

CTCP Tập đoàn Gelex (GEX)

Vững vàng tăng trưởng sau tái cấu trúc

13/02/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh

anhnv3@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

Năm 2025, GEX hoàn thành lần lượt 106%/154% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế

Trong năm 2025, công ty ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt 39,918 tỷ VND và 4,697 tỷ VND (+17%/30% YoY), hoàn thành lần lượt 106%/154% kế hoạch cả năm. Các mảng kinh doanh đều ghi nhận tăng trưởng tích cực 2 con số, đặc biệt mảng thiết bị điện là trụ cột tăng trưởng chính, đạt 25,248 tỷ VND doanh thu (+21% YoY).

Xu hướng đầu tư mạnh mẽ vào hạ tầng ngành điện củng cố tăng trưởng của GEE

Tăng cường và bổ sung hạ tầng truyền tải/phân phối điện là mục tiêu phát triển trong Quy hoạch điện VIII, mở ra cơ hội tăng trưởng cho GELEX nhờ sở hữu hệ sinh thái thiết bị điện đa dạng. Trong kịch bản cơ sở, doanh thu và lợi nhuận của GEE dự kiến tăng trưởng kép đến 2030 lần lượt 10% và 12% nhờ biên lợi nhuận được cải thiện thông qua việc quản lý hiệu quả hàng tồn kho.

Chu kỳ đầu tư bất động sản mạnh mẽ giúp mảng vật liệu xây dựng hồi phục, trong khi mảng khu công nghiệp tăng trưởng ổn định

KBSV ước tính doanh thu mảng VLXD 2026/2027 đạt 9,222/9,416 tỷ VND (+7%/+2%YoY), với biên lợi nhuận gộp cải thiện và duy trì mức 19-20% nhờ: i) Thị trường BDS hồi phục thúc đẩy sản lượng bán hàng; ii) Mức thuế chống bán phá giá tạo thuận lợi cho mảng kính cải thiện hiệu quả kinh doanh. Bất chấp tín hiệu chậm lại của khu vực FDI, mảng KCN & BĐS dự kiến vẫn tăng trưởng doanh thu tương đối ổn định trong 2026, đạt 4,966 tỷ VND (+8.9% YoY), tương đương 134 ha diện tích bàn giao nhờ lợi thế vị trí thuận lợi.

Khuyến nghị MUA với GEX, giá mục tiêu 43,700 VND/cổ phiếu

Kết hợp 2 phương pháp định giá FCFF và SOTP, KBSV khuyến nghị MUA GEX, với giá mục tiêu 43,700 VND, tương đương với mức lợi suất kỳ vọng 24.3% so với giá đóng cửa ngày 12/02/2026.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	43,700 VND
Tăng/giảm (%)	24.3%
Giá hiện tại (12/02/2026)	35,150 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	53,550 VND
Vốn hóa thị trường	29.8/1.2
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.8/5.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	683.6/26.0
Sở hữu nước ngoài (%)	8.4%
Cổ đông lớn	Nguyễn Văn Tuấn (24%)

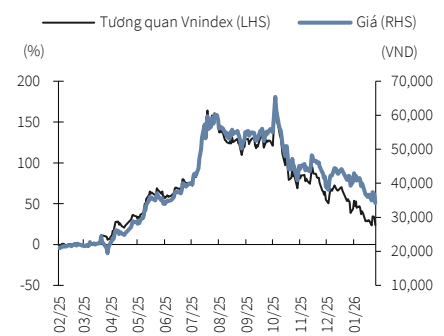
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-21.9	-26.8	-44.2	56.1
Tương đối	-16.2	-33.7	-57.6	17.9

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	34,060	39,907	45,778	50,057
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	3,733	4,935	5,572	6,337
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	1,631	1,475	1,407	1,632
EPS (VND)	1,910	1,635	1,559	1,809
Tăng trưởng EPS (%)	392.3	-14.4	-11.6	16.0
P/E (x)	23.8	27.8	23.3	16.8
P/B (x)	2.9	2.4	2.2	2.0
ROE (%)	11.7	8.3	8.8	11.4
Tỷ suất cổ tức (%)	-0.2	4.0	3.6	5.0

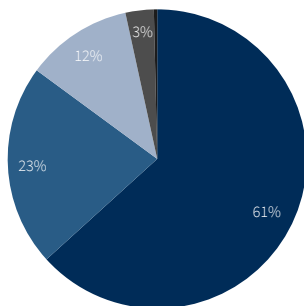
Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2025

■ Thiết bị điện ■ VLXD ■ BĐS KCN ■ Năng lượng và nước sạch ■ Khác



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

GEX được cổ phần hóa vào năm 2015 và hoạt động ở 2 mảng chính: sản xuất thiết bị điện với 76% cổ phần tại GEE (điều hành CAV trong mảng dây cáp) và THI (máy biến áp) và cơ sở hạ tầng với 79% 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 nắm giữ 62.5% CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (HSX: VCW) và lĩnh vực ngân hàng thông qua 10% Eximbank (HSX: EIB).

Điểm nhấn đầu tư

Tham gia sâu rộng trong lĩnh vực thiết bị điện cho phép GEX hưởng lợi từ làn sóng đầu tư hạ tầng điện, phản ánh tăng trưởng lợi nhuận đạt CAGR 12%.

Mảng VLXD hồi phục theo chu kỳ đầu tư BĐS, trong khi mảng KCN duy trì động lực dài hạn nhờ thuận lợi thu hút FDI.

Nền tảng kinh doanh ổn định cùng với tiềm năng sinh lời các dự án mới sẽ củng cố sức khỏe tài chính của GEX

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Doanh thu	45,778	50,057	n.a	n.a	46,083	52,837	-1%	-5%
EBIT	5,572	6,337	n.a	n.a	5,507	8,250	1%	-23%
LNST công ty mẹ	1,407	1,632	n.a	n.a	1,385	2,388	2%	-32%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá

Kịch bản tích cực	VND 47,800 Tăng đầu tư lưới điện & điện tích thuê	Kịch bản cơ sở: - Đầu tư lưới điện đạt 80% QHĐ VIII - Thuê mới 134/152ha vào 2026/2027 Kịch bản tích cực: - Đầu tư lưới điện đạt 90% QHĐ VIII - Thuê mới 145/175 ha vào 2026/2027 Kịch bản tiêu cực: - Đầu tư lưới điện đạt 70% QHĐ VIII - Thuê mới 125/155ha vào 2026/2027
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	VND 43,700	
Kịch bản tiêu cực	VND 39,600 Tăng đầu tư lưới điện & điện tích thuê	
Giá hiện tại	VND 35,150	

Tổng quan doanh nghiệp

Doanh nghiệp dẫn đầu thị phần thiết bị điện mở rộng sang lĩnh vực phát triển hạ tầng

Công ty Cổ phần Tập đoàn Gelex (HSX: GEX) được thành lập vào năm 1990, khởi đầu là một tổng công ty nhà nước hoạt động trong lĩnh vực nhập khẩu và sản xuất thiết bị điện. Kể từ đó, GEX đã đóng góp vào sự phát triển hạ tầng truyền tải và phân phối điện của Việt Nam với thị phần đáng kể ước tính khoảng 30-40% đến năm 2024. 2015 đánh dấu bước ngoặt về mô hình hoạt động của công ty sau khi được nhà nước thoái vốn và niêm yết trên sàn UpCOM, được định hướng hoạt động theo mô hình holdings với 2 công ty con gồm: TNHH MTV Thiết bị đo điện (nay là CTCP Điện lực Gelex) đảm nhận lĩnh vực thiết bị điện và TNHH MTV Năng lượng Gelex (nay là CTCP Hạ tầng Gelex) đảm nhận lĩnh vực phát triển hạ tầng.

Mô hình holdings với tỷ lệ sở hữu lớn tại các doanh nghiệp đầu ngành

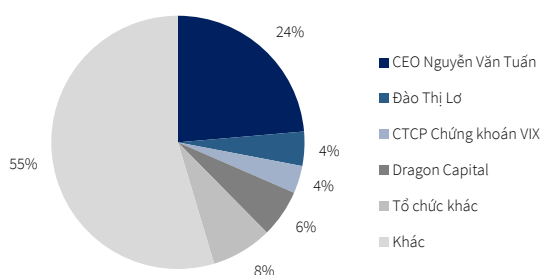
Hiện nay, GEX hoạt động như một công ty holding, có lực lượng lao động 10,000 nhân viên và giám sát 50 công ty con/công ty liên kết. Các công ty con và đơn vị thành viên đều có vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực hoạt động gồm:

- **Sản xuất thiết bị điện:** Mạng này bao gồm sản xuất thiết bị điện thông qua CTCP Gelex Electric (HoSE: GEE) với 76% cổ phần, công ty này có cổ phần kiểm soát tại CTCP Dây cáp Điện Việt Nam (CAV) và CTCP Thiết bị Điện (THI). Với năng lực sản xuất vào khoảng 2 triệu km dây/năm, GEX đang nắm giữ 30-40% thị phần thị trường cáp điện.
- **Đầu tư cơ sở hạ tầng:** Thông qua CTCP Hạ tầng Gelex (với sở hữu 79% cổ phần), GEX sở hữu 50.2% cổ phần của Tổng công ty Viglacera (HSX: VGC) — một nhà phát triển KCN lớn với quỹ đất rộng khoảng 3,500 ha — và 62% cổ phần tại CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (UPCoM: VCW). Với định hướng mở rộng sang lĩnh vực bất động sản và nhà kho cho thuê, công ty đang kết hợp với một số đối tác lớn (ví dụ: Frasers Property) để phát triển các dự án mới và đa dạng hóa nguồn doanh thu.

Cơ cấu cổ đông cô đặc, có ít đối trọng với lãnh đạo

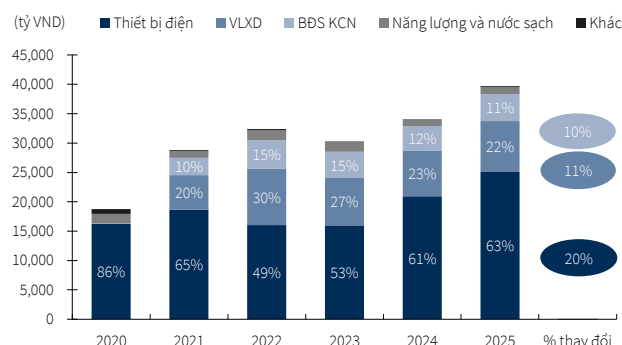
Cơ cấu sở hữu của GEX chủ yếu là các cổ đông trong nước, trong đó nhóm cổ đông lớn nhất gồm ông Nguyễn Văn Tuấn và bên liên quan đến ông có sở hữu hơn 30% gồm: ông Nguyễn Văn Tuấn (23.8%), bà Đào Thị Lơ (3.1%) và CTCP Chứng khoán VIX (3.5%) (Biểu đồ 1). Dragon Capital (6.1%) là tổ chức có tỷ lệ sở hữu lớn nhất, cùng với các tổ chức khác chiếm 13.9%.

Biểu đồ 1. Cơ cấu sở hữu của GEX năm 2025



Nguồn: GEX, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của GEX 2020-2025



Nguồn: GEX, KBSV

Cập nhật Kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh 2025 tích cực với doanh thu và lợi nhuận trước thuế tăng lần lượt 17%/30% YoY

Trong Q4/2025, CTCP Tập đoàn Gelex ghi nhận tổng doanh thu tăng trưởng tích cực, đạt 11,764 tỷ VND (+23% YoY) nhưng lợi nhuận sau thuế công ty mẹ chỉ 17 tỷ VND (-97% YoY) do khoản lợi nhuận từ thương vụ bán 3% công ty con - GEE không được ghi nhận trong báo cáo kết quả kinh doanh nhưng phát sinh chi phí thuế. Lũy kế cả năm 2025, công ty ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt 39,918 tỷ VND và 4,697 tỷ VND (+17%/30% YoY), hoàn thành lần lượt 106%/154% kế hoạch cả năm. Đóng góp chính vào doanh thu là mảng thiết bị điện, đạt 25,248 tỷ VND doanh thu (+21% YoY), nhờ công ty ghi nhận tín hiệu tích cực sau khi mở rộng thị phần tại phía Bắc. Mảng cho thuê KCN và vật liệu xây dựng ghi nhận tăng trưởng doanh thu lần lượt 10% YoY và 11% YoY chủ yếu nhờ mức tăng của giá cho thuê trung bình bù đắp sự thu hẹp quy mô cho thuê mới diện tích đất KCN cả năm đạt 120ha (-22% YoY) và sự hồi phục của thị trường BĐS thúc đẩy tiêu thụ VLXD. Ngoài ra, sự tăng trưởng tích cực của mảng nước sau khi điều chỉnh tăng 50% giá bán nước thô đã bù đắp cho thiếu hụt đóng góp của mảng năng lượng, giúp cho doanh thu hạ tầng tiện ích tăng trưởng 13% YoY.

Bảng 3. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Q4/2024	Q4/2025	+/-%YoY	2024	2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	10,181	11,764	16%	34,060	39,918	17%	
Thiết bị điện	6,155	7,227	17%	20,934	25,248	21%	
Vật liệu xây dựng	2,377	2,508	6%	7,778	8,655	11%	
Hạ tầng KCN & BĐS	1,464	1,560	7%	4,153	4,561	10%	
Hạ tầng tiện ích	259	413	59%	1,148	1,299	13%	
Khác	-74	56	n.a	1,148	1,299	13%	
Lợi nhuận gộp	2,407	2,661	11%	6,762	8,424	25%	
Thiết bị điện	1,110	1,223	10%	3,146	4,233	35%	
Vật liệu xây dựng	457	305	-33%	1,257	1,346	7%	
Hạ tầng KCN & BĐS	882	794	-10%	2,276	2,407	6%	
Hạ tầng tiện ích	92	194	-72%	367	541	47%	
Khác	-88	267	n.a	24	290	1,115%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>24%</i>	<i>23%</i>	<i>-1 ppts</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>	<i>1 ppts</i>	Q4/25: Biên lợi nhuận suy giảm chủ yếu do giá đồng đầu vào tăng và BLNG mảng VLXD tiếp tục kém khả quan.
Thu nhập tài chính	218	64	-71%	1,500	1,256	-16%	Q4/25: Thu nhập tài chính giảm do ghi nhận lỗ thoái vốn thủy điện Sông Bung vì không được ghi nhận cổ tức tiền mặt.
Chi phí tài chính	-377	-672	78%	-1,690	-1,767	5%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	75	101	35%	37	138	274%	
SG&A	-1,013	-966	-5%	-3,029	-3,434	13%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,309	1,188	-9%	3,581	4,617	29%	
Thu nhập khác	-58	-26	-55%	-120	-75	-22%	
Lợi nhuận trước thuế	1,343	1,247	-7%	3,613	4,697	30%	
Lợi nhuận sau thuế	1,016	596	-41%	2,669	3,019	13%	
LNST công ty mẹ	574	17	-97%	1,631	1,538	-6%	
<i>Biên LNST</i>	<i>10%</i>	<i>5%</i>	<i>-5 ppts</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>0 ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Luận điểm đầu tư

1. Mạng thiết bị điện: GEX hưởng lợi từ làn sóng đầu tư hạ tầng điện và xu hướng hồi phục nguồn cung bất động sản

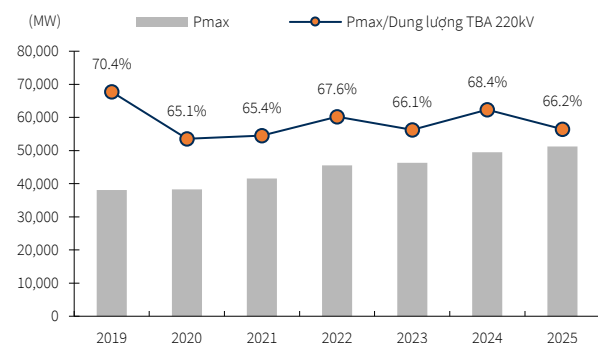
Hạ tầng điện được tập trung đầu tư nhằm giải quyết điểm nghẽn truyền tải sẽ thúc đẩy doanh số bán dây cáp và thiết bị điện

Trở thành trọng tâm đẩy mạnh phát triển theo quy hoạch điện VIII điều chỉnh, tổng công suất điện tái tạo (điện gió và mặt trời) sẽ đạt 72.5 GW, chiếm 39% tổng công suất vào năm 2030 (từ mức 26% của năm 2025). Trong bối cảnh đó, KBSV cho rằng ngành công nghiệp thiết bị điện (bao gồm: dây dẫn, trạm biến áp, thiết bị đo đếm điện) sẽ hưởng lợi mạnh mẽ đến từ xu hướng cải thiện chất lượng dự án điện và hạ tầng truyền tải điện. Đối với khu vực phía Nam sở hữu điều kiện thuận lợi để phát triển các nhà máy năng lượng tái tạo tập trung, yêu cầu đối với dự án mới đưa vào hoạt động sẽ cao hơn, đảm bảo 2 nội dung chính: i) Nâng cao khả năng truyền tải của hạ tầng lưới điện xung quanh khu vực nhà máy và ii) Tăng cường khả năng điều tiết của cơ quan quản lý thông qua đáp ứng yêu cầu thiết bị đo đếm.

Đối với khu vực phía Bắc, nhu cầu truyền tải điện gia tăng từ khu vực miền Trung, miền Nam nhằm bù đắp thiếu hụt công suất sản xuất điện trong giờ cao điểm đã tạo áp lực lên hệ thống đường dây truyền tải liên miền. Thống kê của EVNNPT cho thấy tỷ lệ sử dụng công suất hạ tầng máy biến áp và đường dây truyền tải điện duy trì xu hướng tăng qua các năm và đặc biệt những năm nắng nóng thì tỷ lệ có thể đạt mức cao 66-70%, làm bất ổn an toàn hệ thống điện (Biểu đồ 4).

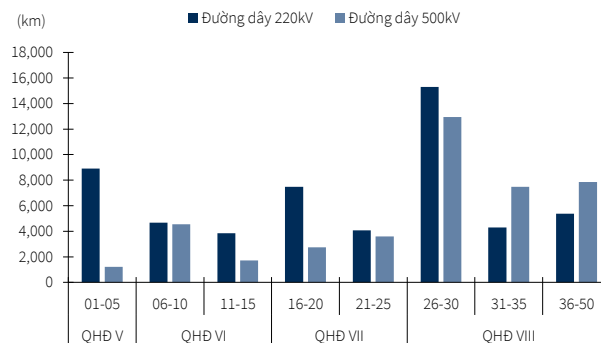
Trong kịch bản cơ sở, KBSV dự báo tổng giá trị đầu tư hạ tầng điện giai đoạn 2025-2030 sẽ đạt 80% kế hoạch đặt ra hàng năm (giống với tiến độ hoàn thành của QHĐ VII), tương đương 1.2 tỷ USD nhờ: i) Các chính sách tháo gỡ khó khăn pháp lý tác động tích cực giúp thúc đẩy tiến độ triển khai và ii) Tình hình tài chính của EVN dần được cải thiện nhờ cơ chế tăng giá điện linh hoạt. Sau 2030, giá trị đường dây ước tính giảm tốc nhưng vẫn duy trì tăng trưởng 1 chữ số nhờ: i) Gia tăng công suất các dự án năng lượng tái tạo theo hình thức DPPA, ii) Đa dạng hóa các loại hình năng lượng mới gồm điện hạt nhân, điện gió ngoài khơi và thủy điện tích năng sẽ thúc đẩy nhu cầu đường dây truyền tải.

Biểu đồ 4. Công suất sử dụng trạm biến áp



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 5. Tổng chiều dài đường dây ước tính trong các QHĐ

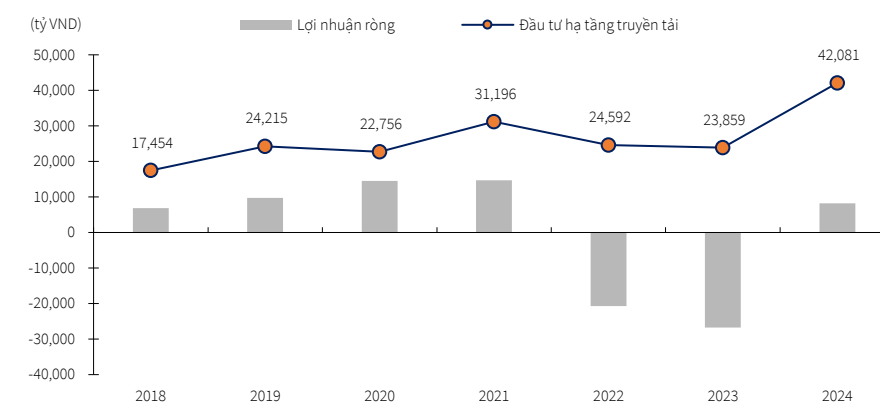


Nguồn: QHĐ các thời kỳ, KBSV

Tình hình tài chính cải thiện của EVN đóng vai trò then chốt trong xu hướng nâng cao hạ tầng điện

Đóng vai trò là bên duy nhất đảm nhận truyền tải và phân phối điện từ các nhà máy đến hộ tiêu thụ, EVN đóng vai trò then chốt trong quá trình đầu tư và xây dựng đường dây truyền tải. Giai đoạn 2016 - 2022, trong bối cảnh tổng công suất điện đặt của hệ thống vượt 32% kế hoạch chủ yếu do nguồn năng lượng mặt trời, khối lượng đường dây hoàn thành còn khá hạn chế, đạt khoảng 2,300 km đường dây 500kV và 5,400 km đường dây 220kV (hoàn thành lần lượt là 77.6% và 73.9% mục tiêu đặt ra trong QHĐ VII) do: i) Tình hình tài chính kém, thua lỗ (Biểu đồ 6), ii) Quá trình xin và phê duyệt chủ trương đầu tư của dự án gặp nhiều khó khăn, buộc dự án bị kéo dài thời gian. Trong tương lai, KBSV cho rằng tốc độ triển khai hạ tầng lưới truyền tải và phân phối điện sẽ được cải thiện đáng kể nhờ: i) Sức khỏe tài chính của EVN được cải thiện giúp doanh nghiệp có nguồn lực dồi dào để đầu tư; ii) Các quy định pháp lý mới được ban hành (Nghị quyết 253/2025/QH15) dành ưu tiên cho phát triển hạ tầng sẽ là động lực giúp các dự án đường dây được phê duyệt và triển khai thông suốt, bảo đảm thời gian đưa vào sử dụng.

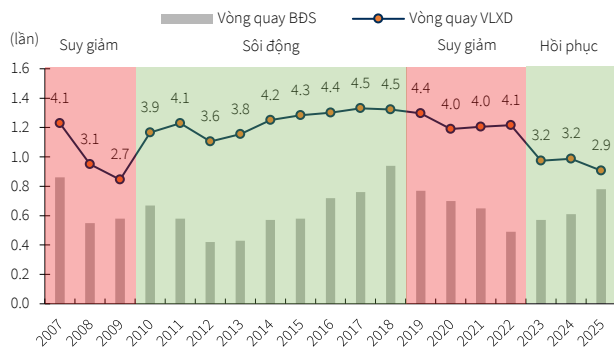
Biểu đồ 6. Tương quan giữa tài chính EVN và dòng tiền đầu tư CAPEX truyền tải



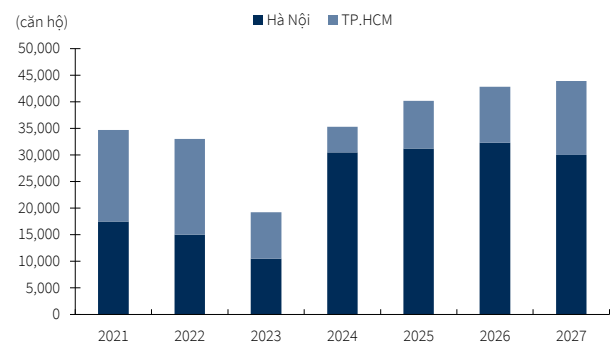
Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

Tiêu thụ thiết bị điện dân dụng được thúc đẩy nhờ thị trường bất động sản kì vọng phục hồi

Thị trường bất động sản Hà Nội và TP.HCM trải qua giai đoạn ảm đạm 2020 – 2023 khiến cho doanh thu bán thiết bị điện dân dụng tăng trưởng chậm khi liên tiếp là dịch bệnh Covid-19 ảnh hưởng đến khả năng tiêu dùng của người dân và khó khăn trong pháp lý làm tiến độ triển khai các dự án chậm lại. Sang 2025-2026, các yếu tố pháp lý được nới lỏng và tháo gỡ sẽ giúp cho nguồn cung bất động sản hồi phục trở lại và thúc đẩy mạnh mẽ nhu cầu cho thiết bị điện bao gồm: dây dẫn, thiết bị đo điện và trạm biến áp. Chúng tôi cho rằng với lợi thế lớn về thị phần thị trường dây cáp điện phía Nam, doanh nghiệp sẽ hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng hồi phục của nguồn cung bất động sản khu vực (Biểu đồ 8). Đồng thời, chiến lược mở rộng tại thị trường phía Bắc nhiều tiềm năng sớm đem lại hiệu quả nhờ doanh nghiệp tăng chi phí quảng cáo và đưa ra chiết khấu thanh toán sớm cho đại lý và người tiêu dùng. KBSV ước tính doanh thu của mảng thiết bị điện giai đoạn 2026/2027 lần lượt đạt 30,725/33,952 tỷ VND (+12/10% YoY) dựa trên kịch bản cơ sở tốc độ tăng trưởng toàn ngành đạt 10%/9.2% YoY và thị phần của GEX được duy trì.

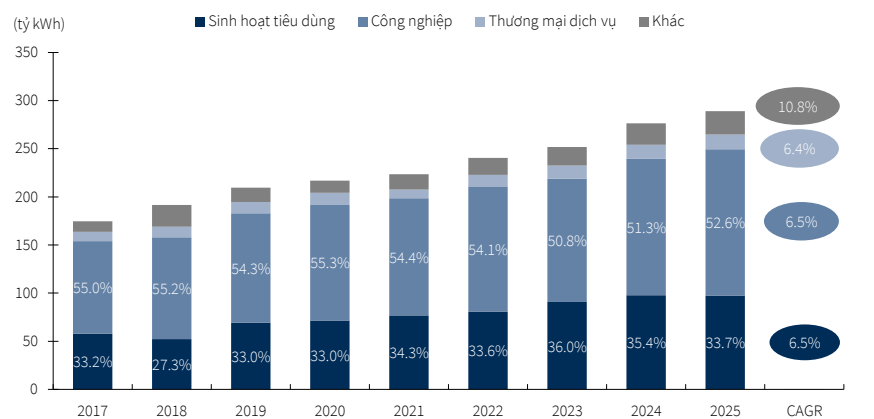
Biểu đồ 7. Tỷ lệ tồn kho và vòng quay hàng tồn kho của doanh nghiệp BĐS niêm yết hồi phục

Nguồn: FiinProX, KBSV

Biểu đồ 8. Nguồn cung BDS ước tính của CBRE

Nguồn: CBRE, KBSV

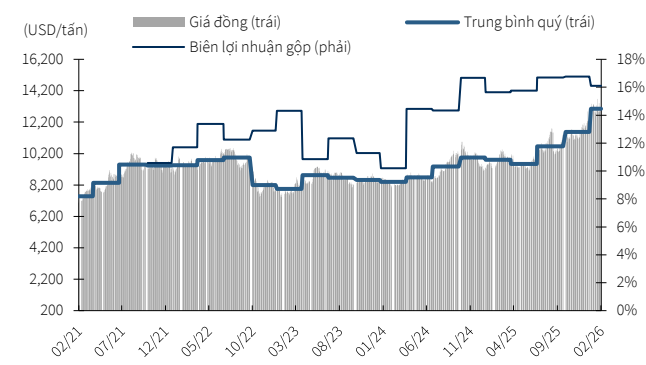
Trong dài hạn, thu nhập gia tăng của người dân và tốc độ đô thị hóa là động lực chính thúc đẩy thị trường thiết bị điện dân dụng. Đối với thiết bị điện công nghiệp, tốc độ phát triển hạ tầng truyền tải sẽ ngày càng gia tăng nhằm đáp ứng nhu cầu sử dụng điện quốc gia và tăng cường độ tin cậy của hệ thống lưới điện. KBSV ước tính tăng trưởng khối lượng dây cáp điện toàn ngành sẽ đạt CAGR 10% 2026 – 2030.

Biểu đồ 9. Tiêu thụ điện theo khu vực phụ tải

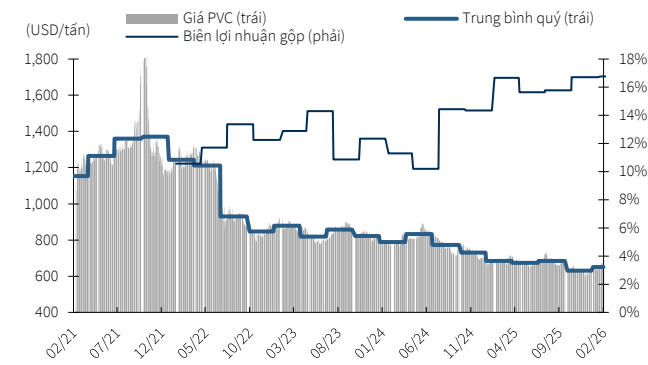
Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

Biên lợi nhuận dự kiến được duy trì nhờ nhựa PVC hạ nhiệt và quản lý hàng tồn kho hiệu quả

Là 2 nguyên liệu chính chiếm 65-70% trong tổng chi phí sản xuất dây cáp, xu hướng giá của đồng và PVC quyết định lớn đến biên lợi nhuận gộp mảng thiết bị điện của GEX. Trong 2025, bất chấp diễn biến tăng nhanh của giá đồng (Biểu đồ 10) do áp lực suy giảm nguồn cung toàn cầu và nhu cầu đầu tư hạ tầng công nghệ gia tăng, biên lợi nhuận gộp mảng thiết bị điện của GEX vẫn tiếp tục được cải thiện lên mức 16.8% (+1.8 ppts svck) nhờ: i) Giá PVC đầu vào hạ nhiệt (Biểu đồ 11), ii) Doanh nghiệp tăng hiệu quả quản lý hàng tồn kho. Sang năm 2026, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của GEX sẽ gặp áp lực suy giảm trong nửa đầu năm do giá đồng neo cao quanh mức 13,000 USD/tấn sau khi giá đã tăng mạnh trong các tháng cuối năm 2025, nhưng sẽ được cải thiện trong nửa cuối năm khi giá đồng được dự báo hạ nhiệt nhờ: i) Nhu cầu đồng tinh luyện từ Trung Quốc suy giảm do chỉ số PMI sản xuất của Trung Quốc dự báo tiếp tục dưới ngưỡng 50 và ii) Sự bất định liên quan tới mức thuế nhập khẩu đồng không còn khiến nhu cầu đầu cơ đồng suy giảm. Trong kịch bản cơ sở, KBSV dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng thiết bị điện của GEX sẽ được duy trì ổn định ở mức 16.1% cho cả năm 2026, nhờ hỗ trợ đến từ giá PVC duy trì ở mức thấp và hiệu quả trong việc quản lý hàng tồn kho bù đắp cho giá đồng cao hơn.

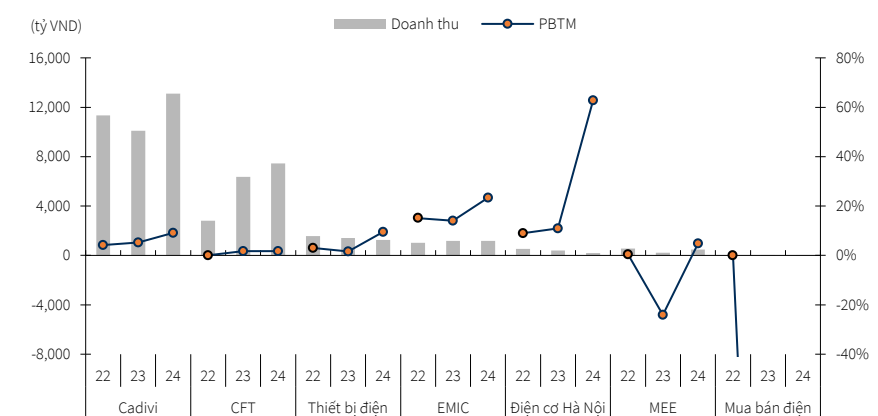
Biểu đồ 10. Tương quan giữa lợi nhuận gộp của GEX với diễn biến giá đồng

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 11. Tương quan giữa lợi nhuận gộp của GEX với diễn biến giá PVC

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Trong dài hạn, KBSV đánh giá hệ sinh thái hoàn thiện của GEX sẽ cho phép biên lợi nhuận gộp mảng thiết bị điện được duy trì và cải thiện với đóng góp đến từ: i) CFT là đầu mối chính nhập khẩu thu mua nguyên liệu đồng cho các công ty con giúp chi phí được tiết kiệm, ii) Các công ty con sở hữu năng lực sản xuất có giá trị cao bao gồm thiết bị đo điện lắp đặt tại các dự án năng lượng tái tạo. Biên lợi nhuận gộp của mảng thiết bị điện dự kiến được duy trì ở mức 16-17% giai đoạn 2026-2030.

Biểu đồ 12. Tỷ trọng doanh thu và biên lợi nhuận của một số mảng

Nguồn: GEX, KBSV tổng hợp

2. Mảng vật liệu xây dựng đồng pha với sự hồi phục của thị trường bất động sản, trong khi mảng khu công nghiệp tiếp tục tăng trưởng ổn định

Mảng KCN được dự báo hồi phục từ mức nền thấp trong 2025

Chúng tôi cho rằng một mức thuế đối ứng cạnh tranh so với các đối thủ chính như Ấn Độ, Bangladesh, Thái Lan, Indonesia... là yếu tố then chốt cho triển vọng tăng trưởng dòng vốn FDI vào Việt Nam. Do các bất định về Tradewar 2.0, trong giai đoạn 2025/2026, chúng tôi dự báo dòng vốn FDI của các Tập đoàn lớn – hướng tới xuất khẩu sang Mỹ sẽ có xu hướng chậm lại. Tuy vậy, tăng trưởng dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam sẽ được bù đắp bởi xu hướng Trung Quốc +1 đang được đẩy mạnh, đặc biệt là các doanh nghiệp hướng tới thị trường ngoài Mỹ, nhờ:

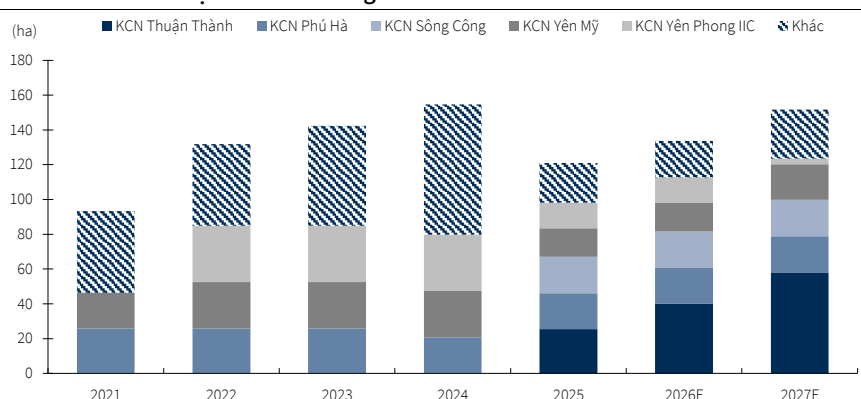
- (1) Vị trí địa lý gần Trung Quốc;
- (2) Chính trị ở Việt Nam ổn định;
- (3) Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công và hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật, giúp tăng kết nối vùng;
- (4) Lợi thế thu hút dòng vốn FDI nhờ nhân công giá rẻ, đặc biệt là các dự án trong phân đoạn Dowstream – thâm dụng lao động (mặc dù lợi thế này đang phải san sẻ sang các Quốc gia khác);
- (5) Vị trí địa lý thuận lợi cho việc giao thương đường biển. Vị trí của Việt Nam thuận lợi cho việc phát triển hạ tầng giao thông đường biển tốt

hơn Ấn Độ giúp tối ưu chi phí và thời gian giao hàng, đặc biệt quan trọng đối với các doanh nghiệp xuất khẩu khu vực châu Á, EU và Mỹ Latinh;

- (6) Việt Nam có lợi thế khi tham gia nhiều Hiệp định thương mại tự do (20 FTA). Trong đó, những Hiệp định quan trọng như EVFTA (EU), CPTPP, hay RCEP – đều là các hiệp định Ấn Độ không tham gia.

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các định hướng chủ chốt trong chính sách Tradewar 2.0 của Donald Trump đang dần trở nên rõ ràng hơn, giúp nhanh chóng tái định hình dòng vốn thương mại và thúc đẩy hoạt động đầu tư. Theo đó, D.Trump muốn thúc đẩy các Tập đoàn công nghệ đặt nhà máy sản xuất tại Mỹ, hoặc đưa ra các thỏa thuận đàm phán thương mại để “ràng buộc” các Quốc gia khác đầu tư vào Mỹ. Khi này, các doanh nghiệp hướng tới xuất khẩu vào thị trường khác ngoài Mỹ hoặc sản xuất các mặt hàng thuộc diện miễn thuế (sản xuất thiết bị điện tử, công nghiệp/công nghệ cao) sẽ tiếp tục mở rộng sản xuất tại nước khác như Việt Nam.

Biểu đồ 13. VGC - Diện tích KCN bàn giao đến 2027



Nguồn: Dữ liệu công ty, KBSV tổng hợp và ước tính

Quỹ đất lớn gói đầu sẽ đảm bảo cho triển vọng tăng trưởng dài hạn, đặc biệt là khi dòng vốn FDI cải thiện

Tổng diện tích quỹ đất KCN của VGC hiện đạt trên 4,156 ha, diện tích đất thương mại còn lại có thể cho thuê đạt khoảng 1,431 ha. Bên cạnh đó, VGC còn sở hữu 1,728 ha diện tích KCN đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý (bảng 4). Các KCN chủ lực của VGC tại Bắc Ninh, Hưng Yên, Thái Nguyên và Phú Thọ, có nhu cầu thuê đất ổn định nhờ hạ tầng giao thông thuận lợi cho việc giao thương hàng hóa, lực lượng lao động lành nghề, thu hút nhiều doanh nghiệp FDI ngành công nghệ lớn như Samsung, LG, Foxcom, Luxshare, BYD, Hanyang Digitech, Panasonic, Canon... điều này giúp thu hút các doanh nghiệp vệ tinh.

Trong giai đoạn 2026/2027, chúng tôi cho rằng doanh số bàn giao đất KCN của VGC đạt 134/152ha (bình quân giai đoạn 2020 – 2024, diện tích đất KCN bàn giao đạt 150ha), chủ yếu được đóng góp bởi KCN Phú Hà, KCN Yên Phong IIC, KCN Thuận Thành, KCN Yên Mỹ, KCN Sông Công II (Biểu đồ 13). Dự báo, doanh số cho thuê đất của VGC trong giai đoạn 2026/2027 đạt 4,996/5,116 tỷ đồng (+9%/3%YoY).

Vật liệu xây dựng phân khúc bình dân của Viglacera sẽ được hưởng lợi

Sau 3 năm triển khai đề án “Đầu tư xây dựng ít nhất 1 triệu căn hộ nhà ở xã hội giai đoạn 2021-2030”, số liệu Bộ Xây dựng cho thấy cả nước đã có 692 dự án

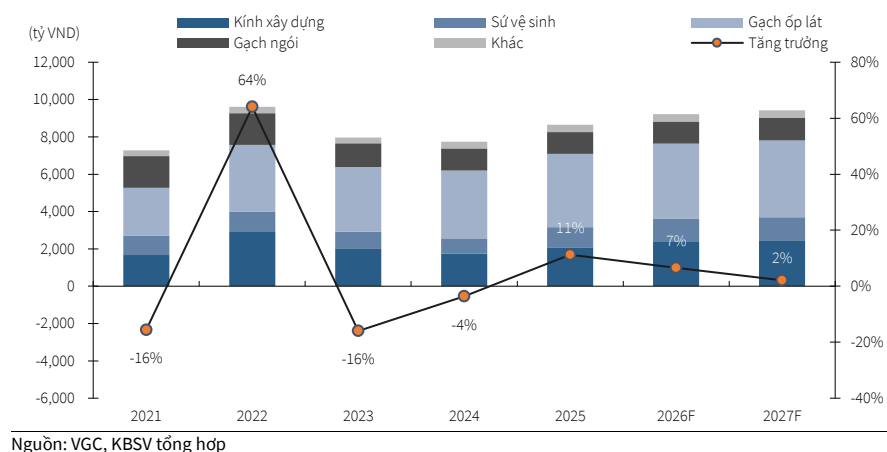
mạnh mẽ nhờ các chính sách phát triển nhà ở xã hội được đẩy mạnh

được triển khai ~ 633 nghìn căn, hoàn thành 59.6% chỉ tiêu của dự án. Dù vậy, những khó khăn về thủ tục hành chính rườm rà và thời gian đấu thầu kéo dài đã khiến số lượng căn hộ hoàn thành còn khá hạn chế, mới đạt 103 nghìn căn và còn hơn 400 nghìn căn mới được chấp thuận chủ trương đầu tư. Nhằm tháo gỡ khó khăn trên, Quốc hội đã thông qua các nhóm chính sách trực tiếp giải quyết khó khăn của chủ đầu tư, nổi bật gồm: i) Giảm áp lực nợ vay cho chủ đầu tư nhờ nguồn vốn tài trợ bởi Quỹ Nhà ở quốc gia, ii) Rút ngắn thời gian thực hiện dự án nhờ cho phép giao chủ đầu tư không qua đấu thầu, iii) Tính toán đầy đủ chi phí bồi thường và hỗ trợ tái định cư vào giá trị của dự án cho phép tăng khả năng huy động vốn của chủ đầu tư. Chúng tôi cho rằng đa số các nghị quyết gỡ khó và hỗ trợ phát triển sẽ mở ra cơ hội cho các dự án mới được triển khai và là động lực thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mảng vật liệu xây dựng của Viglacera.

Thuế chống bán phá giá tạm thời áp dụng cho các sản phẩm kính màu kì vọng giúp mảng kính của VGC thuận lợi sau hoạt động mở rộng công suất

Vào cuối tháng 1 năm 2026, Bộ Công Thương đã chính thức ban hành Quyết định số 228/QĐ-BCT về việc áp dụng thuế chống bán phá giá tạm thời đối với sản phẩm kính nổi không màu xuất xứ từ Indonesia và Malaysia. Mức thuế được ấn định dao động từ 15.2% đến 63.4%, tùy thuộc vào từng doanh nghiệp sản xuất, xuất khẩu cụ thể. Biện pháp thuế tạm thời này có thời hạn áp dụng là 120 ngày, tính từ thời điểm quyết định có hiệu lực. Trên cơ sở kết quả điều tra chính thức, nếu hành vi bán phá giá và thiệt hại đối với ngành sản xuất trong nước được xác nhận, Bộ Công Thương sẽ xem xét việc áp dụng mức thuế chống bán phá giá chính thức. Bên cạnh đó, Bộ Công Thương cũng nêu rõ khả năng áp dụng thuế trở về trước 90 ngày so với thời điểm thuế tạm thời có hiệu lực. Điều này sẽ được thực hiện nếu cơ quan điều tra xác định có tình trạng nhập khẩu tăng đột biến trong khoảng thời gian đó và đã gây ra hoặc đe dọa gây thiệt hại nghiêm trọng cho ngành sản xuất nội địa. Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt của ngành dẫn đến giá bán sản phẩm giảm sâu trên thị trường, KBSV cho rằng quyết định về thuế CBPG tạm thời và có khả năng áp dụng chính thức trong tương lai sẽ có tác động tích cực tới các doanh nghiệp nội địa, cho phép các doanh nghiệp sở hữu khả năng sản xuất lớn như Viglacera tối ưu tích trữ hàng tồn kho và nâng cao hiệu suất hoạt động của nhà máy.

Biểu đồ 14. Cơ cấu doanh thu và tăng trưởng mảng VLXD của VGC



KBSV ước tính doanh thu mảng VLXD 2026/2027 đạt 9,222/9,416 tỷ VND (+7%/+2%YoY), với biên lợi nhuận gộp cải thiện và duy trì mức 19-20% (tương đương mức trung bình 5 năm 2021 – 2025: 19.6%) nhờ: i) Thị trường BDS hồi phục thúc đẩy sản lượng bán hàng VLXD của VGC; ii) Tăng trưởng mảng Sứ vệ sinh, sen vòi nhờ mở cửa trở lại nhà máy Mỹ Xuân; iii) Hoạt động tái cơ cấu tập trung sản xuất sang các dòng sản phẩm chất lượng trung cấp – cao nhờ việc ứng dụng các công nghệ mới.

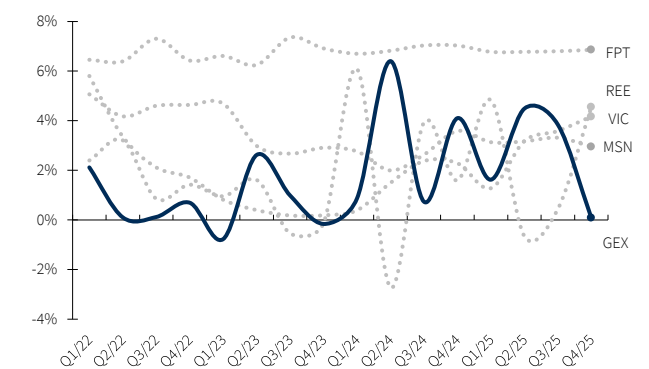
3. Nền tảng kinh doanh ổn định cùng với tiềm năng sinh lời các dự án mới sẽ củng cố sức khỏe tài chính của GEX

Mô hình đa ngành gồm các công ty con có tiềm năng tăng trưởng và tiếp tục đem về dòng tiền hoạt động ổn định

Sở hữu 3 trụ cột kinh doanh là mảng thiết bị điện, vật liệu xây dựng và khu công nghiệp với thị phần lớn và diện tích cho thuê hàng đầu trong các doanh nghiệp niêm yết, khả năng sinh lời và sức khỏe tài chính của GEX sẽ cải thiện rõ rệt nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản và dòng vốn FDI ổn định.

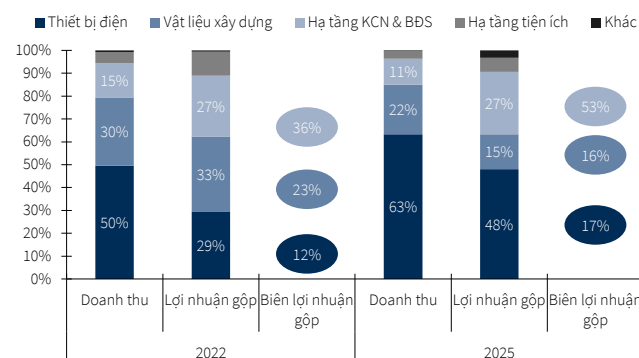
- **Các mảng kinh doanh gặp thuận lợi sẽ đem về dòng tiền hoạt động ổn định:** Trong mảng thiết bị điện, xu hướng tăng trưởng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận được kì vọng duy trì nhờ môi trường kinh doanh thuận lợi, từ đó là cơ sở cho mức tăng trưởng kép 12% lợi nhuận hằng năm. Trong mảng hạ tầng, sự phát triển đồng thời của dòng vốn FDI và lĩnh vực bất động sản sẽ là động lực phát triển cho hoạt động thuê khu công nghiệp và vật liệu xây dựng, với lợi nhuận ước đạt tăng trưởng kép 20%.
- **Tỷ lệ đòn bẩy thấp của các đơn vị thành viên cho phép gia tăng chi trả cổ tức về công ty mẹ:** Trong 2024, việc GEX gia tăng sở hữu tại Ngân hàng TMCP Eximbank đã khiến cho tổng nợ vay của công ty mẹ tăng mạnh 13% YoY vào cuối 2025, đạt 8,836 tỷ VND. Dù vậy, việc công ty mẹ thành công thoái vốn khỏi mảng năng lượng và giảm sở hữu tại GEE và GEL đã giúp công ty kịp thời bổ sung nguồn vốn và giảm tỷ lệ nợ vay/VCSH còn 0.71x (so với mức 0.75x của 2024). Trong tương lai, chúng tôi đánh giá dòng tiền cổ tức nhận về từ công ty con của GEX sẽ được cải thiện nhờ: i) Mảng kinh doanh thiết bị điện ước tính đem lại dòng tiền từ hoạt động kinh doanh 2,000-3,000 tỷ VND/năm; ii) Kế hoạch IPO GEL đem về dòng tiền ước tính 2,800 tỷ VND giúp công ty con tái cấu trúc và giảm bớt áp lực nợ vay.
- **Mảng kinh doanh bất động sản hứa hẹn tiềm năng sinh lời nhờ sở hữu vị trí dự án trung tâm:** Trong 2025, GEL đã góp vốn vào Công ty TNHH FIH để triển khai Dự án nhà ở tại 226 Lê Lai – Hải Phòng (tên thương mại là ANmaison). Doanh nghiệp dự kiến phát triển thành 2 giai đoạn gồm 280 căn thấp tầng, tiếp đến chung cư 41 tầng và nhà ở xã hội. Với vị trí đắc địa nằm tại trục giao thông và tập trung nhiều dịch vụ tiện ích, chúng tôi cho rằng GEX có thể bắt đầu bàn giao giai đoạn 1 trong 2026-2028, với mức giá khoảng 180 triệu đồng/m² và đem về doanh thu khoảng 2,500 tỷ VND.

Biểu đồ 15. ROE của một số doanh nghiệp holdings



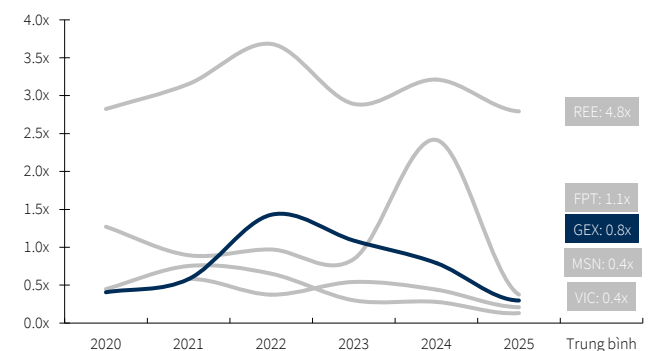
Nguồn: Dữ liệu các công ty, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 16. Khả năng sinh lời của GEX có sự cải thiện



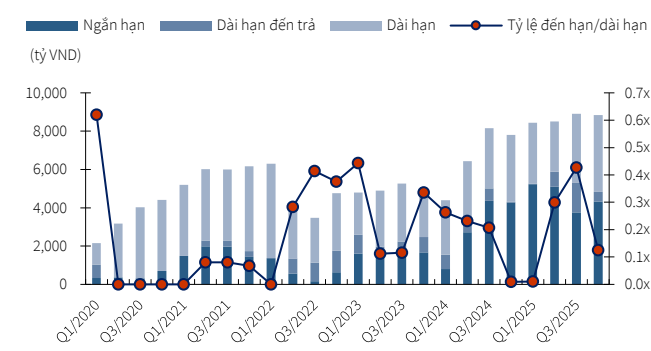
Nguồn: GEX, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 17. EBITDA/Chi trả nợ vay của một số holdings



Nguồn: Dữ liệu các công ty, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 18. Dư nợ vay của GEX công ty mẹ

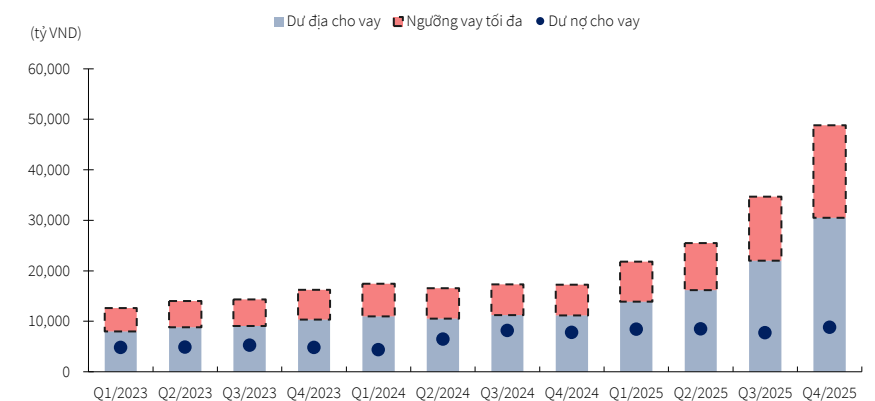


Nguồn: GEX, KBSV tổng hợp

Giá trị của tài sản được định giá lớn giúp các khoản vay của doanh nghiệp được bảo đảm

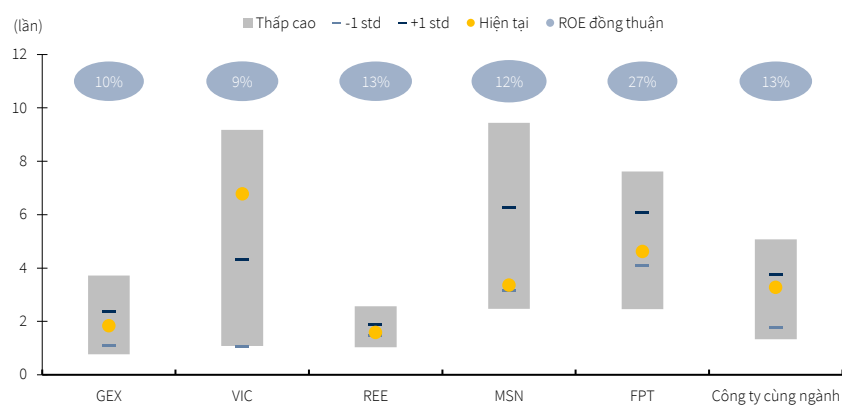
Tại thời điểm kết thúc Q4/2025, tổng dư nợ các khoản vay của công ty mẹ GEX đạt hơn 8,800 tỷ VND, đa số được bảo đảm bằng các tài sản bao gồm: i) Cổ phần công ty con, ii) Danh mục chứng khoán kinh doanh, iii) Tài sản cố định & tài sản đầu tư và iv) Các khoản phải thu. Ước tính tổng vốn hóa công ty con mà GEX sở hữu vào khoảng hơn 84,000 tỷ VND, KBSV cho rằng mức nợ vay tối đa mà công ty mẹ có thể huy động vào khoảng 30,000-48,000 tỷ VND, vượt xa dư nợ hiện tại của công ty mẹ nên khả năng thanh toán được bảo đảm.

Biểu đồ 19. Tỷ lệ nợ vay trên tài sản bảo đảm của GEX



Nguồn: GEX, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 20. So sánh định giá của GEX với một số holdings và công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, FiinProX, KBSV tổng hợp

Dự phóng KQKD & Định giá

Bảng 21. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	39,907	45,778	15%	50,057	9%	
Thiết bị điện	25,104	30,656	22%	33,883	11%	
Vật liệu xây dựng	8,655	9,223	7%	9,417	2%	
Hạ tầng KCN & BĐS	4,561	4,966	9%	5,719	15%	
Hạ tầng tiện ích	1,214	1,042	-14%	1,116	7%	
Khác	143	166	16%	181	9%	
Lợi nhuận gộp	8,429	9,520	13%	10,620	12%	
Thiết bị điện	3,700	4,697	27%	5,310	13%	
Vật liệu xây dựng	1,346	1,757	31%	1,794	2%	2025: Biên lợi nhuận cải thiện chủ yếu nhờ doanh nghiệp tối ưu vận hành và giảm thiểu hao phí trong bối cảnh môi trường kinh doanh thuận lợi.
Hạ tầng KCN & BĐS	2,407	2,594	8%	2,968	14%	2025 & 2026: Ước tính diện tích đất bàn giao của VGC lần lượt đạt 134 và 152 ha (+10%/13% YoY).
Hạ tầng tiện ích	456	338	-26%	401	19%	
Khác	290	134	-54%	146	9%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>21%</i>	<i>21%</i>	<i>0 ppts</i>	<i>21%</i>	<i>0 ppts</i>	
Thu nhập tài chính	1,256	527	-58%	566	7%	Chủ yếu do giả định công ty không còn ghi nhận lợi nhuận đến từ thoái vốn công ty con và lãi chứng khoán kinh doanh.
Chi phí tài chính	1,768	1,902	8%	1,998	5%	Chủ yếu do công ty tăng nợ vay.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	133	133	0%	133	0%	
SG&A	3,494	3,948	13%	4,282	8%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	4,636	4,410	-5%	5,118	16%	
Thu nhập khác	-75	-75	0%	-75	0%	
Lợi nhuận trước thuế	4,636	4,410	-5%	5,118	16%	
Lợi nhuận sau thuế	2,957	2,813	-5%	3,264	16%	
LNST công ty mẹ	1,475	1,407	-5%	1,632	16%	
<i>Biên LNST</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>-1 ppts</i>	<i>7%</i>	<i>0 ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị MUA với GEX, giá mục tiêu 43,700 VND/cổ phiếu

KBSV nhận thấy rằng GEX đang bước vào giai đoạn tái cấu trúc toàn diện với việc loại bỏ các mảng kinh doanh không trọng yếu (năng lượng và logistic) và đặt mục tiêu hoàn thiện và phát triển các mảng kinh doanh cốt lõi gồm: i) Mảng thiết bị điện hướng tới việc hưởng lợi từ QHĐ VIII, ii) Mảng hạ tầng, KCN và BĐS hưởng lợi từ dòng vốn FDI tập trung tại khu vực phía Bắc và iii) Vật liệu xây dựng hưởng lợi từ sự phục hồi mạnh mẽ của lĩnh vực BĐS. Lợi nhuận của doanh nghiệp nhờ đó được kỳ vọng sẽ đạt tăng trưởng kép 16% giai đoạn 2026-2030 và hiệu quả sinh lời sẽ được cải thiện rõ rệt với tỷ lệ ROE cải thiện lên mức 9% trong 2027 và 14% trong 2030 (cao hơn mức ROE trung bình 5 năm chỉ vào khoảng 9%). Trong khi đó, sau đợt điều chỉnh do phản ánh những tác động tiêu cực về vấn đề thuế quan và việc kết quả kinh doanh Q4/2025 không ghi nhận lợi nhuận thoái vốn đầu tư vào kết quả kinh doanh công ty mẹ, P/B của cổ phiếu đã có mức chiết khấu hấp dẫn và phù hợp để giải ngân khi về mức trung bình 5 năm (1.73 lần).

Kết hợp 2 phương pháp định giá FCFF và SOTP, KBSV khuyến nghị MUA với GEX, giá mục tiêu 43,700 VND/cổ phiếu, tương với mức lợi suất kỳ vọng 24.3% so với giá đóng cửa ngày 12/02/2025.

Bảng 22. Dự báo chiết khấu dòng tiền FCFF của GEX

(tỷ VND)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận ròng	3,190	2,813	3,264	4,306	5,558	5,918
(+) Khấu hao	3,092	1,814	1,722	1,655	1,606	1,572
(+) Lãi vay x (1-t)	751	1,092	1,147	1,228	1,284	1,336
(-) Thay đổi vốn lưu động	-7,165	-131	154	-785	318	545
(-) CAPEX	-5,074	-2,011	-1,855	-1,295	-1,278	-842
FCFF	3,049	3,867	4,452	6,769	7,720	5,790
Giá trị hiện tại FCFF	2,828	3,292	3,480	4,518	4,738	3,267
Tổng giá trị dòng tiền hiện tại						22,122
Giá trị hiện tại dòng tiền cuối cùng						39,258
Giá trị doanh nghiệp						61,380
(+) Tiền và tương đương tiền						9,884
(+) Giá trị đầu tư cty liên kết & tài chính						10,749
(-) Nợ ròng và lợi ích CĐTS						43,836
Giá trị VCSH						38,177
Giá trị/cổ phiếu						42,306

Nguồn: KBSV

Bảng 23. Giả định phương pháp FCFF

Tiêu chí	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	5.2%
Beta	1.17
Phần bù vốn cổ phần	8.1%
Thời gian dự phóng	5
Chi phí vốn bình quân	8.9%
EV/EBITDA mục tiêu	7.0
Tăng trưởng dài hạn	0.7%

Nguồn: KBSV

Bảng 24. Dự báo chiết khấu dòng tiền FCFF của GEX

(tỷ VND)	Phương pháp	Giá trị ước tính	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị hợp nhất
Màng thiết bị điện	DCF, Book value	35,808	76%	35,808
Cadivi	DCF	24,322	74%	24,322
Thibidi	DCF	530	74%	530
HEM	DCF	187	58%	187
CFT, EMIC, MEE	DCF	10,770	66-100%	10,770
Màng vật liệu xây dựng	DCF	11,975	40%	11,975
Màng KCN và BĐS	RNAV, DCF	10,572	40%	10,572
Màng nước	DCF	4,176	49%	4,176
Đầu tư khác		5,836		5,836
Công ty liên kết	Book value	2,948		2,948
Đầu tư đơn vị khác	Book value	334		334
BDS văn phòng hoàn thiện và dở dang	Book value	2,554		2,554
Tổng giá trị				68,367
(+) Tiền và tương đương tiền				9,884
(+) Giá trị đầu tư chứng khoán kinh doanh				10,749
(-) Nợ ròng và lợi ích CĐTS				43,836
Giá trị VCSH				45,165
Chiết khấu tập đoàn đa ngành				10%
Giá trị/cổ phiếu				45,045

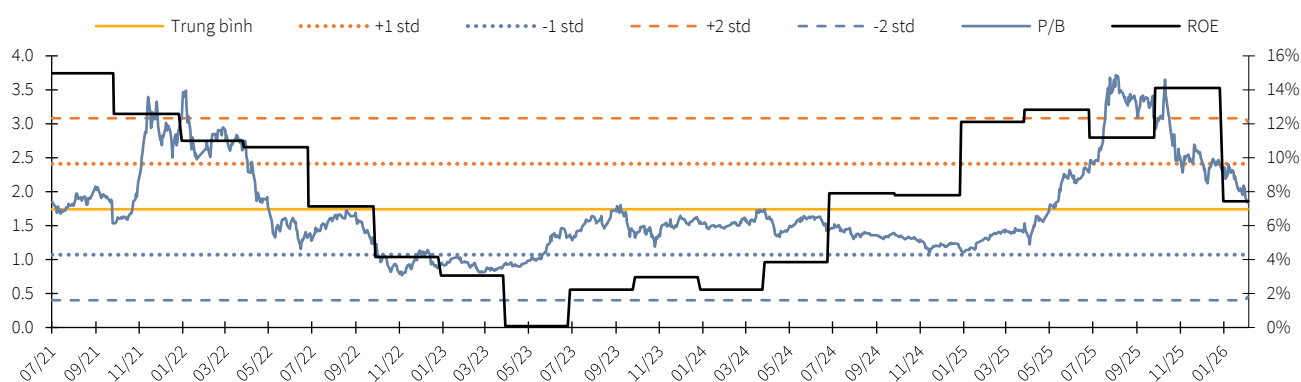
Nguồn: KBSV

Bảng 25. Tổng hợp định giá GEX

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFF	42,306	50%	21,153
SOTP	45,045	50%	22,522
Giá mục tiêu (làm tròn)			43,700
Giá hiện tại (12/02/2026)			35,150
Upside			24.3%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 26. Diễn biến P/B và ROE của GEX



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Rủi ro

Rủi ro thua lỗ hoạt động đầu tư chứng khoán

Hoạt động đầu tư chứng khoán và lãi/lỗ ròng từ đầu tư chứng khoán của GEX biến động lớn qua các năm. Cụ thể, khoản đầu tư trái phiếu của GEX đã tăng từ 976 tỷ đồng vào năm 2020 lên hơn 6,3 nghìn tỷ đồng vào năm 2021 (chỉ tiết chưa được công bố). Sau đó, các khoản đầu tư này giảm xuống còn 1,4 nghìn tỷ đồng vào năm 2022. Ngoài ra, GEX ghi nhận khoản lãi ròng 265 tỷ đồng từ đầu tư chứng khoán vào năm 2021, góp phần đáng kể vào mức tăng 30% YoY trong LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo trong năm. Trong khi đó, công ty thông báo lỗ ròng từ đầu tư chứng khoán đạt 124 tỷ đồng vào năm 2022, một phần khiến lợi nhuận ròng giảm 64% YoY. Do đó, bất kỳ khoản lãi/lỗ lớn nào từ các khoản đầu tư này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến dự báo thu nhập cho GEX của chúng tôi.

Rủi ro về biến động giá nguyên liệu đầu vào

Khả năng sinh lời của mảng thiết bị điện của GEX liên quan nhiều đến giá các mặt hàng kim loại, bao gồm đồng, thép và nhôm. Những biến động mạnh về giá các nguyên liệu có thể gây áp lực lên chi phí sản xuất và từ đó gây áp lực lên lợi nhuận của GEX. Ngoài ra, chiến lược phòng ngừa rủi ro nguyên liệu đồng của GEX đôi khi dẫn đến thua lỗ.

Rủi ro về chậm trễ triển khai các dự án theo QHĐ VIII

Hiện nay, Tập đoàn Điện lực Việt Nam là đơn vị phát triển hạ tầng truyền tải điện duy nhất tại Việt Nam. Đây cũng là khách hàng chính cho các sản phẩm của THI, EMIC, MEE và TBD. Nếu Tập đoàn Điện lực Việt Nam triển khai các dự án truyền tải điện được phê duyệt trong Quy hoạch điện VIII muộn hơn dự kiến (hiện chúng tôi dự báo các khoản đầu tư sẽ bắt đầu vào năm 2026), thì THI, EMIC, MEE và TBD có thể gặp thách thức trong việc cải thiện doanh thu và lợi nhuận.

Lãi suất đầu vào tăng cao và rủi ro suy thoái kinh tế ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh mảng VLXD và KCN

Việc thị trường BĐS tăng trưởng thấp hơn dự kiến do mặt bằng lãi suất mua nhà gia tăng trong 2026 có thể ảnh hưởng tới đà phục hồi doanh số của mảng VLXD, vốn biến động vào chu kỳ BĐS. Mặt khác, sự bất định trong thương mại toàn cầu dễ dẫn tới sự thay đổi dự định đầu tư hoặc dịch chuyển khỏi Việt Nam nhằm tìm kiếm môi trường sản xuất thuận lợi hơn. Các năm gần đây KCN của VGC chủ yếu thu hút các doanh nghiệp ngành điện, điện tử. Đặc biệt hầu hết các doanh nghiệp này đều có thị phần lớn tại thị trường Mỹ, tạo ra rủi ro tạm dừng đầu tư trong ngắn hạn.

Báo cáo Kết quả HDKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
(Báo cáo chuẩn)	2024	2025	2026F	2027F	(Báo cáo chuẩn)	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần	33,752	39,519	45,778	50,057	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	53,782	73,557	76,600	79,796
Giá vốn hàng bán	26,990	31,090	36,258	39,437	TÀI SẢN NGẮN HẠN	22,829	39,392	42,238	45,311
Lãi gộp	6,762	8,429	9,520	10,620	Tiền và tương đương tiền	4,074	8,660	9,975	9,572
Thu nhập tài chính	1,500	1,256	527	569	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	5,043	9,969	10,749	13,500
Chi phí tài chính	1,690	1,768	1,902	1,998	Các khoản phải thu	4,037	4,972	6,271	6,857
Trong đó: Chi phí lãi vay	1,077	1,183	1,711	1,798	Hàng tồn kho, ròng	8,685	14,456	13,907	14,046
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	37	133	133	133	TÀI SẢN DÀI HẠN	30,953	34,165	34,362	34,485
Chi phí bán hàng	1,279	1,429	1,611	1,743	Phải thu dài hạn	1,409	2,007	2,007	2,007
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,750	2,066	2,336	2,539	Tài sản cố định	13,872	13,018	13,406	13,834
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	3,733	4,935	5,572	6,337	Tài sản dở dang dài hạn	7,929	9,974	7,694	7,749
Thu nhập khác	-120	154	154	154	Đầu tư dài hạn	2,990	3,211	3,211	3,211
Chi phí khác	32	-75	-75	-75	Lợi thế thương mại	1,058	959	959	959
Thu nhập khác, ròng	152	80	80	80	NỢ PHẢI TRẢ	30,524	43,383	45,559	48,004
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	1	0	0	Nợ ngắn hạn	16,997	21,725	22,180	22,952
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	3,613	4,636	4,410	5,120	Phải trả người bán	3,152	3,101	3,235	4,114
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	944	1,679	1,597	1,855	Người mua trả tiền trước	2,213	2,026	2,026	2,026
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,669	2,957	2,813	3,266	Vay ngắn hạn	8,239	12,164	12,486	12,379
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,038	1,481	1,406	1,633	Nợ dài hạn	13,527	21,658	23,378	25,052
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,631	1,475	1,407	1,633	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	5,220	4,986	4,748	4,739
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	8,307	16,672	18,630	20,313
					VỐN CHỦ SỞ HỮU	23,258	30,174	31,042	31,792
					Vốn góp	8,594	9,024	9,024	9,024
					Thặng dư vốn cổ phần	663	663	663	663
					Lãi chưa phân phối	3,952	7,264	7,884	8,163
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	787	866	752	752
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	9,262	12,358	12,719	13,190
									</

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1&2, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Phường Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.