 4/2025, và (2) mở rộng sản lượng nước thương phẩm.
Vật liệu xây dựng	1.521	1.940	28%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện 1,4 điểm % lên 18,5%, chủ yếu nhờ sự phục hồi của mảng kinh xây dựng (nhu cầu phục hồi và thuế chống bán phá giá tiềm năng đối với kính nhập khẩu).
Cho thuê & dịch vụ KCN	3.223	3.708	15%	
BDS	44	53	20%	
Khác	-284	-132	-54%	
Chi phí bán hàng	-1.487	-1.718	16%	
Chi phí quản lý	-2.045	-2.310	13%	
Lợi nhuận từ HĐKD	4.928	6.114	24%	
Thu nhập tài chính	290	147	-49%	
Thu nhập từ lãi	128	97	-24%	
Chi phí tài chính	-1.301	-1.650	27%	
Chi phí lãi vay	-886	-1.184	34%	
Thu nhập từ công ty LDLC	24	40	69%	
LNTT	3.940	4.650	18%	
LNST trước lợi ích CĐTS	3.073	3.674	20%	
Lợi ích CĐTS	-1.541	-1.918	24%	
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.532	1.756	15%	Nhờ tăng trưởng trong LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi.
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi	1.641	1.955	19%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS của VGC/GEE/VCW lần lượt là 38%/8%/71% YoY.
Cơ cấu LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo				
GEE	1.364	1.469	8%	Doanh thu tăng trong bối cảnh biên lợi nhuận duy trì.
VGC	687	952	38%	Tăng trưởng lợi nhuận gộp từ cả mảng KCN và VLXD.
VCW	102	175	71%	Sales volume expansion and higher ASP.
Khác	-621	-841	N.M.	Sản lượng nước thương phẩm tăng và giá bán trung bình cao hơn.

Nguồn: GEX, Vietcap

Tóm tắt dự báo cho giai đoạn 2025-2029

Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo sẽ lần lượt đạt mức 11% và 25% trong giai đoạn 2025-29

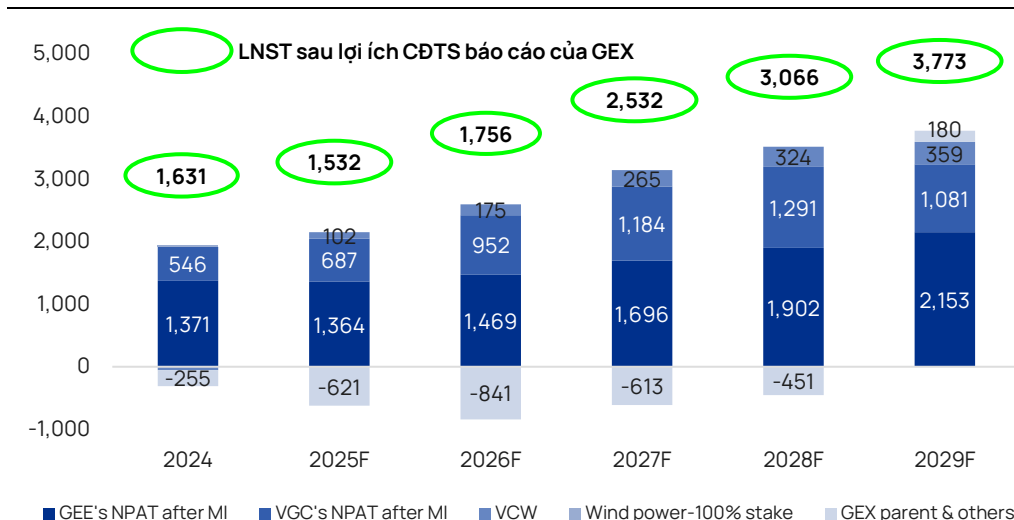
Hình 3: Cơ cấu doanh thu hợp nhất của GEX theo công ty (tỷ đồng)



Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap

Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu giai đoạn 2025-2029 sẽ ở mức 11%, nhờ được thúc đẩy bởi (1) CAGR doanh thu của GEE/VGC lần lượt đạt 11%/9% nhờ sự phục hồi/tăng trưởng của ngành BĐS/điện, (2) mức CAGR 12% của VCW nhờ việc đưa Giai đoạn 2 vào vận hành (tăng gấp đôi công suất) và mức tăng 52% của giá nước, và (3) việc bắt đầu vận hành Tổ hợp Fairmont vào quý 4/2025.

Hình 4: Cơ cấu LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo của GEX theo công ty



Nguồn: GEX, Vietcap forecasts (* Đóng góp âm từ công ty mẹ GEX và các công ty khác chủ yếu là do chi phí SG&A và chi phí lãi vay của công ty mẹ và các khoản lỗ tài chính liên quan đến đầu tư chứng khoán)

Chúng tôi dự phóng CAGR LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025-29 là 25%, nhờ vào (1) CAGR LNST sau lợi ích CĐTS của GEE/VGC lần lượt là 12%/12%, (2) CAGR của VCW là 37%, và (3) đóng góp lợi nhuận từ Tổ hợp Fairmont từ quý 4/2025.

GEE và giá đồng

Chúng tôi dự phóng CAGR LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025-29 của GEE là 12%, nhờ CAGR doanh thu 11% (do mở rộng thị phần tại khu vực phía Bắc/Tây Nam, triển vọng chi phí đầu tư mạnh mẽ của EVN và nhu cầu ngày càng tăng từ khu vực tư nhân). Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ được duy trì ở mức cao khoảng 16%, bất chấp giá đồng tăng trung bình 3% mỗi năm (theo đồng thuận của Bloomberg) do GEE có khả năng chuyển chi phí đầu vào sang giá bán trung bình, theo GEE.

Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2025 của GEE ở mức 1,7 nghìn tỷ đồng (+7% YoY), được thúc đẩy bởi (1) tăng trưởng doanh thu 7% YoY (nhờ mở rộng thị trường phía Bắc/Tây Nam; tính đến cuối quý 2/2025, CAV đứng thứ 4 về thị phần tại khu vực phía Bắc, doanh thu khu vực phía Bắc 7T 2025 +120% YoY, theo GEE), (2) biên lợi nhuận gộp đạt mức cao kỷ lục 15,8% (+1,3 điểm % YoY, 6T đạt 15,8%). Các yếu tố này bù đắp cho (3) dự phóng của chúng tôi về khoản lãi thoái vốn từ thủy điện Sông Bung giảm 61% YoY xuống còn 113 tỷ đồng (so với 288 tỷ đồng từ thoái vốn điện trong năm 2024).

Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 là 1,8 nghìn tỷ đồng (+8% YoY), được thúc đẩy bởi mức tăng doanh thu 11% (tiếp tục mở rộng thị trường phía Bắc/Tây Nam) trong bối cảnh biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ lên 16,2% (+20 điểm cơ bản YoY). Điều này bù đắp cho dự phóng của chúng tôi về việc không có thu nhập một lần so với mức 113 tỷ đồng trong năm 2025.

Nhìn chung, chúng tôi nâng tổng dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025-29 thêm 34% (tương ứng các mức tăng 35%/36%/36%/33%/34%), nhờ biên lợi nhuận gộp trung bình 5 năm duy trì ở mức 16,1% (tăng 2,4 điểm % so với dự phóng trước đây của chúng tôi) dựa theo kết quả 6T 2025 mạnh mẽ đạt 15,8% và theo kế hoạch của GEE.

Hình 5: Triển vọng dài hạn của GEE

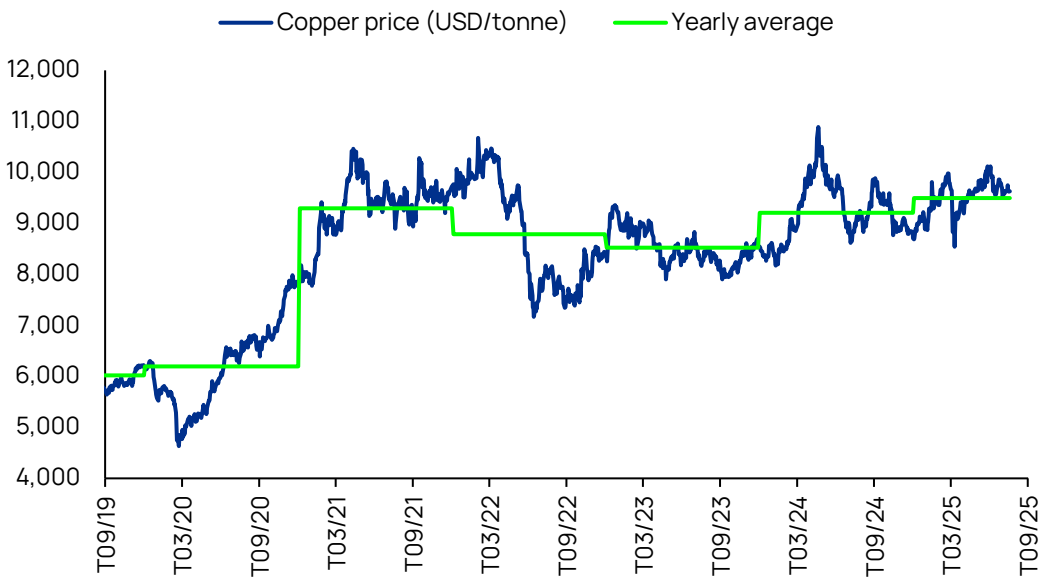
Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	22.710	25.109	28.337	31.344	34.896
Thiết bị điện	22.710	25.109	28.337	31.344	34.896
Điện	0	0	0	0	0
Lợi nhuận gộp	3.587	4.028	4.583	5.105	5.716
Thiết bị điện	3.587	4.028	4.583	5.105	5.716
Điện	0	0	0	0	0
LNST cốt lõi	1.705	1.837	2.120	2.378	2.691
TT YoY (%)	7%	8%	15%	12%	13%
LNST cốt lõi trước đây	1.264	1.355	1.564	1.794	2.010
Dự báo mới/cũ (%)	35%	36%	36%	33%	34%

Nguồn: GEE, Vietcap forecasts

Chúng tôi tin rằng giá đồng sẽ duy trì ở mức cao do nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu mạnh mẽ. Dự báo đồng thuận của Bloomberg cho rằng giá đồng bình quân giai đoạn 2025-2029 sẽ cao hơn 19% so với mức bình quân giai đoạn 2020-2024. Chúng tôi cho rằng mức giá cao này chủ yếu do nhu cầu ngày càng tăng, được thúc đẩy bởi quá trình chuyển đổi sang năng lượng xanh, bao gồm mở rộng lưới điện và các trung tâm dữ liệu. Ngoài ra, nguồn cung đồng phải đối mặt với nguy cơ thiếu hụt tiềm ẩn do tài nguyên cạn kiệt, thiếu các phát hiện mới và nguồn đầu tư không đủ. Trong 6T 2025, giá đồng bình quân đạt 9.431 USD/tấn (+2,5% YoY).

Dự báo đồng thuận của Bloomberg tính đến tháng 8 cho thấy giá đồng toàn cầu sẽ tăng nhẹ, khoảng 0-3% so với dự báo đồng thuận tháng 3.

Hình 6: Giá đồng (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 7: Dự báo đồng thuận của Bloomberg về giá đồng toàn cầu (USD/tấn)

USD/tấn	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Dự báo đồng thuận của Bloomberg (trung vị)	9.258	9.500	9.700	10.000	10.300	10.600
Thay đổi YoY (%)	9,0%	2,6%	2,1%	3,1%	3,0%	2,9%
So với dự báo đồng thuận cũ (3/2025)		0,6%	0,0%	3,1%	3,4%	1,9%
Các tổ chức dự báo						
BMI, Fitch Solutions		9.500	11.000	12.500	13.500	15.000
Bank of America Merrill Lynch		9.600	10.200	12.000	11.400	10.800
JPMorgan Chase & Co		9.400	9.500	9.900	9.900	10.500
Deutsche Bank AG		9.600	9.800	10.000	10.700	

Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp (dữ liệu tính đến 19/08/2025)

Định giá

Chúng tôi duy trì phương pháp định giá tổng của từng phần (SOTP) để định giá GEX và giảm tỷ lệ chiết khấu tập đoàn từ 30% xuống 10%. Điều này là do chúng tôi giảm đáng kể lo ngại về cấu trúc tập đoàn có thể ảnh hưởng đến hiệu quả và lợi nhuận của GEE và VGC.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 104%, chủ yếu do:

- **Định giá mảng thiết bị điện tăng 64%:** Tổng LNST sau lợi ích CĐTS 5 năm cao hơn 34%, P/E mục tiêu cao hơn ở mức 18,2 lần (tăng từ 16,5 lần trước đó, dựa trên P/E trung vị 5 năm của các công ty cùng ngành với tỷ lệ chiết khấu 20%) và LNST sau lợi ích CĐTS mục tiêu cao hơn (sử dụng mức bình quân 2025-26 so với mức 2025 trước đây).
- **Định giá mảng khách sạn & văn phòng tăng 81%:** Định giá cao hơn cho Tổ hợp Fairmont sẽ đi vào hoạt động vào quý 4/2025 ở mức 4,6 nghìn tỷ đồng (gấp 3 lần so với 1,5 nghìn tỷ đồng trước đó, tương đương với ước tính của chúng tôi về vốn góp của GEX). Tính đến cuối quý 2, GEX đã có 100% khách thuê cho các tầng văn phòng trong khi hoàn thiện một số phần của khách sạn.
- **Định giá mảng KCN và VLXD tăng 33%:** Chúng tôi áp dụng các dự phóng mới trong [Báo cáo Cập nhật VGC – tháng 8/2025](#), trong đó chúng tôi tăng dự phóng giá mục tiêu/định giá VGC thêm 31%, được thúc đẩy bởi cả triển vọng bàn giao đất KCN mạnh mẽ hơn và giá bán trung bình cao hơn, cùng với tốc độ tăng trưởng cuối cao hơn cho mảng VLXD.
- **Định giá mảng nước – VCW tăng 2,2 lần:** Chúng tôi sử dụng LNST sau lợi ích CĐTS bình quân 2025-26 là 242 tỷ đồng (tăng 2,4 lần so với mức LNST sau lợi ích CĐTS 2025 được sử dụng trước đó là 102 tỷ đồng), bù đắp cho P/E mục tiêu thấp hơn một chút là 16,5 lần (so với 16,7 lần trước đây), tương đương với P/E trung vị 5 năm của các công ty cùng ngành.
- Tỷ lệ chiết khấu tập đoàn thấp hơn (10% so với 30% trước đó) và các tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2026.

Chúng tôi nâng tổng dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025-29F thêm 44%, chủ yếu nhờ (1) dự phóng tổng LNST sau lợi ích CĐTS từ GEE cao hơn 34% (biên lợi nhuận gộp trung bình tăng 2,4 điểm % lên 16,1%), và (2) tổng LNST sau lợi ích CĐTS cho VGC tăng 48% (triển vọng bàn giao đất KCN mạnh mẽ hơn và tăng trưởng giá bán trung bình quân cao hơn).

Phương pháp định giá

Tham khảo [Báo cáo Cập nhật GEX – tháng 4/2025](#).

Hình 8: Tỷ lệ chiết khấu năng lượng tái tạo và định giá Tổ hợp Fairmont

Chi phí vốn	Năng lượng tái tạo (trước đây)	Năng lượng tái tạo (điều chỉnh)	Khu phức hợp Trần Nguyên Hãn (trước đây)	Khu phức hợp Trần Nguyên Hãn (điều chỉnh)
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	8,0%	8,0%	8%	8%
Lãi suất phi rủi ro	6,0%	6,0%	6%	6%
Chi phí vốn sở hữu	14,0%	14,0%	14%	14%
Chi phí nợ vay	10,0%	10,0%	10%	10%
Tỷ lệ nợ vay	70,0%	70,0%	49%	49%
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu	30,0%	30,0%	51%	51%
Thuế suất thực tế	20,0%	20,0%	20%	20%
WACC	9,8%	9,8%	11,1%	11,1%

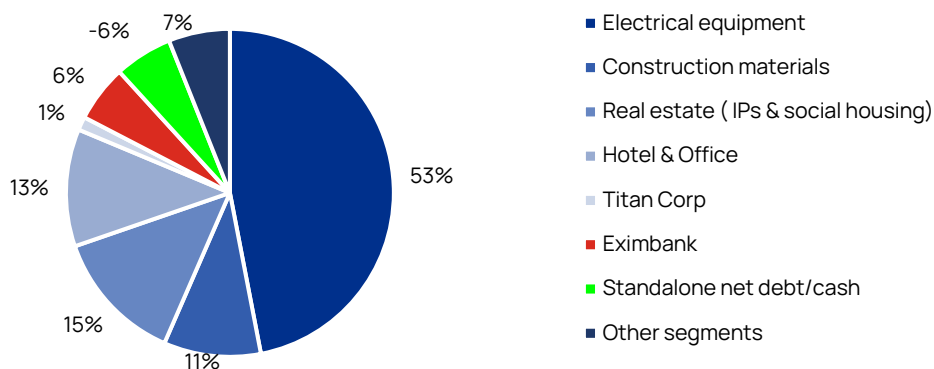
Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 9: Định giá của GEX

Công ty/Mảng	Phương pháp	Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp (tỷ đồng)
1. Thiết bị điện	P/E	37.138	75%	27.783
CAV		27.203	78%	21.126
LNST sau lợi ích CĐTTS trung bình giai đoạn 2025-26		1.498		
P/E mục tiêu (x)		18,2		
THI		2.227	78%	1.747
LNST sau lợi ích CĐTTS trung bình giai đoạn 2025-26		123		
P/E mục tiêu (x)		18,2		
EMIC & Khác		7.708	64%	4.909
LNST sau lợi ích CĐTTS trung bình giai đoạn 2025-26		424		
P/E mục tiêu (x)		18,2		
2. Năng lượng tái tạo	CKDT	935		150
Điện mặt trời GELEX Ninh Thuận và điện mặt trời áp mái – 68 MWp		935	16%	150
3. Nước (VCW)	P/E	3.997	57%	2.288
VCW		3.997	57%	2.288
LNST sau lợi ích CĐTTS trung bình giai đoạn 2025-26		242		
P/E mục tiêu (x)		16,5		
4. Vật liệu xây dựng	CKDT	12.315	46%	5.665
5. KCN & BĐS nhà ở	NAV và P/E	16.949	46%	7.796
6. Khách sạn & Văn phòng		8.877	77%	6.851
6.1 Fairmont	NPV	4.598	100%	4.598
6.2 Phúc hợp Melia	Tỷ suất vốn hóa	3.118	35%	1.091
6.3 GELEX Tower	Tỷ suất vốn hóa	1.162	100%	1.162
7. Titan Corp-Mảng nhà xưởng xây sẵn (NXXS)	CKDT	1.589	49%	779
8. CTCP Đầu tư KCN Dầu khí Long Sơn (HSX: PXL)	Giá trị sổ sách	1.761	65%	1.145
Giá trị sổ sách VCSH năm 2025		1.761		
P/B mục tiêu (x)		1,0		
9. Eximbank (HSX: EIB)	Phương pháp chi phí	3.318	10%	3.318
Tổng giá trị vốn CSH dự kiến				55.773
(+) Tiền mặt còn lại từ thoái vốn danh mục đầu tư năng lượng				881
(+)Tiền mặt của công ty mẹ				2.428
(-) Nợ vay của công ty mẹ				-6.693
Giá trị vốn CSH ròng				52.389
Số lượng cổ phiếu (triệu)				902
Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)				58.100
Chiết khấu tập đoàn				10%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				52.300
Giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)				56.000
Tỷ lệ tăng (%)				-6,6%
Lợi suất cổ tức (%)				0,9%
Tổng mức sinh lời (%)				-5,7%

Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap

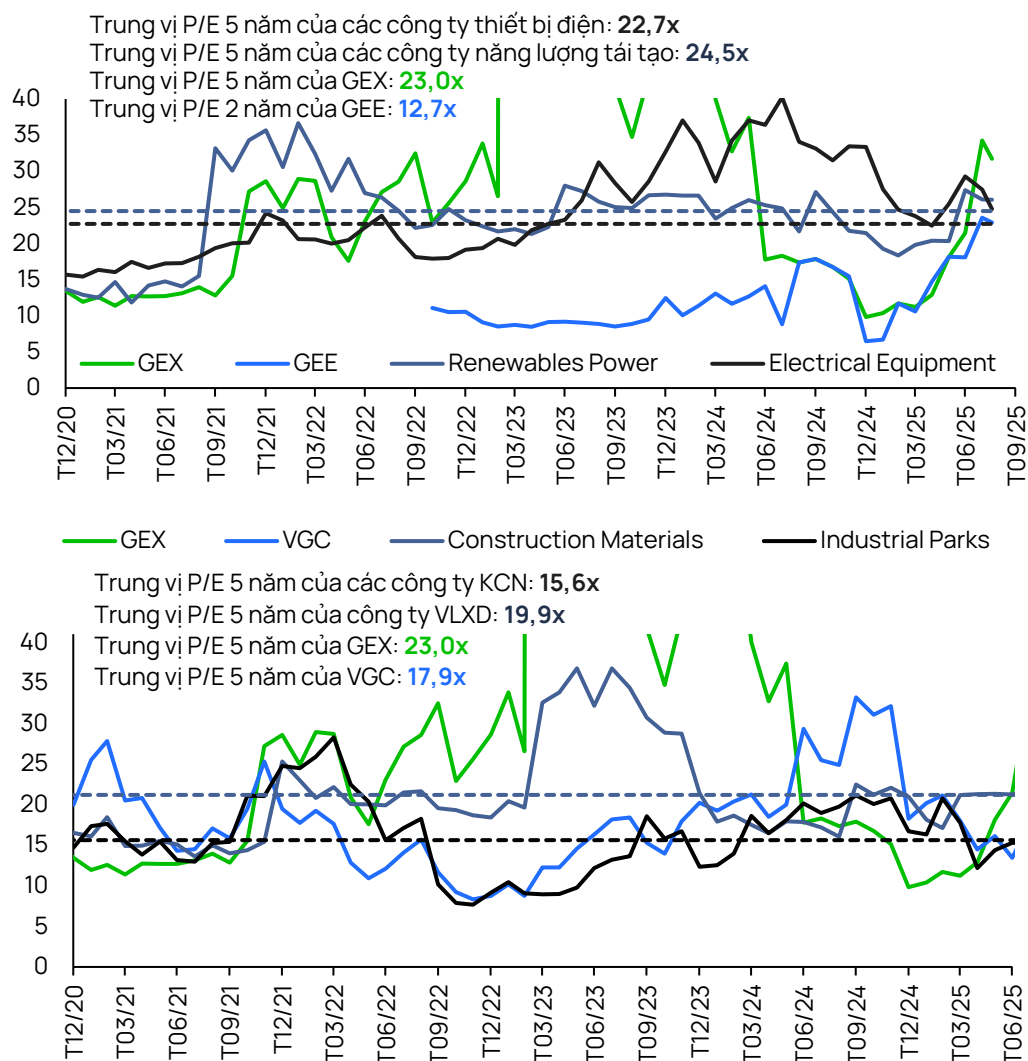
Hình 10: Đóng góp vào định giá của GEX theo mảng



Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap

So sánh các công ty cùng ngành

Hình 11: P/E của các công ty cùng ngành*



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 18/08/2025; * GEX ghi nhận lỗ quý 1/2023; do đó, EPS trượt âm và P/E không có ý nghĩa)

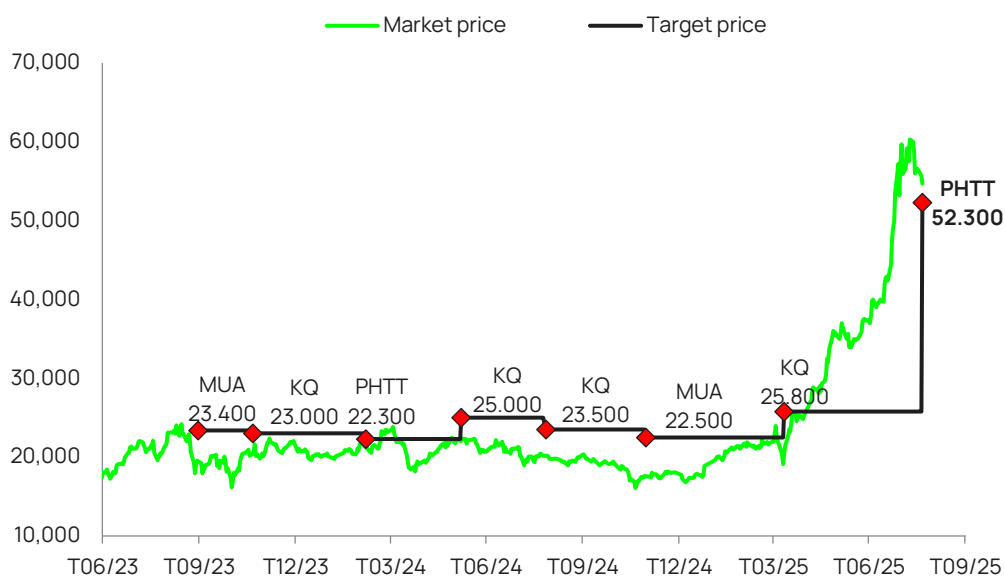
Hình 12: Các công ty cùng ngành của GEX

Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu thuần trượt (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt (triệu USD)	YoY (%)	Nợ ròng/ VCSH (%)	ROE %	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt (x)	P/B quý gần nhất (x)	EV/ EBITDA trượt
GEX	Việt Nam	1.913	1.452	21,0	62	48,4	68,5	10,8	0,9	32,4x	3,3x	7,3x
Thiết bị điện												
Ta Ya Electric Wire & Cable	Đài Loan	1.004	965	9,7	43	-16,7	134,0	8,9	1,9	22,6x	1,9x	N/A
KEI Industries	Ấn Độ	4.158	1.152	19,9	82	19,9	-29,4	15,6	0,1	50,4x	6,3x	26,2x
STARK Corp	Thái Lan	N/A	721	N/A	-189	-10,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Finolex Cables	Ấn Độ	1.417	629	6,1	83	7,5	-46,2	13,4	1,0	17,7x	2,3x	21,1x
I-Sheng Electric Wire & Cable	Đài Loan	290	N/A	8,8	16	-17,5	-34,5	12,0	6,9	17,0x	1,6x	10,6x
PIE Industrial Transformers & Rectifiers	Malaysia	332	227	-7,3	11	-36,9	-9,2	9,2	0,7	30,0x	2,2x	19,5x
India	Ấn Độ	N/A	235	57,1	25	381,5	-9,9	23,7	N/A	N/A	N/A	48,8x
Voltamp Transformers	Ấn Độ	911	229	19,7	39	5,9	-10,1	22,1	1,3	24,5x	5,0x	19,3x
Gunkul Engineering	Thái Lan	475	255	-2,8	52	31,8	108,7	12,3	4,5	8,9x	1,1x	9,9x
Crompton Greaves	Ấn Độ	2.349	930	7,5	66	26,4	-15,5	17,4	0,9	37,0x	6,1x	25,5x
Hunan Valin Wire & Cable	Trung Quốc	951	590	19,9	17	36,0	108,7	7,5	0,5	56,7x	4,1x	
Trung vị		951	610	9,3	39	7,5	-10,0	12,8	1,0	24,5x	2,3x	20,3x
GEE	Việt Nam	1.733	940	N/A	77	N/A	38,2	31	7,2	23,1x	6,7x	12,4x
Năng lượng tái tạo												
NHPC	Ấn Độ	9.434	1.228	7,8	356	-17,0	81,5	7,7	2,3	27,5x	2,1x	23,2x
ACEN Corp	Philippines	1.618	575	-6,2	67	-59,5	78,0	2,6	2	38,4x	0,6x	425,0
Super Energy Corp	Thái Lan	127	257	-9,4	38	N/A	200,9	6,7	N/A	3,1x	0,2x	5,9x
Zhejiang Provincial New Energy	Trung Quốc	2.518	679	5,4	66	-29,7	161,1	3,9	0,4	37,9x	1,4x	N/A
Zhongmin Energy	Trung Quốc	1.428	248	9,0	96	11,6	9,9	10,2	3,1	14,9x	1,5x	N/A
GEPIEC Energy	Trung Quốc	2.917	1.578	28,9	302	42,7	89,0	18,2	2,8	7,3x	N/A	N/A
Xinjiang Lixin Energy	Trung Quốc	929	130	-7,8	-4	N/A	309,7	-1,1	0,2	N/A	N/A	N/A
Guizhou Qianyan Power	Trung Quốc	942	287	2,1	36	-11,4	113,3	6,6	0,8	26,2x	1,7x	N/A
Trung vị		1.523	431	3,7	66	-14,2	101,2	6,6	2,2	26,2x	1,5x	23,2x
Nước												
TTW PCL	Thái Lan	1.114	124	-14,7	92	10,3	22,0	18,5	6,6	11,5x	2,2x	9,9x
VA Tech Wabag	Ấn Độ	1.124	390	15,3	35	20,2	-27,2	14,9	0	33,4x	4,6x	20,1x
Eastern Water Resources	Thái Lan	105	113	-7,6	2	-47	128,5	0,7	1,0	36,2x	0,3x	11,3x
WHA Utilities and Power	Thái Lan	397	81	-1,6	20	-59,8	87,9	6,3	7,5	18,5x	0,9x	26,1
Manila Water	Philippines	1.864	647	16,3	189	70,0	148,1	14,9	4,1	10,1x	2,0x	9,2x
Taliworks Corp	Malaysia	267	103	23,7	15	46,2	17,7	10,1	7,1	16,5x	1,7x	9,1x
PBA Holdings	Malaysia	153	120	23,6	33	318,0	-4,2	14,7	2,3	4,3x	0,6x	2,9x
Ranhill Utilities	Malaysia	418	N/A	N/A	N/A	N/A	73,5	N/A	N/A	N/A	2,2x	N/A
Trung vị		407	120	15,3	33	20,2	47,8	14,7	4,1	16,5x	1,8x	9,9x
VCW	Việt Nam	127	24	3,6	-4	N/A	208,5	-7,4	N/A	N/A	N/A	16,0x
VLXD												
Monalisa Group	Trung Quốc	619	623	-20,2	8	-79,2	29,8	1,7	1,9	81,1x	1,3x	N/A
Triumph New Energy	Trung Quốc	760	561	-38,7	-101	N/A	126,7	-17,1	N/A	N/A	1,8x	N/A
Nippon Sheet Glass	Nhật Bản	259	176	16,0	27	5,5	-15,2	25,3	7,5	9,4x	2,3x	6,3x
SCG Ceramics	Thái Lan	403	196	-9,4	30	-14,4	29,0	14,4	6,6	13,1x	1,9x	7,8x
Arwana Citramulia Tbk	Indonesia	2.304	548	1,2	35	-30,3	-11,0	11,0	0,7	59,0x	7,4x	21,5x
HPG	Việt Nam	239	313	2,6	7	-38,0	32,0	8,1	0,6	34,8x	2,7x	9,3x
BMP	Việt Nam	429	203	13,5	45	21,5	-68,8	41,8	8,7	9,9x	4,0x	5,8x
HT1	Việt Nam	8.239	5.586	6,5	529	20,3	49,8	11,7	N/A	16,1x	1,8x	9,9x
Trung vị		524	431	1,9	28	-14,4	29,4	11,3	4,2	16,1x	2,1x	8,6x
VGC	Việt Nam	1.077	498	6,8	59	88,2	15,3	16,3	3,3	19,6	2,9	5,8x
Khu công nghiệp												
KBC	Việt Nam	1.188	214	157,0	57	448,6	8,2	6,9	N/A	17,6x	1,3x	15,9x
SIP	Việt Nam	613	319	9,9	51	22,6	-47,1	28,6	1,8	13,0x	3,4x	8,7x
IDC	Việt Nam	653	306	-6,2	59	-18,0	-18,3	28,8	5,8	11,4x	3,0x	4,8x
SZC	Việt Nam	265	40	8,9	14	27,9	41,6	11,7	2,58	19,1x	2,2x	14,2x
GVR	Việt Nam	4.918	1.129	24,3	208	87,8	-21,7	9,8	0,9	24,5x	2,3x	14,4x
LHG	Việt Nam	63	25	42,5	11	54,9	-50,2	17,5	5,8	5,7x	1,0x	1,9x
PHR	Việt Nam	317	68	13,8	20	24,6	-46,3	13,3	2,2	16,4x	2,2x	14,8x
BCM	Việt Nam	2.774	300	-4,2	142	37,0	102,2	18,2	1,4	20,3x	N/A	24,6x
Trung vị		633	257	11,9	54	32,5	-20,0	15,4	2,2	17,0x	2,2x	14,3x
VGC	Việt Nam	1.077	498	6,8	59	88,2	15,3	16,3	3,3	19,6	2,9	5,8x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 18/08/2025)

Diễn biến khuyến nghị

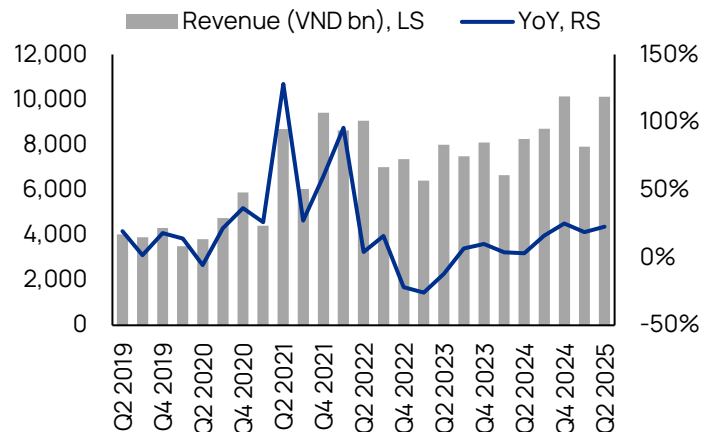
Hình 13: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



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

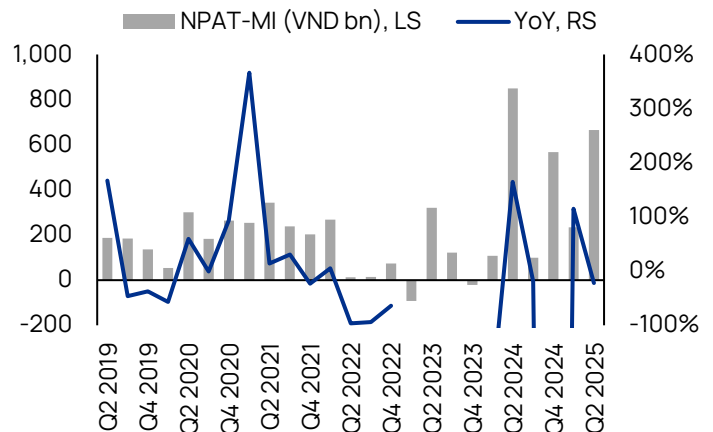
KQKD theo quý

Hình 14: Doanh thu theo quý của GEX (tỷ đồng)



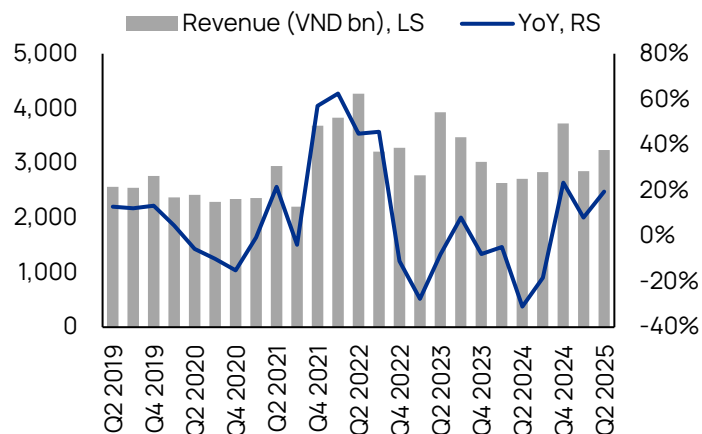
Nguồn: GEX, Vietcap

Hình 15: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của GEX (tỷ đồng)*



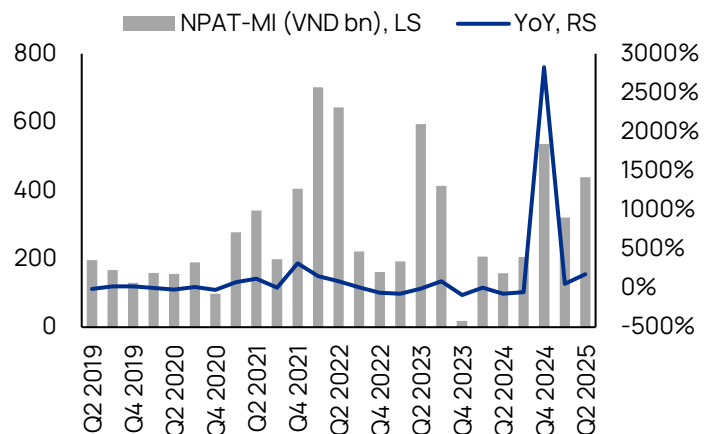
Nguồn: GEX, Vietcap (*GEX báo lỗ ròng 92 tỷ đồng trong quý 1/2023, tốc độ tăng trưởng quý 2/2023 là 2,359% và lãi ròng 109 tỷ đồng trong quý 1/2024)

Hình 16: Doanh thu theo quý của VGC



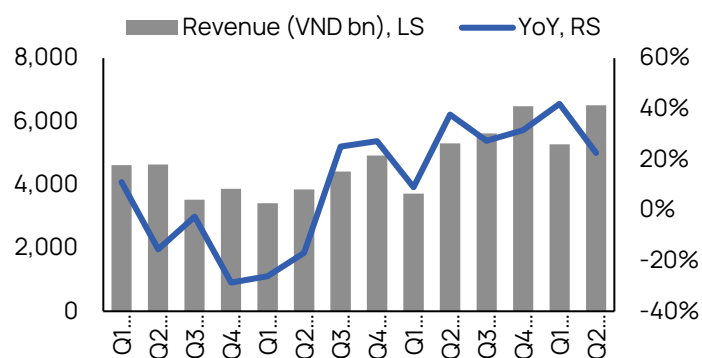
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 17: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của VGC



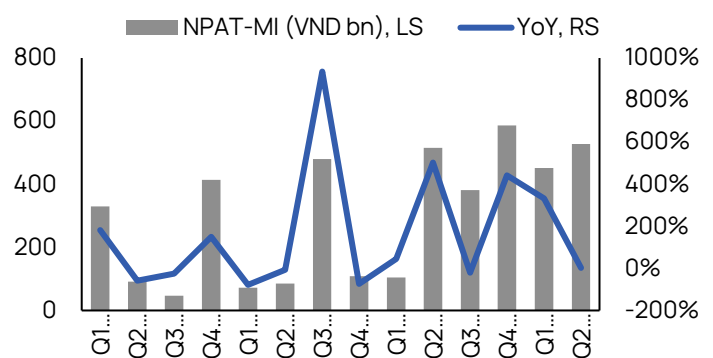
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 18: Doanh thu theo quý của GEE



Nguồn: GEE, Vietcap

Hình 19: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của GEE



Nguồn: GEE, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	33.752	38.156	44.102	50.090
Giá vốn hàng bán	-26.990	-29.697	-33.962	-37.996
Lợi nhuận gộp	6.762	8.459	10.141	12.094
Chi phí bán hàng	-1.279	-1.487	-1.718	-1.920
Chi phí quản lí DN	-1.750	-2.045	-2.310	-2.590
LN thuần HĐKD	3.733	4.928	6.114	7.584
Doanh thu tài chính	1.500	290	147	250
Chi phí tài chính	-1.690	-1.301	-1.650	-1.655
Trong đó, chi phí lãi vay	-1.077	-886	-1.184	-1.137
Lợi nhuận từ công ty LDLC	37	24	40	58
(Lỗ)/lãi khác	32	0	0	0
LNTT	3.613	3.940	4.650	6.238
Thuế TNDN	-944	-867	-977	-1.310
LNST trước CĐTS	2.669	3.073	3.674	4.928
Lợi ích CĐ thiểu số	-1.038	-1.541	-1.918	-2.396
LNST sau lợi ích CĐTS, báo	1.631	1.532	1.756	2.532
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi (1)	1.114	1.641	1.955	2.731
EBITDA	6.668	9.446	10.049	11.494
EPS báo cáo, VND	1.791	1.682	1.927	2.779
EPS cốt lõi (1), VND	1.217	1.802	2.148	2.999
EPS pha loãng, VND	1.791	1.682	1.927	2.779
DPS báo cáo, VND	500	500	500	500
DPS/EPS báo cáo (%)	28%	30%	26%	18%

(1) không bao gồm lợi thế thương mại, thu nhập bất thường

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
TT doanh thu	12,5%	13,0%	15,6%	13,6%
TT LN từ HĐKD	33,6%	32,0%	24,1%	24,0%
EPS báo cáo	393,8%	-6,1%	14,6%	44,2%
EPS cốt lõi	99,1%	48,0%	19,2%	39,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	20,0%	22,2%	23,0%	24,1%
Biên LN từ HĐ %	11,1%	12,9%	13,9%	15,1%
Biên EBITDA	19,8%	24,8%	22,8%	22,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	4,8%	4,0%	4,0%	5,1%
ROE báo cáo %	12,4%	10,7%	11,7%	15,6%
ROA %	3,0%	2,8%	3,0%	4,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	115	118	122	123
Số ngày phải thu	41	40	39	39
Số ngày phải trả	36	40	39	39
TG luân chuyển tiền	119	119	123	124
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,3	1,4	1,6	1,8
CS thanh toán nhanh	0,8	0,8	0,9	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,2	0,4
Nợ/Tài sản	30,8%	31,9%	31,0%	29,2%
Nợ/Vốn sử dụng	41,6%	42,3%	40,9%	38,1%
Nợ/Vốn CSH	53,6%	69,2%	57,1%	39,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,2	10,7	8,5	10,1

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	4.074	1.036	3.272	6.744
Đầu tư TC ngắn hạn	5.043	6.600	6.600	6.600
Các khoản phải thu	4.037	4.391	5.075	5.764
Hàng tồn kho	8.685	10.577	12.096	13.533
TS ngắn hạn khác	990	990	990	990
Tổng TS ngắn hạn	22.829	23.594	28.033	33.631
TS dài hạn (gộp)	39.804	43.868	51.355	53.866
- Khấu hao lũy kế	-23.416	-27.935	-31.870	-35.781
TS dài hạn (ròng)	16.388	15.934	19.485	18.085
Đầu tư TC dài hạn	2.990	2.990	2.990	2.990
TS dài hạn khác	11.575	14.852	10.108	9.963
Tổng TS dài hạn	30.953	33.776	32.583	31.038
Tổng Tài sản	53.782	57.369	60.616	64.669
Phải trả ngắn hạn	3.152	3.342	3.822	4.277
Nợ ngắn hạn	8.239	7.376	8.303	9.245
Nợ ngắn hạn khác	5.607	5.607	5.607	5.607
Tổng nợ ngắn hạn	16.997	16.326	17.732	19.129
Nợ dài hạn	8.307	10.910	10.495	9.640
Nợ dài hạn khác	5.220	5.220	5.220	5.220
Tổng nợ	30.524	32.456	33.447	33.990
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	8.594	9.024	9.024	9.024
Thặng dư vốn cổ phần	663	663	663	663
Lợi nhuận giữ lại	3.952	4.120	4.941	6.539
Vốn khác	786	786	786	786
Lợi ích CĐTS	9.262	10.320	11.754	13.667
Vốn chủ sở hữu	23.258	24.913	27.169	30.679
Tổng cộng nguồn vốn	53.782	57.369	60.616	64.669
CP lưu hành cuối năm, triệu (PL)	902	902	902	902

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	3.313	4.074	1.036	3.272
Thu nhập ròng	1.631	1.532	1.756	2.532
Khấu hao	2.935	4.519	3.936	3.910
Thay đổi vốn lưu động	-838	-2.055	-1.723	-1.672
Điều chỉnh khác	-1.219	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	2.509	3.996	3.968	4.770
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-3.835	-7.341	-2.743	-2.365
Đầu tư	2.869	-1.557	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-967	-8.898	-2.743	-2.365
Cổ tức đã trả	0	-451	-451	-451
Cổ tức đã trả cho CĐTS	-522	-483	-483	-483
Tăng (giảm) vốn	84	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-1.619	-863	927	943
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-1.825	2.603	-415	-854
Tiền từ các hoạt động TC khác	3.095	1.058	1.434	1.913
Tiền từ hoạt động TC	-787	1.864	1.011	1.066
Tổng lưu chuyển tiền tệ	756	-3.038	2.237	3.472
Tiền cuối năm	4.074	1.036	3.272	6.744

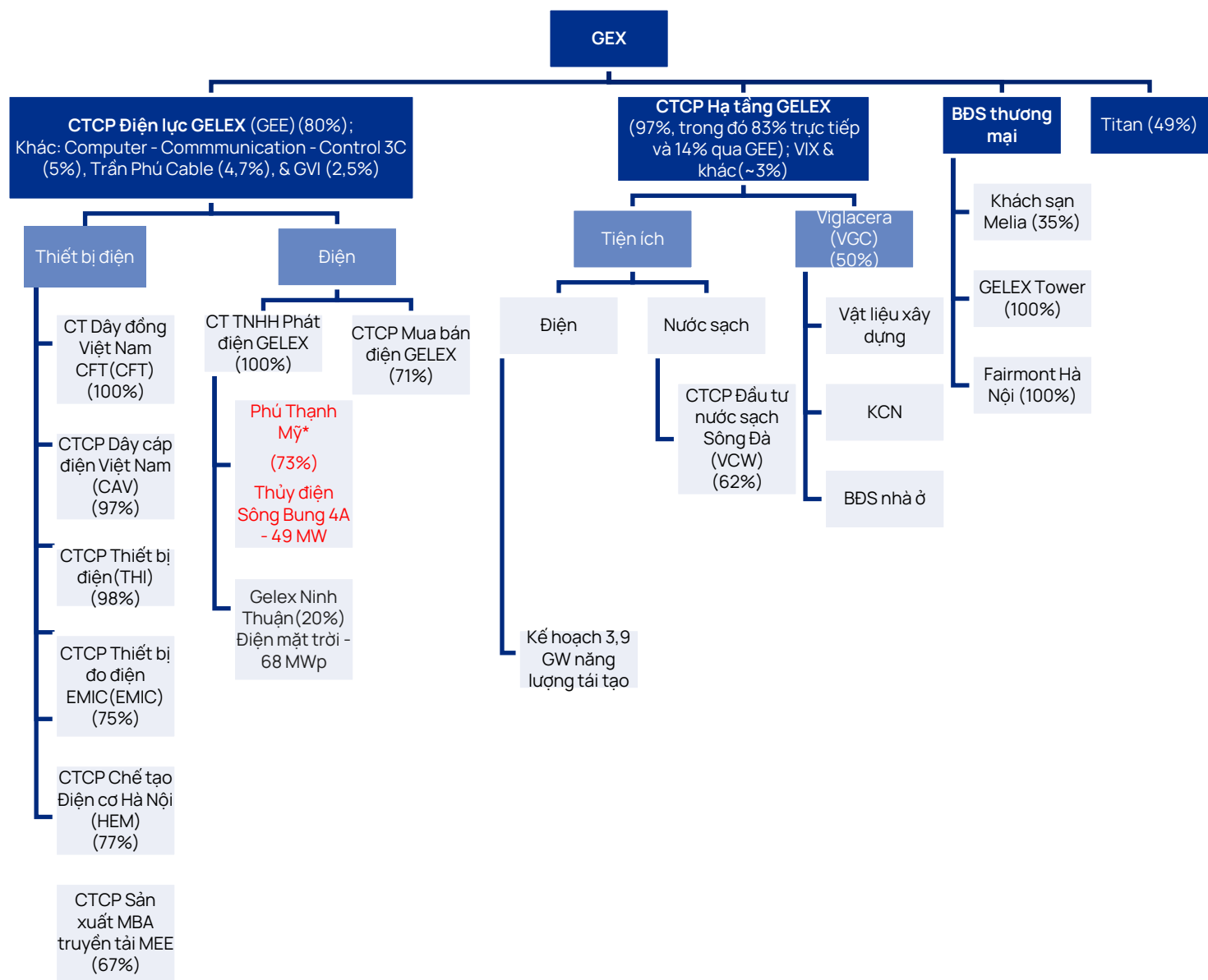
Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap

Phụ lục

Cơ cấu doanh nghiệp của GEX

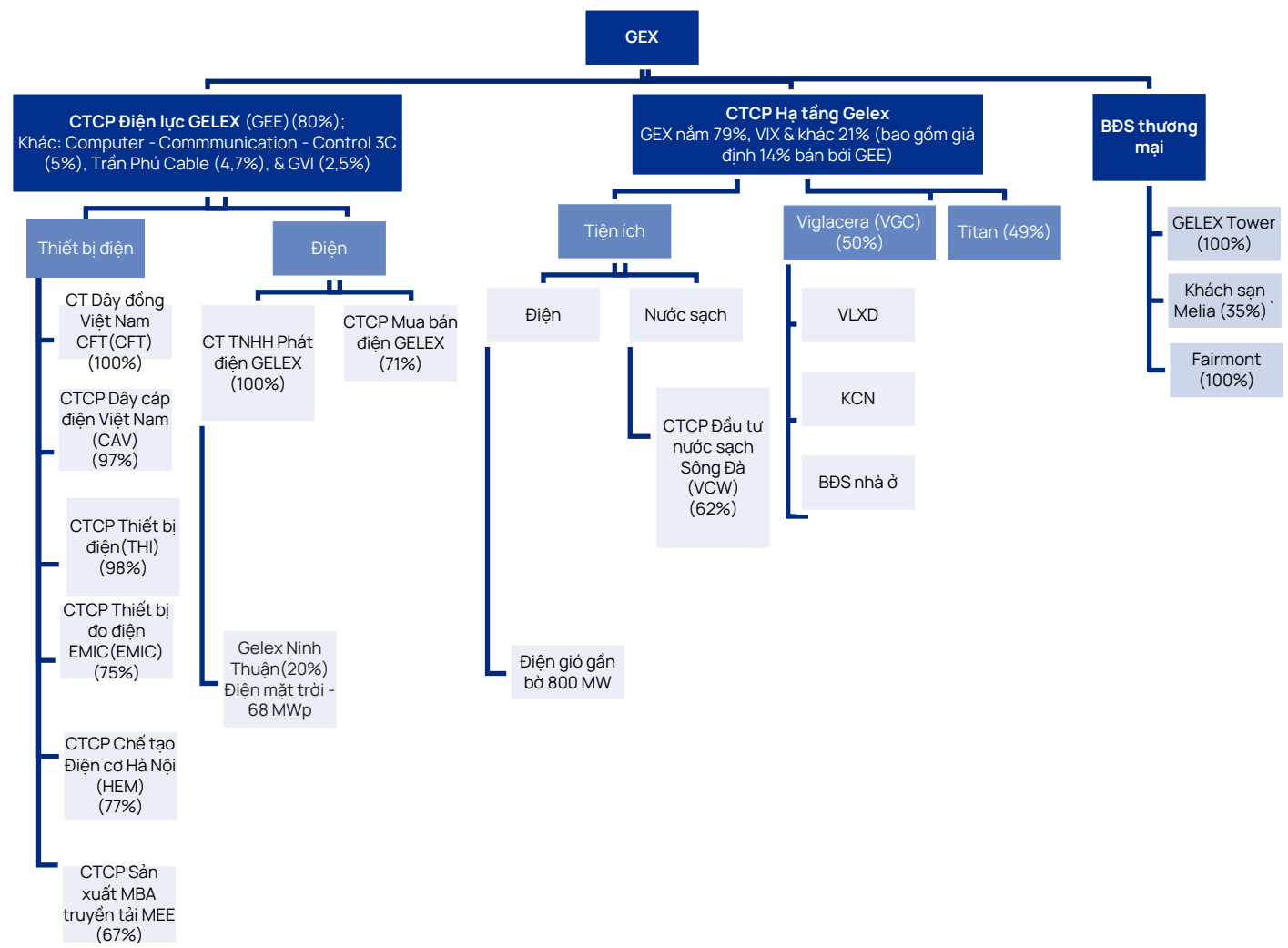
Vào tháng 8/2025, GEE đã thông báo tại ĐHCĐ bất thường về việc thoái 14,06% cổ phần tại Gelex Infrastructure (GEX Infra) vào cuối năm 2025, với LNTT dự kiến là 1.145 tỷ đồng. Ngoài ra, trong tháng 8, GEX đã thông báo chuyển nhượng 49% cổ phần tại CTCP TITAN (công ty vận hành nhà máy xây sẵn) cho GEX Infra. Đây là hoạt động tái cấu trúc nội bộ, và GEX kỳ vọng sẽ có lợi nhuận thoái vốn không đáng kể. Cuối cùng, GEX cũng có kế hoạch sơ bộ IPO GEX Infra vào quý 4/2025 nhưng hiện thông tin chi tiết chưa được công bố. Theo đó, cơ cấu doanh nghiệp mới tiềm năng vào cuối quý 4/2025 như ở Hình 21. Chúng tôi vẫn chưa đưa các kế hoạch sơ bộ này vào dự phóng lợi nhuận và định giá của chúng tôi.

Hình 20: Cơ cấu doanh nghiệp tính đến cuối quý 4/2024



Nguồn: GEX, Vietcap (*Chúng tôi kỳ vọng GEX sẽ hoàn tất thủ tục chuyển nhượng dự án này cho Sembcorp trong năm 2025)

Hình 21: Cơ cấu doanh nghiệp dự kiến tại thời điểm cuối quý 4/2025 sau khi GEE thoái 14% cổ phần tại GEX Infrastructure



Nguồn: GEX, Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

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

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Mỹ Đình

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thủy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

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

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

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

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

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

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

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

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

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

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

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

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

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.