

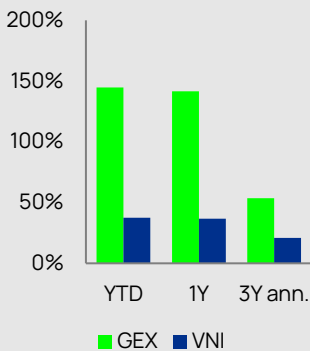
<b>Ngành</b>	<b>Đa ngành</b>
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>30/12/2025</b>
Giá hiện tại	43.000 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>54.000 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	52.300 VND
TL tăng	25,5%
Lợi suất cổ tức	1,2%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+26,7%</b>
GT vốn hóa	39,6 triệu tỷ đồng
Room KN	16,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	607,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	902 tr
Pha loãng	902 tr

	GEX	VNI
P/E (trượt)	18,6x	17,3x
P/B (hiện tại)	2,4x	2,1x
ROA	2,5%	2,0%
ROE	10,5%	13,5%

### 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 76% cổ phần tại GEE (điều hành CAV (cáp) và THI (máy biến áp) và cơ sở hạ tầng với 70% 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	38.946	46.083	52.837
% YoY	12,5%	15,4%	18,3%	14,7%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.631	1.831	1.385	2.388
% YoY	393,8%	12,3%	-24,4%	72,4%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	1.114	1.326	1.476	2.568
Biên LN gộp	20,0%	20,7%	20,6%	24,1%
ROE, báo cáo	12,4%	12,0%	8,3%	13,5%
ROE, cốt lõi*	8,5%	8,7%	8,8%	14,5%
Nợ vay ròng/vốn CSH	53,6%	61,2%	55,9%	58,8%
Lợi suất cổ tức	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Cổ tức (đồng/cổ phiếu)	500	500	500	500
P/E	24,0x	21,4x	28,3x	16,4x
P/B	2,6x	2,4x	2,3x	2,1x
EV/EBITDA	8,8x	7,9x	6,5x	4,8x

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

## Mở rộng sang mảng BĐS nhà ở, đẩy mạnh quy mô mảng KCN cốt lõi

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 3,3% giá mục tiêu của CTCP Tập đoàn GELEX (GEX) và nâng khuyến nghị từ PHỤ HỢP THỊ TRƯỜNG lên MUA, trong bối cảnh giá cổ phiếu đã giảm 28% trong bốn tháng qua.
  - Nguyên nhân thúc đẩy chúng tôi nâng định giá chủ yếu đến từ việc chúng tôi bổ sung vào mô hình định giá các công ty con và dự án mới, bao gồm: (1) FIH Việt Nam (BDS nhà ở Lê Lai, nắm giữ 70%), (2) BDS nhà ở Cần Giờ (nắm giữ 30%), (3) Titan Hải Phòng (KCN Trấn Dương, nắm giữ 49%), (4) dự án điện gió gần bờ công suất 129 MW (nắm giữ 36%), cùng với (5) mức tăng 86% đối với định giá PXL. Các yếu tố này bù đắp cho mức giảm lần lượt 25% và 2% của tỷ trọng đóng góp vào định giá từ VGC và mảng thiết bị điện, do sự sụt giảm của tỷ lệ lợi ích kinh tế (trang 7).
  - Chúng tôi điều chỉnh tăng 5% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025–29 của GEX, chủ yếu do chúng tôi (1) bổ sung phần đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS từ FIH Việt Nam (chiếm khoảng 20% tổng LNST sau lợi ích CĐTS của GEX) và (2) đưa đóng góp lợi nhuận từ KCN Trấn Dương/PXL/điện gió gần bờ (chiếm khoảng 4% tổng LNST sau lợi ích CĐTS của GEX) vào mô hình dự báo của chúng tôi. Các yếu tố này bù đắp cho mức giảm 21%/23% của tỷ trọng đóng góp lợi nhuận tổng hợp từ VGC/VCW, do tỷ lệ lợi ích kinh tế giảm sau đợt phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) của GEI.
  - Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo sẽ ghi nhận ở mức 1,4 nghìn tỷ đồng (-24% YoY) trong năm 2026, chủ yếu do thu nhập bất thường giảm xuống còn khoảng 110 tỷ đồng (so với mức 860 tỷ đồng dự kiến trong năm 2025). Mức giảm này lần át mức tăng 11% YoY của LNST cốt lõi (nhờ được thúc đẩy bởi mức tăng lần lượt 28%/52% YoY của LNST sau lợi ích CĐTS của VGC/VCW, trong bối cảnh lợi nhuận của GEE ghi nhận mức giảm nhẹ YoY).
  - GEX hiện sở hữu mức định giá khá hấp dẫn, với PEG đạt 0,4, dựa trên mức tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2026–28 là 63% và P/E dự phóng năm 2026 là 28,3x. Theo chúng tôi, nguyên nhân P/E dự phóng neo ở mức cao chủ yếu xuất phát từ triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của EPS trong giai đoạn 2026–28.
  - Yếu tố hỗ trợ:** Nhận được phê duyệt đối với các dự án BĐS nhà ở mới và các khoản đầu tư KCN.
- Rủi ro:** Thua lỗ từ hoạt động đầu tư chứng khoán.

**Công ty Cổ phần Hạ tầng GELEX (GEI) đã thực hiện IPO vào tháng 12/2025**, với tổng số tiền thu về ước tính đạt 2,8 nghìn tỷ đồng theo mức giá đầu giá là 28.000 đồng/cổ phiếu, và đặt mục tiêu sẽ niêm yết vào đầu tháng 2/2026. Nguồn vốn huy động sẽ được dùng để phục vụ kế hoạch vốn đầu tư XDCB quy mô lớn cho mảng KCN cốt lõi trong giai đoạn 2026–30, đồng thời hỗ trợ cho kế hoạch mở rộng sang mảng BĐS nhà ở cao cấp của công ty. GEX dự kiến sẽ không tham gia vào đợt IPO này, qua đó làm giảm tỷ lệ sở hữu trực tiếp của GEX tại GEI xuống 70,2% sau IPO (so với

79,1% trước IPO). Điều này cũng làm giảm tỷ lệ lợi ích kinh tế của GEX tại VGC/VCW. Chi tiết vui lòng tham khảo Báo cáo Công ty GEI - tháng 12/2025 (trang 14).

**GEI tiếp tục mở rộng quy mô các mảng kinh doanh cốt lõi**, bao gồm: (1) KCN Trấn Dương tại Hải Phòng (nắm giữ 70% cổ phần, quy mô 208 ha; vốn đầu tư XD/CB khoảng 3,3 nghìn tỷ đồng; dự kiến bàn giao từ năm 2027), (2) nâng tỷ lệ sở hữu tại PXL lên 65% để phát triển KCN Long Sơn (850 ha), với thời điểm khởi công/bàn giao dự kiến lần lượt diễn ra trong các năm 2026/28, và (3) tiếp tục theo dõi quá trình phê duyệt đầu tư dự án điện gió gần bờ công suất 129 MW trong quý 1/2026. Chúng tôi ước tính ba dự án này sẽ đóng góp khoảng 4% vào tổng LNST sau lợi ích CĐTS của GEX trong giai đoạn 2025-29 (trang 16).

**GEX hiện đang bắt đầu gia nhập vào mảng kinh doanh BĐS nhà ở cao cấp thông qua FIH Việt Nam (trong đó, GEX/GEI lần lượt sở hữu 70%/100%)**: FIH đã mua lại dự án Lê Lai (diện tích 13,6 ha) tại Hải Phòng với chi phí đất rơi vào khoảng 3 nghìn tỷ đồng, đã khởi công vào ngày 19/12, dự kiến sẽ mở bán trong quý 1/2026 và bàn giao các sản phẩm thấp tầng trong năm 2027 (chúng tôi giả định cuối năm 2027). Dự án Lê Lai được kỳ vọng sẽ đóng góp khoảng 20% vào tổng LNST sau lợi ích CĐTS hợp nhất của GEX trong giai đoạn 2025-29 (trang 15).

## Triển vọng năm 2025: LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi vững chắc của GEE/VCW giúp thúc đẩy đà tăng trưởng

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
<b>Doanh thu</b>	<b>33.752</b>	<b>38.946</b>	<b>15%</b>	<b>2%</b>	(b) Mức tăng của doanh thu mảng thiết bị điện và tiện ích bù đắp cho mức giảm của diện tích bàn giao đất KCN. Kết quả 9T: 27,9 nghìn tỷ đồng (+18% YoY), tương đương ~74% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
Thiết bị điện	20.934	24.560	17%	8%	(b) Do kết quả 9T cao hơn kỳ vọng.
Tiện ích (điện & nước)	1.148	1.233	7%	28%	(b) Do chúng tôi lùi thời điểm thoái vốn khỏi dự án Thủy điện Sông Bung thêm một năm, sang năm 2026.
Vật liệu xây dựng	7.778	8.874	14%	0%	
Cho thuê & dịch vụ KCN	3.963	4.142	5%	-27%	(b) Chúng tôi áp dụng dự báo cập nhật mới nhất cho VGC, theo đó giảm diện tích bàn giao từ mức 150 ha trước đây xuống mức 110 ha (-15% YoY). Diện tích bàn giao 9T: 85 ha (đi ngang YoY).
BDS	190	219	15%	0%	
Khác	-260	-81	-69%	N.M.	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6.762</b>	<b>8.057</b>	<b>19%</b>	<b>-5%</b>	
Thiết bị điện	3.146	3.838	22%	7%	
Tiện ích (điện & nước)	367	502	37%	37%	
Vật liệu xây dựng	1.257	1.521	21%	0%	
Cho thuê & dịch vụ KCN	2.222	2.295	3%	-29%	(b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo diện tích bàn giao đất KCN.
BDS	54	44	-18%	0%	
Khác	-284	-143	-50%	N.M.	
Chi phí bán hàng	-1.279	-1.473	15%	-1%	
Chi phí quản lý	-1.750	-1.974	13%	-3%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>3.733</b>	<b>4.611</b>	<b>24%</b>	<b>-6%</b>	
Thu nhập tài chính	1.500	1.294	-14%	346%	(b) Do bổ sung thêm khoản lãi 730 tỷ đồng từ đầu tư chứng khoán được ghi nhận trong quý 3.
Thu nhập từ lãi	185	302	64%	136%	
Chi phí tài chính	-1.690	-1.579	-7%	21%	
Chi phí lãi vay	-1.077	-1.178	9%	33%	
Thu nhập từ công ty LDLK	69	24	-66%	0%	
<b>LNST</b>	<b>3.613</b>	<b>4.350</b>	<b>20%</b>	<b>10%</b>	
<b>LNST trước lợi ích CĐTTS</b>	<b>2.669</b>	<b>3.067</b>	<b>15%</b>	<b>0%</b>	
Lợi ích CĐTTS	-1.038	-1.235	19%	-20%	(a) Tác động của đà tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi bị bù trừ một phần bởi việc thu nhập bất thường ghi nhận mức giảm YoY xuống còn khoảng 730 tỷ đồng (so với khoản lãi thoái vốn 1 nghìn tỷ đồng khỏi mảng điện trong năm 2024). (b) Lãi từ việc đầu tư chứng khoán bù đắp cho dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi thấp hơn của chúng tôi. Kết quả 9T: 1,5 nghìn tỷ đồng (+44% YoY), tương đương ~99% dự báo năm 2025 trước đây.
<b>LNST sau lợi ích CĐTTS, báo cáo</b>	<b>1.631</b>	<b>1.831</b>	<b>12%</b>	<b>20%</b>	(a) Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi của GEE/VGC sẽ tăng 40%/3% YoY và VCW sẽ ghi nhận sự đảo chiều đối với lợi nhuận. (b) Mức giảm của lợi nhuận mảng KCN và tỷ lệ sở hữu tại VGC/VCW làm giảm thiểu tác động của việc chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi của GEE. KQ 9T: 1 nghìn tỷ đồng (gấp 2 lần YoY), ~60% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
<b>LNST sau lợi ích CĐTTS, cốt lõi</b>	<b>1.114</b>	<b>1.326</b>	<b>19%</b>	<b>-19%</b>	
<b>Cơ cấu LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo</b>					
GEE	1.349	2.426	80%	78%	(b) Do chúng tôi điều chỉnh tăng 17% LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi (nhờ dự báo doanh thu cao hơn) và bổ sung khoản lãi 1,5 nghìn tỷ đồng từ việc thoái 14% cổ phần tại GEI trong quý 3.
VGC	546	453	-17%	-34%	(b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm diện tích bàn giao đất KCN và giảm tỷ lệ lợi ích kinh tế do GEX nắm giữ.
VCW	-53	88	N.M.	-14%	(b) Chúng tôi điều chỉnh giảm tỷ lệ sở hữu của GEX từ mức 57% trước đây xuống 44%, do tỷ lệ sở hữu của GEX tại GEI giảm sau đợt IPO của GEI.
Khác	-211	-1.136	438%	N.M.	

Nguồn: GEX, Vietcap

## Triển vọng năm 2026: Mức giảm của thu nhập bất thường dự kiến sẽ làm giảm thiểu tác động từ đà tăng trưởng của LNST cốt lõi

Hình 2: Triển vọng năm 2026

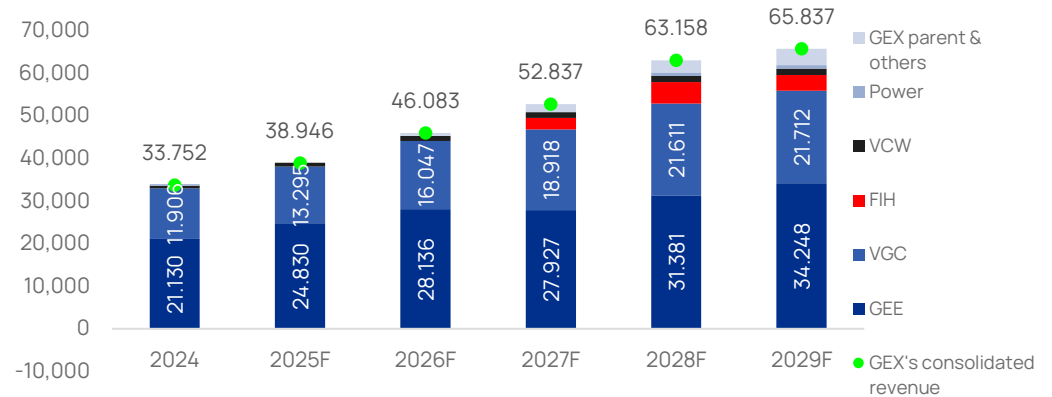
Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo năm 2026 mới/cũ
<b>Doanh thu</b>	<b>38.946</b>	<b>46.083</b>	<b>18%</b>	<b>4%</b>	(a) Doanh thu tăng trưởng trên hầu hết các mảng, ngoại trừ mảng phát điện. (b) Doanh thu thiết bị điện tăng cao hơn, bù đắp cho mức giảm của doanh số cho thuê KCN.
Thiết bị điện	24.560	28.136	15%	12%	(a&b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi về việc CAV tiếp tục mở rộng thị phần tại khu vực phía Bắc, cùng với mức tăng trưởng của giá bán trung bình (được dẫn dắt bởi việc giá đồng +12% YoY).
Tiện ích (điện & nước)	1.233	1.162	-6%	0%	(a) Dự kiến sẽ không ghi nhận đóng góp doanh thu từ thủy điện Sông Bung sau khi hoàn tất thoái vốn trong năm 2026.
Vật liệu xây dựng	8.874	10.501	18%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) đà tăng trưởng ~10-13% của doanh số bán nhờ nhu cầu từ các dự án nhà ở tiếp tục phục hồi, và (2) đóng góp cả năm từ Công ty TNHH Kính Nội Việt Nam (so với chỉ 6T trong năm 2025 do công ty mới chỉ được hợp nhất từ tháng 6/2025).
Cho thuê & dịch vụ KCN	4.142	5.373	30%	-19%	(b) Chúng tôi áp dụng dự báo cập nhật mới nhất cho VGC, giảm diện tích bàn giao từ mức 170 ha trước đây xuống còn 130 ha (+19% YoY).
BDS	219	263	20%	0%	
Khác	-81	649	-899%	N.M.	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>8.057</b>	<b>9.477</b>	<b>18%</b>	<b>-7%</b>	(b) Chúng tôi giảm 1,9 điểm % biên lợi nhuận gộp xuống mức 14,1% (-150 điểm cơ bản YoY) do chúng tôi dự báo giá đồng sẽ ghi nhận mức tăng (+12% YoY).
Thiết bị điện	3.838	3.971	3%	-1%	
Tiện ích (điện & nước)	502	545	8%	0%	
Vật liệu xây dựng	1.521	1.931	27%	0%	(a) Biên lợi nhuận gộp cải thiện 1,3 điểm % YoY lên mức 18,4%, nhờ được thúc đẩy bởi đà phục hồi của nhu cầu và khả năng phê duyệt biện pháp chống bán phá giá đối với kính xây dựng trong quý 1/2026, theo GEX.
Cho thuê & dịch vụ KCN	2.295	2.956	29%	-20%	
BDS	44	53	20%	0%	
Khác	-143	20	-114%	N.M.	
Chi phí bán hàng	-1.473	-1.726	17%	0%	
Chi phí quản lý	-1.974	-2.243	14%	-3%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>4.611</b>	<b>5.507</b>	<b>19%</b>	<b>-10%</b>	(b) Chúng tôi lùi việc ghi nhận khoản lãi 110 tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi thủy điện Sông Bung thêm một năm sang 2026.
Thu nhập tài chính	1.294	534	-59%	264%	
Thu nhập từ lãi	302	372	23%	284%	
Chi phí tài chính	-1.579	-1.952	24%	18%	
Chi phí lãi vay	-1.178	-1.492	27%	26%	
Thu nhập từ công ty LDLK	24	54	129%	36%	
<b>LNST</b>	<b>4.350</b>	<b>4.143</b>	<b>-5%</b>	<b>-11%</b>	
<b>LNST trước lợi ích CĐTS</b>	<b>3.067</b>	<b>3.107</b>	<b>1%</b>	<b>-15%</b>	
Lợi ích CĐTS	-1.235	-1.722	39%	-10%	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.831</b>	<b>1.385</b>	<b>-24%</b>	<b>-21%</b>	(a) Mức giảm YoY của thu nhập bất thường xuống còn khoảng 110 tỷ đồng (so với mức 860 tỷ đồng dự kiến ghi nhận trong năm 2025) làm giảm thiểu tác động từ mức tăng +11% YoY của LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi. (b) Do chúng tôi hạ dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi.
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi</b>	<b>1.326</b>	<b>1.476</b>	<b>11%</b>	<b>-24%</b>	(a) Đà tăng trưởng LNST cốt lõi của VGC/VCW giúp bù đắp cho mức suy giảm nhẹ đối với lợi nhuận của GEE (-6% YoY do giá đồng tăng). (b) Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của VGC và giảm tỷ lệ sở hữu tại VGC/VCW.
<b>Cơ cấu LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>					
GEE	2.426	1.409	-42%	-4%	(a) Không ghi nhận khoản lãi thoái vốn trong năm 2026, so với việc ghi nhận 1,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2025. (b) Sự suy giảm của biên lợi nhuận gộp lần ất mức tăng +13% YoY dự kiến của doanh thu.
VGC	453	579	28%	-39%	(a) Nhờ đà tăng trưởng mảng vật liệu xây dựng và sự phục hồi của lượng bàn giao đất KCN. (b) Diện tích bàn giao đất KCN dự kiến giảm và lợi ích kinh tế giảm.
VCW	88	134	52%	-23%	(b) Lợi ích kinh tế mà GEX nắm giữ sẽ giảm sau đợt IPO của GEI.
Khác	-1.136	-737	-35%	N.M.	

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 14% và 21% trong giai đoạn 2025-29**

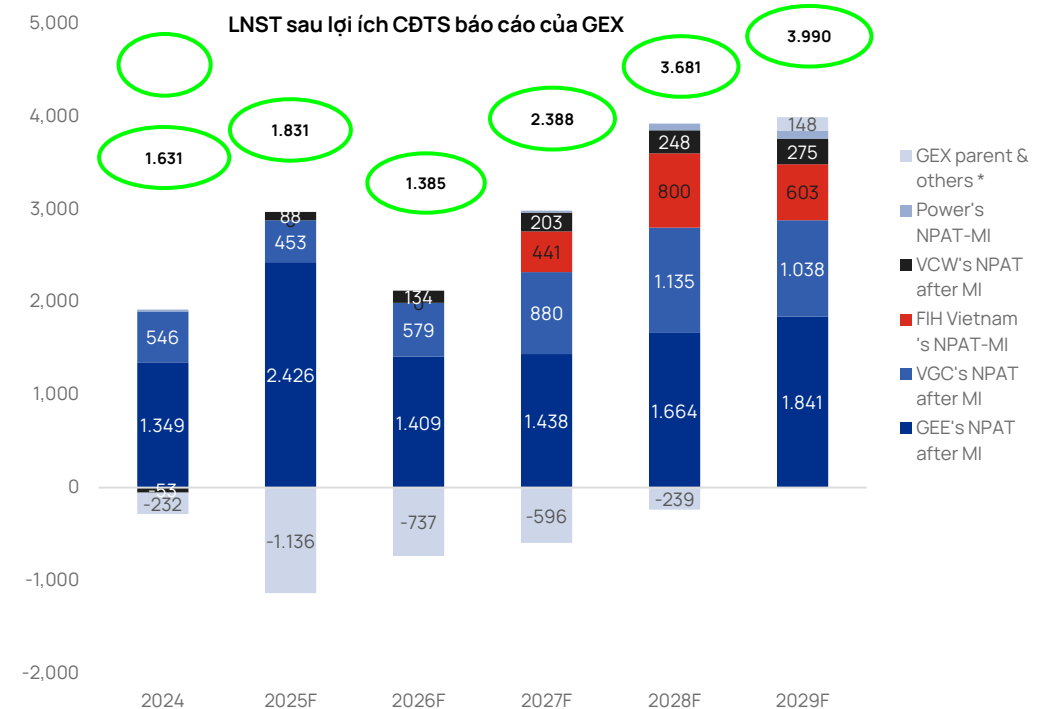
Hình 3: Cơ cấu doanh thu hợp nhất của GEX theo công ty (tỷ đồng)



Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap

**Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu giai đoạn 2025-2029 sẽ đạt 11%**, nhờ được thúc đẩy bởi: (1) CAGR doanh thu của GEE/VGC lần lượt đạt mức 8%/13% nhờ sự phục hồi/tăng trưởng của ngành BĐS/điện, (2) đóng góp mới từ mảng BDS nhà ở kể từ năm 2027, (3) mức CAGR 12% của VCW đến từ việc vận hành Giai đoạn 2 (công suất gấp đôi) và mức tăng 52% của giá nước, và (4) việc đưa Fairmont Complex vào vận hành từ quý 4/2025.

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



Nguồn: GEX, Dự báo của Vietcap (\* 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 báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025–2029F sẽ đạt 21%, nhờ: (1) mức CAGR LNST sau lợi ích CĐTS đạt 23% của VGC, (2) đóng góp mới từ mảng BĐS nhà ở (chiếm khoảng 20% LNST sau lợi ích CĐTS hợp nhất của GEX), (3) mức CAGR 33% của VCW, và (4) việc lần lượt ghi nhận đóng góp lợi nhuận từ Fairmont Complex, KCN Trấn Dương, PXL từ quý 4/2025, năm 2027, và năm 2028.

Để biết dự báo chi tiết của chúng tôi cho VGC, vui lòng tham khảo [Báo cáo cập nhật VGC – tháng 10/2025](#) của chúng tôi.

### GEE và giá đồng

Chúng tôi dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025–2029 của GEE sẽ ở mức -6%, do chúng tôi dự báo công ty sẽ không ghi nhận thêm khoản thu nhập bất thường nào trong giai đoạn 2027–2029 (so với khoản lãi 1,5 nghìn tỷ đồng từ việc thoái 14% vốn tại GEI trong năm 2025), **trong bối cảnh CAGR LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi đạt 7%**. Dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi +7% của chúng tôi được thúc đẩy bởi mức CAGR doanh thu 8% (nhờ mở rộng thị phần tại khu vực miền Bắc và tăng trưởng nhu cầu tự nhiên từ EVN/khu vực tư nhân). Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp trung bình sẽ đạt 14,6% trong giai đoạn 2026–2029, giảm nhiệt so với mức đỉnh 16% của năm 2025 do giá đồng tăng.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 sẽ đạt 1,9 nghìn tỷ đồng (-40% YoY), nhờ được dẫn dắt bởi: (1) mức giảm 6% YoY của LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi do biên lợi nhuận thu hẹp khi giá đồng tăng, dù doanh thu dự kiến tăng 13% YoY; và (2) mức giảm mạnh YoY của thu nhập bất thường, xuống còn khoảng 110 tỷ đồng trong năm 2026 (ghi nhận từ việc thoái vốn khỏi dự án thủy điện Sông Bung), so với mức 1,5 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong năm 2025 (đến từ việc thoái vốn khỏi GEI).

Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh tăng 7% LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025–2029F (với các mức điều chỉnh lần lượt là +81%/+1%/-11%/-8%/-10%), nhờ được thúc đẩy bởi khoản lãi thoái vốn 1,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, lần át mức giảm 5% của LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi. Sự sụt giảm của LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi chủ yếu đến từ việc chúng tôi hạ dự báo biên lợi nhuận gộp trung bình giai đoạn 2025–2029 xuống mức 14,9% (từ mức 16,1% trước đây), qua đó phản ánh mức tăng dự kiến của giá đồng.

Hình 5: Triển vọng dài hạn của GEE

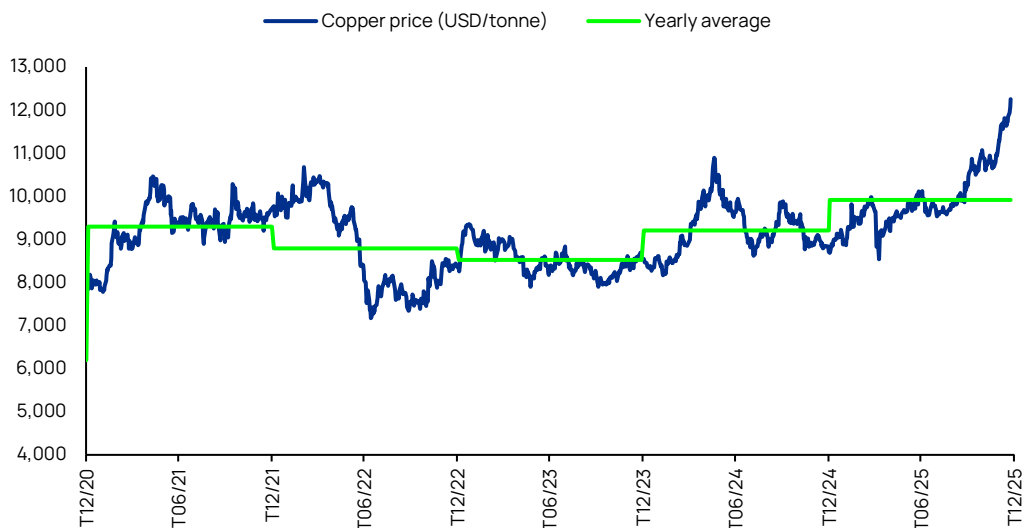
Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>Doanh thu</b>	<b>24.830</b>	<b>28.136</b>	<b>27.927</b>	<b>31.381</b>	<b>34.248</b>
Thiết bị điện	24.560	28.136	27.927	31.381	34.248
Điện	270	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.972</b>	<b>3.971</b>	<b>4.097</b>	<b>4.636</b>	<b>5.057</b>
Thiết bị điện	3.838	3.971	4.097	4.636	5.057
Điện	134	0	0	0	0
<b>LNST cốt lõi</b>	<b>3.083</b>	<b>1.855</b>	<b>1.894</b>	<b>2.191</b>	<b>2.425</b>
TT YoY (%)	94%	-40%	2%	16%	11%
<b>LNST cốt lõi trước đây</b>	<b>1.705</b>	<b>1.837</b>	<b>2.120</b>	<b>2.378</b>	<b>2.691</b>
Dự báo mới/cũ (%)	81%	1%	-11%	-8%	-10%

Nguồn: GEE, Dự báo của Vietcap

Giá đồng đã tăng 7% YoY so với đầu năm, với giá bán trung bình là 9.915 USD/tấn, do được thúc đẩy bởi nguồn cung suy giảm (Congo, Chile), mức thuế nhập khẩu cao hơn của Mỹ đối với đồng tinh luyện, và đà tăng trưởng nhu cầu mạng tính cấu trúc trong dài hạn (đến từ các dự án xe điện, nâng cấp lưới điện, trung tâm dữ liệu và hạ tầng AI).

Báo cáo đồng thuận của Bloomberg về giá đồng trung bình toàn cầu giai đoạn 2025–2029 đã tăng 8% (so với mức dự báo tháng 8) tính đến tháng 12/2025, do gián đoạn nguồn cung kéo dài và thuế nhập khẩu. Báo cáo đồng thuận dự báo giá đồng trung bình năm 2026 sẽ đạt 11.100 USD/tấn (+12% YoY), chủ yếu do sự tiếp diễn của tình trạng gián đoạn nguồn cung.

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	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>Dự báo đồng thuận của Bloomberg (trung vị)</b>	<b>9.950</b>	<b>11.100</b>	<b>10.700</b>	<b>11.000</b>	<b>11.300</b>
Thay đổi YoY (%)	7,5%	11,6%	-3,6%	2,8%	2,7%
So với dự báo đồng thuận cũ (08/2025)	4,7%	14,4%	7,0%	6,8%	6,6%
<b>Các tổ chức dự báo</b>					
BMI, Fitch Solutions	9.650	11.000	12.500	13.500	15.000
Bank of America Merrill Lynch	9.883	11.750	13.688	12.394	12.034
JPMorgan Chase & Co	9.889	12.075	11.600	10.362	11.310
Deutsche Bank AG	9.919	10.600	10.465	10.000	N/A

Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp (dữ liệu tính đến ngày 25/12/2025)

## Định giá

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

**Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên thêm 3,3%** vì chúng tôi quyết định đưa vào mô hình định giá các công ty con và dự án mới của GEX, bao gồm: (1) FIH Vietnam (BDS nhà ở Lê Lai, tỷ lệ sở hữu 70%), (2) BDS nhà ở Cần Giờ (tỷ lệ sở hữu 30%), (3) Titan Hải Phòng (KCN Trấn Dương, tỷ lệ sở hữu 49%), (4) 129 MW điện gió gần bờ (tỷ lệ sở hữu 36%), và (5) mức tăng mạnh 86% đối với giá trị định giá của PXL. Các yếu tố này lần lượt giảm lần lượt 25%/2% đối với đóng góp định giá từ VGC/thiết bị điện.

- **Mức giảm 2% đối với định giá mảng thiết bị điện** chủ yếu đến từ thương vụ thoái vốn của GEX vào tháng 12/2025, qua đó làm giảm tỷ lệ sở hữu của công ty tại GEE từ mức 78,7% xuống còn 76%. Theo đó, lợi ích kinh tế của GEX trong mảng thiết bị điện/CAV/THI/EMIC và các đơn vị khác lần lượt giảm xuống mức 71%/74%/74%/63%.
- Mức giảm 25% của định giá VGC – KCN và vật liệu xây dựng chủ yếu xuất phát từ việc lợi ích kinh tế tại VGC giảm từ 46% xuống còn 35,2% sau đợt IPO của GEI và việc GEE thoái 14% vốn tại GEI. Đồng thời, chúng tôi cũng áp dụng các dự báo mới trong Báo cáo cập nhật VGC – tháng 10/2025, theo đó điều chỉnh tăng nhẹ 1% LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2029 của VGC.
- **Titan Hải Phòng:** GEI hiện nắm giữ 70% cổ phần tại Titan Hải Phòng, trong đó KCN Trấn Dương đã được phê duyệt chủ trương đầu tư trong nửa cuối năm 2025.
- **PXL +86%:** Chúng tôi bổ sung dự báo lợi nhuận của PXL vào GEX sau khi GEX đặt kế hoạch sẽ khởi công dự án trong năm 2026, đồng thời, thực hiện định giá cho PXL theo phương pháp CKDT, thay vì định giá theo phương pháp giá trị sổ sách như trong báo cáo cập nhật trước.
- **BDS nhà ở:** FIH Việt Nam được thành lập trong quý 3/2025 trực thuộc GEI, sở hữu 100% dự án BDS nhà ở Lê Lai tại Hải Phòng. GEI cũng nắm giữ 50% lợi ích tại dự án Cần Giờ thông qua BCC. Chúng tôi sử dụng phương pháp Giá trị hiện tại ròng (NPV) và P/B để định giá FIH Việt Nam và Cần Giờ.
- **Điện:** Chúng tôi bổ sung 129 MW điện gió ven bờ, với giá định GEI sở hữu 51%. GEX kỳ vọng nhận được phê duyệt đầu tư trong nửa đầu năm 2026.
- **Mức giảm 2% đối với định giá mảng Nước – VCW:** Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ đạt 306 tỷ đồng, tăng so với mức trung bình 242 tỷ đồng của giai đoạn 2025–2026 trước đây. Tuy nhiên, chúng tôi giảm lợi ích kinh tế từ mức 49% xuống 44% do đợt IPO của GEI, qua đó khiến mức đóng góp của VCW vào định giá của GEX giảm.
- **Mức tăng 7% đối với định giá của mảng khách sạn & văn phòng** nhờ tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá của chúng tôi sang cuối năm 2026, thay vì giữa năm 2026 như trước đây.

**Chúng tôi điều chỉnh tăng 5% LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025–2029 của GEX,** với nguyên nhân chủ yếu đến từ việc: chúng tôi (1) bổ sung phần đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS của FIH Vietnam (khoảng 20% LNST sau lợi ích CĐTS hợp nhất của GEX), và (2) đưa phần đóng góp lợi nhuận từ KCN Trấn Dương/PXL/điện gió ven bờ (khoảng 4% LNST sau lợi ích CĐTS hợp nhất của GEX) vào mô hình định giá của chúng tôi. Các yếu tố này cùng nhau bù đắp cho mức giảm 21%/23% của phần đóng góp lợi nhuận từ VGC/VCW do mức giảm của tỷ lệ lợi ích kinh tế.

## Phương pháp định giá

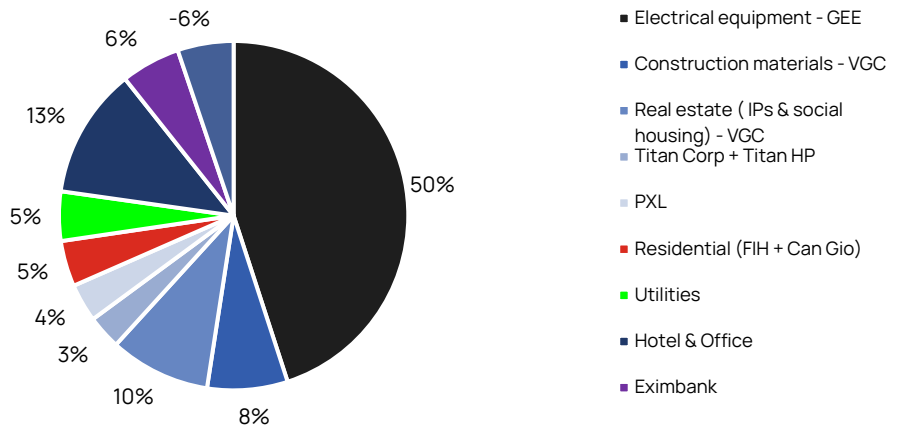
Tham khảo [Báo cáo Cập nhật GEX – tháng 4/2025](#) của chúng tôi.

Hình 8: Định giá của GEX

Công ty/Mảng	Phương pháp	Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	Tỷ lệ lợi ích kinh tế	Giá trị đóng góp (tỷ đồng)
<b>1. Thiết bị điện (GEE)</b>	<b>P/E</b>	<b>38.042</b>	<b>71%</b>	<b>27.171</b>
<b>1.1 CAV</b>		<b>26.034</b>	<b>74%</b>	<b>19.197</b>
LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng năm 2026		1.397		
P/E mục tiêu (x)		18,6		
<b>1.2 THI</b>		<b>3.450</b>	<b>74%</b>	<b>2.570</b>
LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng năm 2026		185		
P/E mục tiêu (x)		18,6		
<b>1.3 EMICs &amp; Khác</b>		<b>8.558</b>	<b>63%</b>	<b>5.404</b>
LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng năm 2026		459		
P/E mục tiêu (x)		18,6		
<b>2. VGC</b>	<b>Kết hợp</b>	<b>28.741</b>	<b>35%</b>	<b>10.132</b>
Vật liệu xây dựng	CKDT	12.764	35%	4.500
BDS (KCN và nhà ở xã hội)	NPV và P/E	15.977	35%	5.632
<b>3. Titan Corp</b>	<b>CKDT</b>	<b>3.141</b>	<b>34%</b>	<b>1.081</b>
<b>4. Titan Hải Phòng - KCN Trần Dương</b>	<b>CKDT</b>	<b>1.654</b>	<b>49%</b>	<b>813</b>
<b>5. PXL</b>	<b>CKDT</b>	<b>4.664</b>	<b>46%</b>	<b>2.128</b>
PXL		4.664	46%	2.128
<b>6. FIH Việt Nam (BDS nhà ở)</b>	<b>NPV</b>	<b>3.340</b>	<b>70%</b>	<b>2.345</b>
Dự án khu nhà ở Lê Lai - Hải Phòng		3.340	70%	2.345
<b>7. KĐT Cần Giờ</b>	<b>P/B</b>		<b>35%</b>	<b>217</b>
Chi phí		619	35%	217
PB mục tiêu (x)		1,0		
<b>8. Năng lượng tái tạo</b>	<b>CKDT</b>	<b>1.968</b>	<b>26%</b>	<b>512</b>
Điện mặt trời và điện mặt trời áp mái GELEX Ninh Thuận - 68 MWp		935	15%	142
Điện gió gần bờ 129 MW*		1.033	36%*	370
<b>9. Nước (VCW)</b>	<b>P/E &amp; P/B</b>	<b>5.143</b>	<b>44%</b>	<b>2.247</b>
VCW		5.047	44%	2.213
LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng năm 2026		306		
P/E mục tiêu (x)		16,5		
CTCP Nước sạch Tây Hà Nội (Wadaco)		96	35%	34
Chi phí		96		
PB mục tiêu (x)		1,0		
<b>10. Khách sạn &amp; Văn phòng</b>	<b>Kết hợp</b>	<b>9.468</b>	<b>77%</b>	<b>7.296</b>
10,1 Fairmont	NPV	4.901	100%	4.901
10,2 Phúc hợp Melia	Tỷ suất vốn hóa	3.340	35%	1.169
10,3 GELEX Tower	Tỷ suất vốn hóa	1.226	100%	1.226
<b>11. Eximbank (HSX: EIB)</b>	<b>Chi phí</b>	<b>3.318</b>	<b>10%</b>	<b>3.318</b>
<b>Tổng giá trị vốn CSH dự kiến</b>				<b>57.259</b>
(+) Tiền mặt còn lại từ thoái vốn danh mục đầu tư năng lượng				881
(+) Tiền mặt của công ty mẹ				2.942
(-) Nợ vay của công ty mẹ				(6.953)
<b>Giá trị vốn CSH ròng</b>				<b>54.129</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)				902
<b>Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)</b>				<b>60.000</b>
Chiết khấu tập đoàn				10%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>				<b>54.000</b>
Giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)				43.000
Tỷ lệ tăng (%)				25,5%
Lợi suất cổ tức (%)				1,2%
<b>Tổng mức sinh lời (%)</b>				<b>26,7%</b>

Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap (\*Chúng tôi giả định GEI sẽ nắm giữ 51% tỷ lệ sở hữu tại dự án này, do GEI kỳ vọng sẽ được cấp giấy phép đầu tư trong nửa đầu năm 2026 với tỷ lệ sở hữu 100%. Dự án này hiện đã được đưa vào QHĐ VIII sửa đổi).

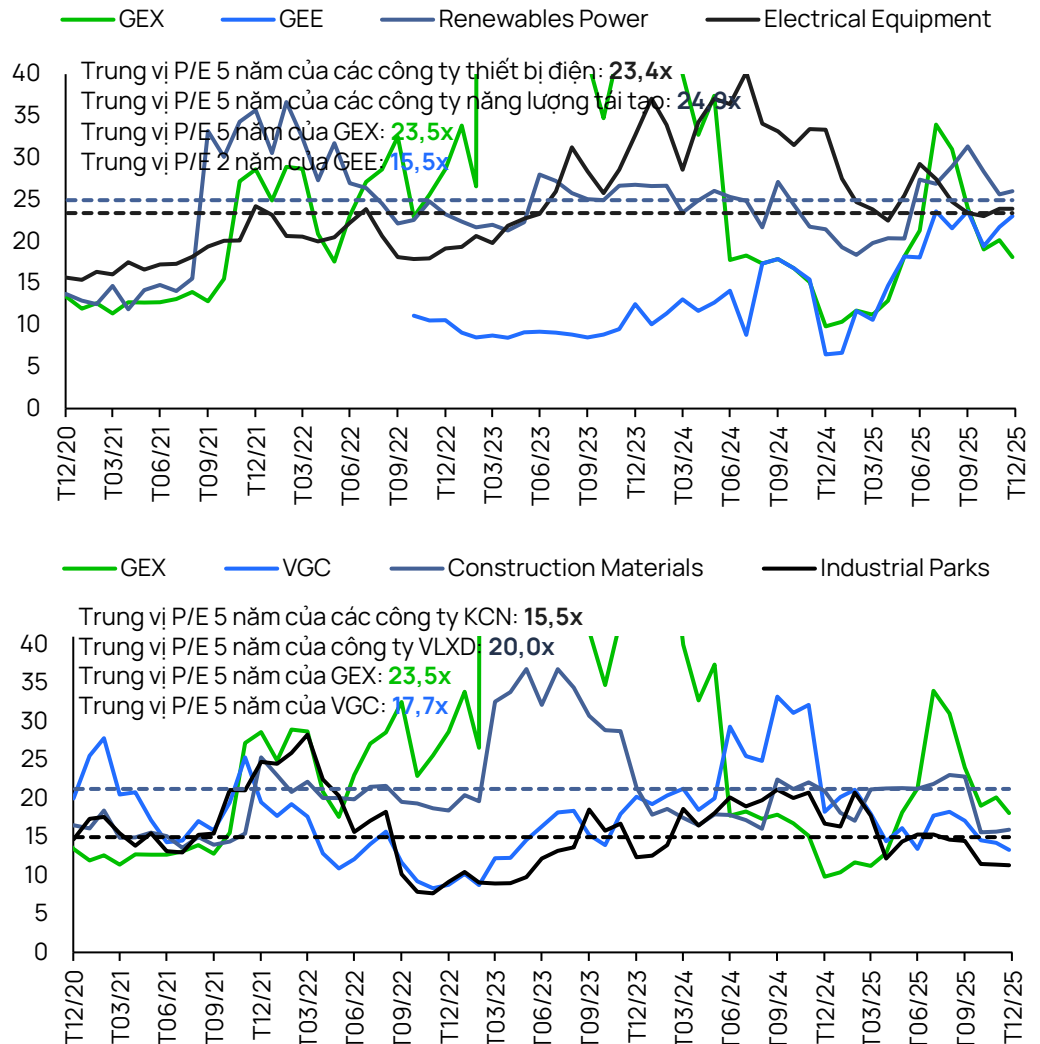
Hình 9: Đóng góp vào định giá của GEX theo mảng



Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap

## So sánh các công ty cùng ngành

Hình 10: P/E của các công ty cùng ngành \*



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 25/12/2025; \* GEX ghi nhận lỗ trong quý 1/2023; do đó EPS trượt mang giá trị âm và chỉ số P/E không có ý nghĩa).

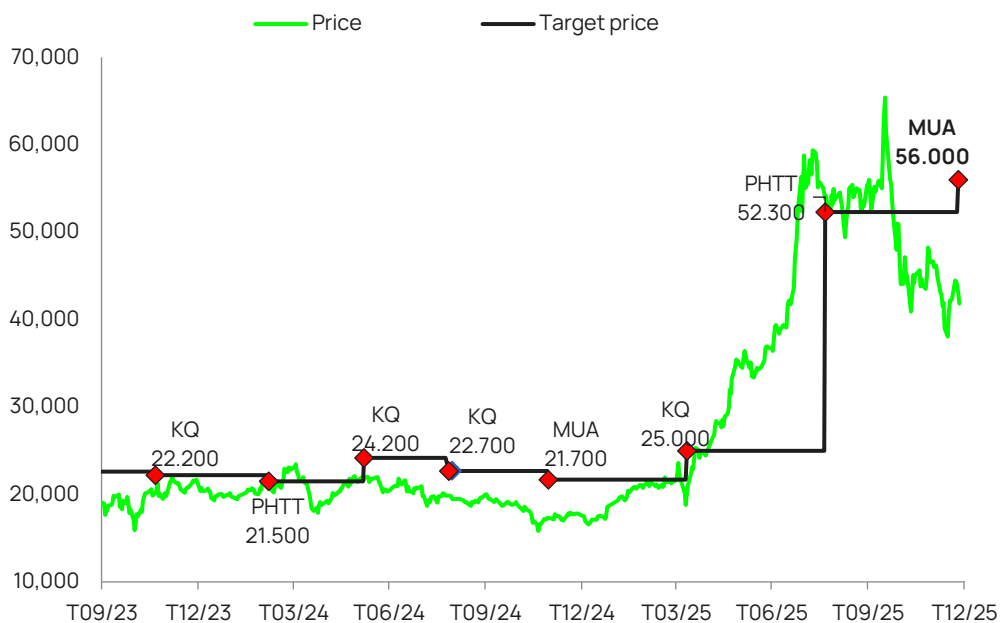
Hình 11: Các công ty cùng ngành của GEX

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
<b>GEX</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>1.476</b>	<b>1.477</b>	<b>19,8</b>	<b>81</b>	<b>101,4</b>	<b>70,2</b>	<b>10,5</b>	<b>1,2</b>	<b>18,6x</b>	<b>2,4x</b>	<b>9,1x</b>
<b>Thiết bị điện</b>												
Ta Ya Electric Wire & Cable	Đài Loan	949	983	4,7	47	-14,8	134,0	9,0	1,9	20,7x	1,8x	16
KEI Industries	Ấn Độ	4.692	1.152	19,9	82	19,9	-29,4	15,6	0,1	58,3x	7,3x	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	1.317	629	6,1	83	7,5	-46,2	13,4	1,0	16,9x	2,2x	21,1x
I-Sheng Electric Wire & Cable	Đài Loan	282	239	7,6	18	5,2	-34,5	11,4	6,8	15,4x	1,8x	9,6x
PIE Industrial Transformers & Rectifiers	Malaysia	251	221	-6,1	10	-32,3	-9,2	6,9	0,9	23,9x	1,6x	21,6x
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	888	229	19,7	39	5,9	-10,1	22,1	1,3	24,5x	5,0x	19,3x
Gunkul Engineering	Thái Lan	531	232	-16,1	55	46,8	108,7	13,2	2,1	9,1x	1,2x	9,8x
Crompton Greaves	Ấn Độ	1.845	930	7,5	66	26,4	-15,5	17,4	1,2	29,8x	4,9x	25,5x
Hunan Valin Wire & Cable	Trung Quốc	2.110	614	10,6	16	4,2	108,7	5,1	0,3	108,0x	5,1x	N/A
<b>Trung vị</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>949</b>	<b>614</b>	<b>7,6</b>	<b>39</b>	<b>5,9</b>	<b>-10,0</b>	<b>13,3</b>	<b>1,2</b>	<b>23,9x</b>	<b>2,2x</b>	<b>21,1x</b>
<b>GEE</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>2.906</b>	<b>961</b>	<b>N/A</b>	<b>128</b>	<b>N/A</b>	<b>38,2</b>	<b>49</b>	<b>4,3</b>	<b>23,0x</b>	<b>10,2x</b>	<b>15,2x</b>
<b>Năng lượng tái tạo</b>												
NHPC	Ấn Độ	8.700	1.228	7,8	356	-16,4	81,5	7,7	2,5	26,0x	2,0x	22,6x
ACEN Corp	Philippines	1.862	547	-12,2	52	-66,5	78,0	2,0	2	67,4x	0,7x	356,1
Super Energy Corp	Thái Lan	88	250	-13,5	-50	N/A	200,9	-8,5	N/A	N/A	0,2x	5,6x
Zhejiang Provincial New Energy	Trung Quốc	2.574	N/A	N/A	74	-25,1	161,1	4,2	0,7	33,7x	1,4x	N/A
Zhongmin Energy	Trung Quốc	1.613	239	0,2	79	-18,9	9,9	8,4	1,4	19,8x	1,6x	N/A
GEPIEC Energy	Trung Quốc	3.102	1.820	13,8	361	30,4	89,0	22,0	2,7	7,4x	N/A	N/A
Xinjiang Lixin Energy	Trung Quốc	970	138	-0,7	7	-19,7	309,7	1,8	0,2	127,3	N/A	N/A
Guizhou Qianyuan Power	Trung Quốc	1.122	365	38,5	62	75,4	113,3	10,7	0,9	17,6x	1,8x	N/A
<b>Trung vị</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>1.738</b>	<b>365</b>	<b>0,2</b>	<b>68</b>	<b>-18,9</b>	<b>101,2</b>	<b>6,0</b>	<b>1,4</b>	<b>26,0x</b>	<b>1,5x</b>	<b>22,6x</b>
<b>Nước sạch</b>												
TTW PCL	Thái Lan	1.161	127	-4,7	96	11,7	22,0	20,7	6,6	11,3x	2,3x	10,8x
VA Tech Wabag	Ấn Độ	884	390	15,3	35	20,2	-27,2	14,9	0	26,9x	3,7x	20,1x
Eastern Water Resources	Thái Lan	106	108	-12,3	0	N/A	128,5	0,1	0,5	191,9x	0,3x	11,4x
WHA Utilities and Power	Thái Lan	546	94	8,6	33	-14,0	87,9	8,0	5,7	15,2x	1,3x	19,7
Manila Water	Philippines	1.761	647	16,3	189	70,0	148,1	14,9	4,2	9,8x	1,9x	9,2x
Taliworks Corp	Malaysia	252	99	-4,7	20	36,7	17,7	12,3	4,0	11,9x	1,4x	9,4x
PBA Holdings	Malaysia	156	123	5,0	33	83,4	-4,2	13,3	2,4	4,4x	0,6x	3,0x
Ranhill Utilities	Malaysia	541	490	N/A	15	N/A	73,5	8	N/A	3	2,5x	N/A
<b>Trung vị</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>544</b>	<b>125</b>	<b>5,0</b>	<b>33</b>	<b>28,4</b>	<b>47,8</b>	<b>12,8</b>	<b>4,0</b>	<b>11,6x</b>	<b>1,7x</b>	<b>10,8x</b>
<b>VCW</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>94</b>	<b>24</b>	<b>3,6</b>	<b>-4</b>	<b>N/A</b>	<b>208,5</b>	<b>-7,4</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>16,0x</b>
<b>VLXD</b>												
Monalisa Group	Trung Quốc	837	559	-18,4	9	-11,5	29,8	1,9	1,4	93,2x	1,8x	N/A
Triumph New Energy	Trung Quốc	694	496	-35,7	-133	-1801,4	126,7	-24,6	N/A	N/A	1,9x	N/A
Nippon Sheet Glass	Nhật Bản	230	177	14,1	25	0,9	-15,2	23,1	8,2	9,0x	2,0x	5,6x
SCG Ceramics	Thái Lan	356	195	-8,7	29	-14,2	29,0	13,8	7,4	11,5x	1,6x	8,1x
Arwana Citramulia Tbk	Indonesia	1.727	548	1,2	35	-30,3	-11,0	11,0	1,2	45,3x	5,7x	21,5x
HPG	Việt Nam	187	313	2,6	7	-38,0	32,0	8,1	0,7	28,0x	2,2x	9,3x
BMP	Việt Nam	545	205	5,2	47	17,9	-68,8	39,4	7,3	12,0x	4,6x	5,4x
HT1	Việt Nam	7.662	5.613	4,1	560	18,2	49,8	12,2	N/A	14,0x	1,6x	11,2x
<b>Median</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>620</b>	<b>404</b>	<b>1,9</b>	<b>27</b>	<b>-12,8</b>	<b>29,4</b>	<b>11,6</b>	<b>4,3</b>	<b>14,0x</b>	<b>2,0x</b>	<b>8,7x</b>
<b>VGC</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>702</b>	<b>508</b>	<b>16,5</b>	<b>54</b>	<b>135,4</b>	<b>15,3</b>	<b>15,9</b>	<b>5,4</b>	<b>13,3x</b>	<b>2,0x</b>	<b>7,3x</b>
<b>Industrial parks</b>												
KBC	Vietnam	1.198	226	106,8	61	250,7	8,2	7,4	N/A	17,9x	1,3x	21,3x
SIP	Vietnam	474	325	9,4	52	14,6	-47,1	27,5	3,1	9,8x	2,5x	8,2x
IDC	Vietnam	531	326	-8,2	72	-16,0	-18,3	31,1	7,6	7,6x	2,1x	3,9x
SZC	Vietnam	201	37	5,4	12	12,2	41,6	10,3	3,4	16,3x	1,7x	11,3x
GVR	Vietnam	3.902	1.172	22,5	244	82,3	-21,7	11,4	1,6	16,4x	1,8x	11,0x
LHG	Vietnam	55	26	40,1	11	47,0	-50,2	17,3	6,6	4,9x	0,8x	1,9x
PHR	Vietnam	289	75	30,9	26	74,1	-46,3	16,9	2,41	11,3x	1,9x	11,4x
BCM	Vietnam	2.381	296	-5,5	144	33,7	102,2	18,2	N/A	17,1x	N/A	27,9x
<b>Median</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>503</b>	<b>261</b>	<b>16,0</b>	<b>56</b>	<b>40,3</b>	<b>-20,0</b>	<b>17,1</b>	<b>3,3</b>	<b>13,8x</b>	<b>1,8x</b>	<b>11,2x</b>
<b>VGC</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>702</b>	<b>508</b>	<b>16,5</b>	<b>54</b>	<b>135,4</b>	<b>15,3</b>	<b>15,9</b>	<b>5,4</b>	<b>13,3x</b>	<b>2,0x</b>	<b>7,3x</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 25/12/2025)

## Diễn biến khuyến nghị

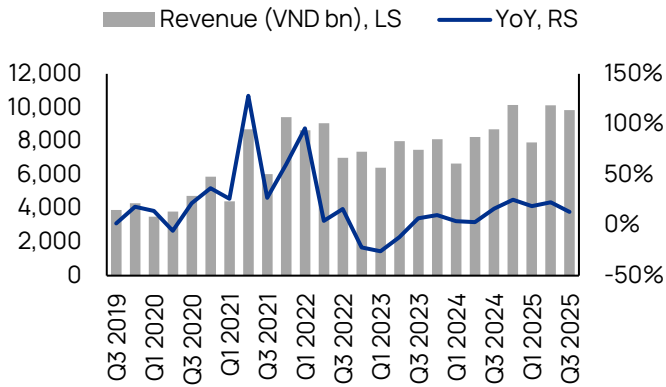
Hình 12: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



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

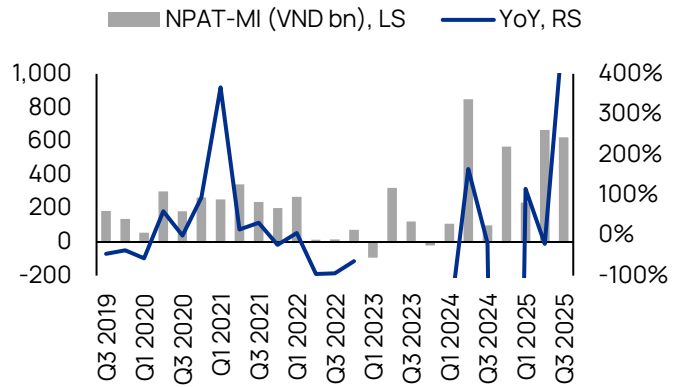
## KQKD theo quý

Hình 13: Doanh thu theo quý của GEX (tỷ đồng)



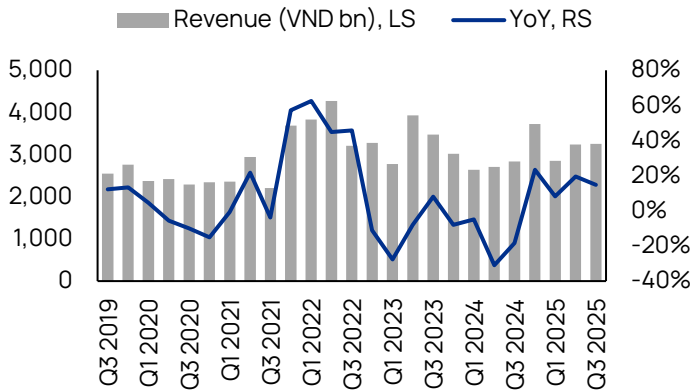
Nguồn: GEX, Vietcap

Hình 14: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của GEX (tỷ đồng)\*



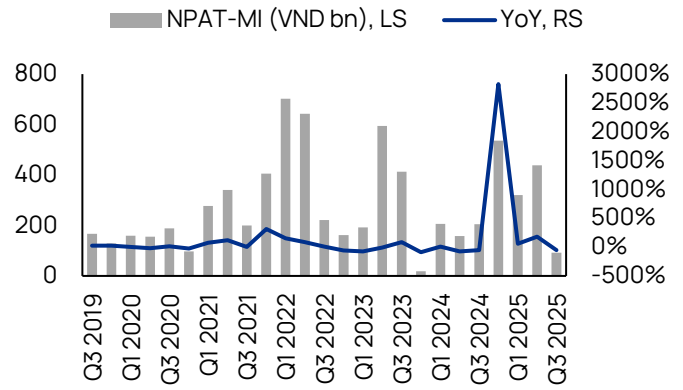
Nguồn: GEX, Vietcap (\*GEX báo lỗ ròng 92 tỷ đồng trong quý 1/2023, tốc độ tăng trưởng quý 2/2023 là 2,359% và lãi ròng 109 tỷ đồng trong quý 1/2024)

Hình 15: Doanh thu theo quý của VGC



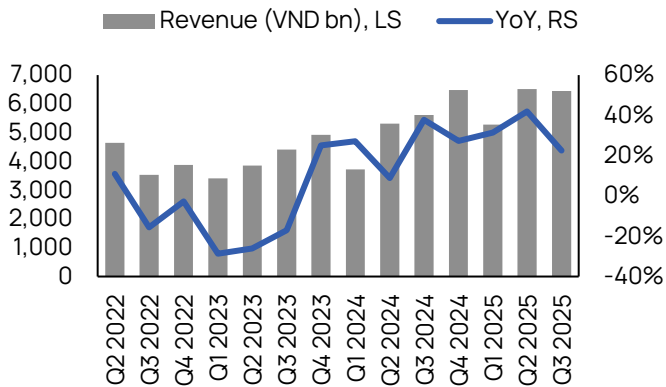
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 16: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của VGC



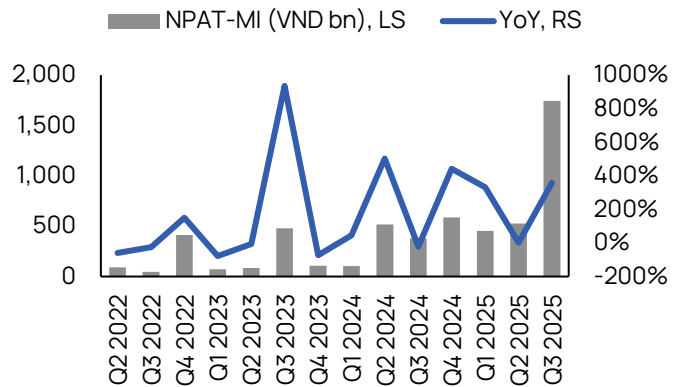
Nguồn: VGC, Vietcap

Hình 17: Doanh thu theo quý của GEE



Nguồn: GEE, Vietcap

Hình 18: LNST theo quý của GEE



Nguồn: GEE, Vietcap

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu</b>	<b>33.752</b>	<b>38.946</b>	<b>46.083</b>	<b>52.837</b>
Giá vốn hàng bán	-26.990	-30.889	-36.607	-40.122
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6.762</b>	<b>8.057</b>	<b>9.477</b>	<b>12.714</b>
Chi phí bán hàng	-1.279	-1.473	-1.726	-1.965
Chi phí quản lý DN	-1.750	-1.974	-2.243	-2.499
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>3.733</b>	<b>4.611</b>	<b>5.507</b>	<b>8.250</b>
Doanh thu tài chính	1.500	1.294	534	510
Chi phí tài chính	-1.690	-1.579	-1.952	-2.055
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-1.077</i>	<i>-1.178</i>	<i>-1.492</i>	<i>-1.537</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC (Lỗ)/lãi khác	37	24	54	71
(Lỗ)/lãi khác	32	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>3.613</b>	<b>4.350</b>	<b>4.143</b>	<b>6.776</b>
Thuế TNDN	-944	-1.283	-1.036	-1.626
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>2.669</b>	<b>3.067</b>	<b>3.107</b>	<b>5.150</b>
Lợi ích CĐ thiếu số	-1.038	-1.235	-1.722	-2.762
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.631</b>	<b>1.831</b>	<b>1.385</b>	<b>2.388</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi (1)</b>	<b>1.114</b>	<b>1.326</b>	<b>1.476</b>	<b>2.568</b>
EBITDA	6.668	7.401	9.024	12.194
EPS báo cáo, VND	1.791	2.010	1.520	2.621
EPS cốt lõi (1), VND	1.217	1.450	1.621	2.821
EPS pha loãng, VND	1.791	2.010	1.520	2.621
DPS báo cáo, VND	500	500	500	500
DPS/EPS báo cáo (%)	28%	25%	33%	19%

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

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tăng trưởng</b>				
TT doanh thu	12,5%	15,4%	18,3%	14,7%
TT LN từ HĐKD	33,6%	23,5%	19,4%	49,8%
EPS báo cáo	393,8%	12,3%	-24,4%	72,4%
EPS cốt lõi	99,1%	19,1%	11,8%	74,0%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	20,0%	20,7%	20,6%	24,1%
Biên LN từ HĐ %	11,1%	11,8%	12,0%	15,6%
Biên EBITDA	19,8%	19,0%	19,6%	23,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	4,8%	4,7%	3,0%	4,5%
ROE báo cáo %	12,4%	12,0%	8,3%	13,5%
ROA %	3,0%	3,1%	2,1%	3,4%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	115	121	124	124
Số ngày phải thu	41	40	39	39
Số ngày phải trả	36	39	38	39
TG luân chuyển tiền	119	122	125	124
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,3	1,5	1,6	1,6
CS thanh toán nhanh	0,8	0,9	0,9	0,9
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3	0,3
Nợ/Tài sản	30,8%	33,9%	33,0%	35,2%
Nợ/Vốn sử dụng	41,6%	43,6%	42,5%	44,2%
Nợ/Vốn CSH	53,6%	61,2%	55,9%	58,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,2	6,3	6,1	7,9

Nguồn: GEX, dự báo của Vietcap

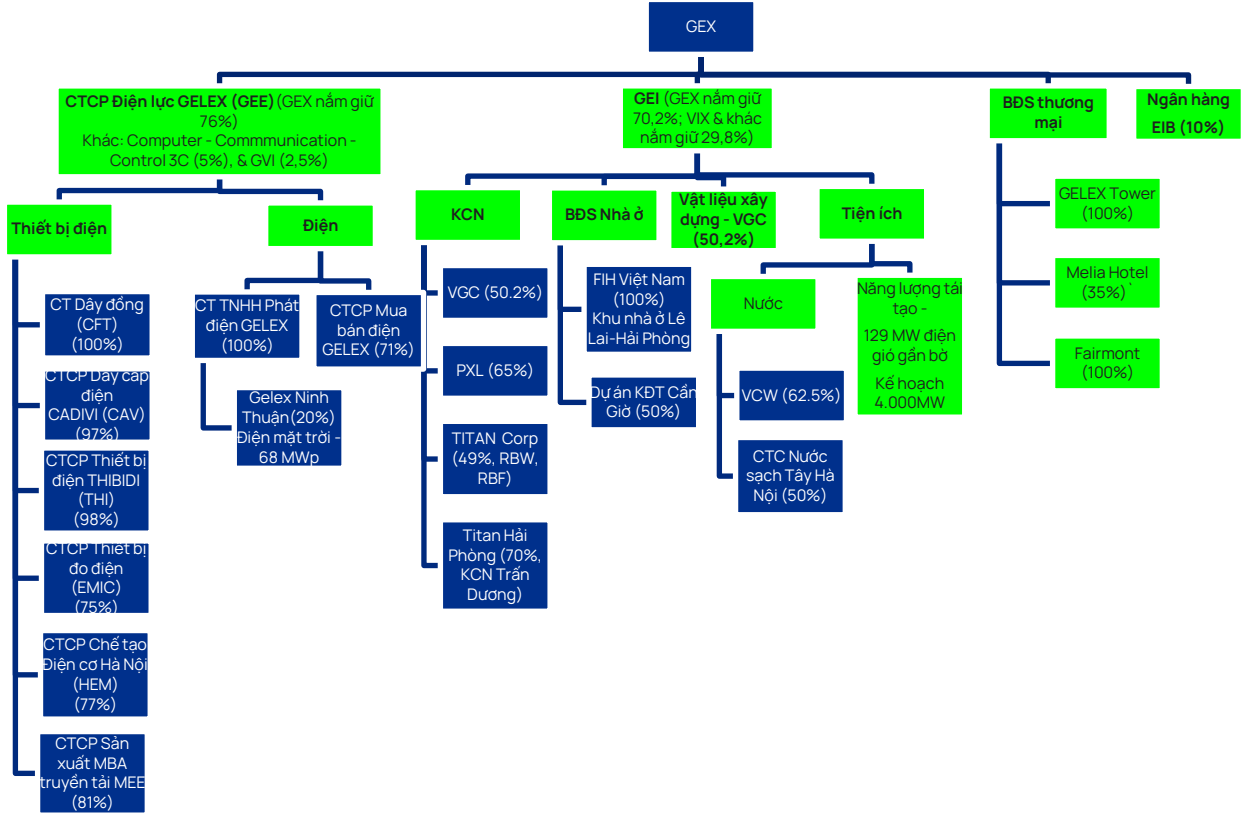
Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	4.074	4.518	5.349	6.852
Đầu tư TC ngắn hạn	5.043	6.622	6.622	6.622
Các khoản phải thu	4.037	4.481	5.303	6.080
Hàng tồn kho	8.685	11.848	13.038	14.290
TS ngắn hạn khác	990	990	990	990
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>22.829</b>	<b>28.459</b>	<b>31.302</b>	<b>34.834</b>
TS dài hạn (gộp)	39.804	44.779	51.866	59.622
- Khấu hao lũy kế	-23.416	-26.207	-29.723	-33.667
TS dài hạn (ròng)	16.388	18.572	22.143	25.955
Đầu tư TC dài hạn	2.990	2.990	2.990	2.990
TS dài hạn khác	11.575	14.095	10.322	11.664
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>30.953</b>	<b>35.657</b>	<b>35.454</b>	<b>40.609</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>53.782</b>	<b>64.116</b>	<b>66.756</b>	<b>75.444</b>
Phải trả ngắn hạn	3.152	3.477	4.120	4.516
Nợ ngắn hạn	8.239	9.892	10.284	11.626
Nợ ngắn hạn khác	5.607	5.607	5.607	5.607
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>16.997</b>	<b>18.975</b>	<b>20.011</b>	<b>21.748</b>
Nợ dài hạn	8.307	11.814	11.728	14.947
Nợ dài hạn khác	5.220	5.220	5.220	5.220
<b>Tổng nợ</b>	<b>30.524</b>	<b>36.009</b>	<b>36.960</b>	<b>41.916</b>
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	6.019	6.470	7.923
Vốn khác	786	786	786	786
Lợi ích CĐTS	9.262	11.614	12.853	15.131
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>23.258</b>	<b>28.107</b>	<b>29.796</b>	<b>33.528</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>53.782</b>	<b>64.116</b>	<b>66.756</b>	<b>75.444</b>
CP lưu hành cuối năm, triệu (PL)	902	902	902	902

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>3.313</b>	<b>4.074</b>	<b>4.518</b>	<b>5.349</b>
Thu nhập ròng	1.631	1.831	1.385	2.388
Khấu hao	2.935	2.791	3.517	3.944
Thay đổi vốn lưu động	-838	-3.282	-1.368	-1.634
Điều chỉnh khác	-1.219	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>2.509</b>	<b>1.340</b>	<b>3.534</b>	<b>4.698</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-3.835	-7.494	-3.314	-9.099
Đầu tư	2.869	21	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-967</b>	<b>-7.473</b>	<b>-3.314</b>	<b>-9.099</b>
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	1.653	393	1.341
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-1.825	3.507	-86	3.219
Tiền từ các hoạt động TC khác	3.095	2.352	1.239	2.279
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-787</b>	<b>6.577</b>	<b>611</b>	<b>5.904</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>762</b>	<b>443</b>	<b>831</b>	<b>1.503</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>4.074</b>	<b>4.518</b>	<b>5.349</b>	<b>6.852</b>

## Phụ lục

### Cơ cấu doanh nghiệp của GEX

Hình 1919: Cơ cấu doanh nghiệp dự kiến tính đến cuối quý 1/2026, sau đợt IPO của GEI



Nguồn: GEX, Vietcap

### Kế hoạch IPO của GEI

Vào ngày 15/09/2025, ĐHCĐ của GEI đã thông qua kế hoạch IPO, và kế hoạch này sau đó được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) chấp thuận vào ngày 25/11/2025, với các điều khoản chính được tóm tắt trong bảng dưới đây. Chúng tôi kỳ vọng đợt IPO sẽ mang lại nguồn vốn ngay lập tức và tạo nền tảng cho các đợt huy động vốn tiếp theo, nhằm hỗ trợ kế hoạch vốn đầu tư XDCB quy mô lớn trong giai đoạn 2026–2030 của GEI trong mảng KCN cốt lõi cũng như mở rộng sang BĐS nhà ở. Bên cạnh đó, GEI dự kiến sẽ phát triển 800 MW điện gió gần bờ, được triển khai qua hai giai đoạn.

Hình 2020: Thông tin chính về đợt IPO

Danh mục	Chi tiết
<b>Tài chính</b>	
Vốn điều lệ	7,9 nghìn tỷ đồng (trước IPO) / 8,9 nghìn tỷ đồng (sau IPO)
Quy mô chào bán	100.000.000 cổ phiếu (khoảng 12,66% số cổ phiếu lưu hành trước IPO)
Phương thức	Đấu giá công khai
Giá khởi điểm	Bắt đầu từ mức giá 28.000 đồng/cổ phiếu
VHTT tại giá khởi điểm	22,1 nghìn tỷ đồng
Mục đích sử dụng vốn	Ước tính 2,8 nghìn tỷ đồng, sẽ được dùng để tài trợ dự án KCN Trần Dương (208 ha, vốn đầu tư XDCB 3,3 nghìn tỷ đồng) và các dự án BĐS nhà ở
<b>Lộ trình</b>	
Đăng ký tham gia và đặt cọc	04/12/2025 – 23/12/2025
Nộp phiếu đấu giá	24/12/2025 – 29/12/2025
Ngày đấu giá	31/12/2025

Nguồn: GEI, Vietcap

Theo GEX, GEX và các công ty con sẽ không tham gia IPO của GEI, qua đó làm giảm tỷ lệ sở hữu trực tiếp của GEX tại GEI từ mức 79,1% trước đây xuống còn 70,2% sau IPO. Trong quý 3/2025, GEE (do GEX sở hữu 79%) đã thoái toàn bộ 14,1% vốn tại GEI, ghi nhận khoản LNTT 1,5 nghìn tỷ đồng; thương vụ thoái vốn này nhìn chung phù hợp với định hướng chiến lược của GEE là tập trung vào mảng công nghiệp công nghệ cao. Giới hạn sở hữu nước ngoài hiện tại là 50%.

Hình 2121: Cơ cấu sở hữu của GEI

Cổ đông	Quý 2/2025	Quý 3/2025 (trước IPO)	Quý 1/2026 (sau IPO)
<b>A. Cổ đông tổ chức (%)</b>	<b>100,0%</b>	<b>87,4%</b>	<b>77,5%</b>
Trong nước	100,0%	87,4%	77,5%
<i>GEX nắm giữ trực tiếp</i>	<i>79,1%</i>	<i>79,1%</i>	<i>70,2%</i>
<i>GEE (GEX sở hữu 79%)</i>	<i>14,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
<i>CT TNHH Phát điện GELEX (GEE sở hữu 100%)</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,6%</i>
<i>VIX</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,4%</i>
<i>Khác</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,3%</i>
Nước ngoài	0,0%	0,0%	0,0%
<b>B. Cổ đông cá nhân (%)</b>	<b>0,0%</b>	<b>12,6%</b>	<b>11,2%</b>
<b>C. Cổ đông từ IPO (%)</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>11,3%</b>
<b>Tổng tỷ lệ sở hữu</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Tổng số cổ phiếu lưu hành</b>	<b>790.000.000</b>	<b>790.000.000</b>	<b>890.000.000</b>

Nguồn: GEI, GEX, Vietcap (Số liệu được tô màu đỏ là ước tính của Vietcap)

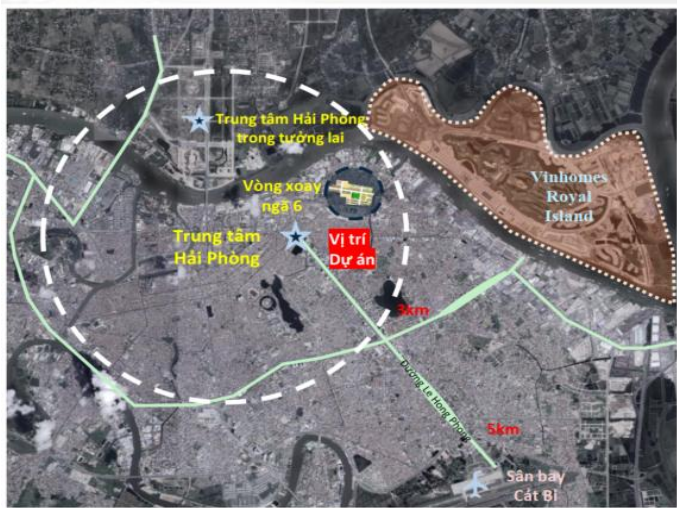
## Thâm nhập vào phân khúc BĐS nhà ở cao cấp thông qua dự án Lê Lai

Theo GEI, GEX/GEI dự kiến tận dụng chuyên môn và uy tín thương hiệu từ các đơn vị phát triển và quản lý dự án có danh tiếng quốc tế như Frasers Property.

FIH Vietnam, công ty con do GEI sở hữu 100%, đã thuê tóm quỹ đất tại dự án Lê Lai với diện tích 13,6 ha tại số 226 đường Lê Lai, Hải Phòng. Tính đến cuối quý 3/2025, GEI đã đặt cọc 851 tỷ đồng trên tổng chi phí đất 3 nghìn tỷ đồng và dự kiến khởi công dự án vào quý 1/2026. Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình đối với sản phẩm thấp tầng sẽ đạt khoảng 100–200 triệu đồng/m<sup>2</sup> (chưa bao gồm VAT), nhờ được hỗ trợ bởi sự tham gia của các đơn vị phát triển và quản lý dự án đa quốc gia như Frasers, so với các đối thủ trong nước như TCH.

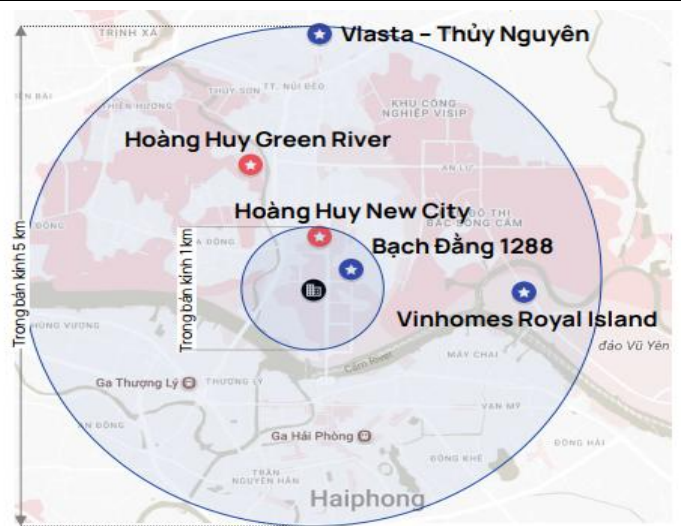
Để biết thêm chi tiết về triển vọng thị trường BĐS nhà ở cũng như chiến lược của GEX/GEI, vui lòng tham khảo Báo cáo Công ty GEI, trang 13.

Hình 22: Dự án Lê Lai sở hữu vị trí đắc địa tại khu vực trung tâm Hải Phòng



Nguồn: GEI, Vietcap

Hình 23: Các dự án của TCH nằm ngoài khu vực trung tâm



Nguồn: Vietcap

**Hình 24: Ước tính của Vietcap về các thông tin chính của dự án Lê Lai**

Hạng mục	Chi tiết
Quy mô khu đất	13,6 ha
Tổng diện tích sàn (GFA)	143.000 sqm
Sản phẩm	200 căn thấp tầng, 80 căn biệt thự, 1.000 căn hộ, 900 căn nhà ở xã hội
Giá bán trung bình	Từ 75 triệu đồng/m <sup>2</sup> đối với sản phẩm thương mại

Nguồn: GEI, Dự báo của Vietcap

**Hình 25: Ước tính của Vietcap về tiến độ dự án Lê Lai**

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Tổng cộng
<i>Tiến độ</i>	<i>Cấp phép xây dựng</i>	<i>Xây dựng phần thấp tầng và triển khai bán hàng</i>	<i>Xây dựng phần cao tầng và triển khai bán hàng</i>	<i>xây dựng nhà ở xã hội và triển khai bán hàng</i>				
Doanh số bán (% tổng doanh số)		22%	40%	30%	4%	4%		100%
Doanh thu (% tổng doanh thu)			22%	40%	30%	4%	4%	100%
Doanh thu (tỷ đồng)			2.733	5.005	3.704	445	445	12,4 nghìn tỷ đồng
LNST (tỷ đồng)			628	1.139	860	102	102	2,8 nghìn tỷ đồng

Nguồn: GEI, Vietcap

## PXL và KCN Trần Dương dự kiến sẽ khởi công trong năm 2026

CTCP Khu công nghiệp Long Sơn (UPCoM: PXL, GEI nắm giữ 65%) đã được phê duyệt chủ trương đầu tư và quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/2000 cho KCN Long Sơn quy mô 850 ha, đồng thời đặt mục tiêu sẽ khởi công trong năm 2026. GEI dự kiến định vị KCN này cho các ngành công nghệ cao và trung tâm dữ liệu. Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư XDCB sẽ rơi vào khoảng 12,9 nghìn tỷ đồng và kỳ vọng sẽ bắt đầu bàn giao đất từ cuối 2028.

**Hình 2626: Vietcap dự báo PXL sẽ hoàn tất bàn giao đất trong vòng 15 năm (2028–2042)**

Tỷ đồng	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Tỷ lệ cho thuê (%)	2%	3%	5%	5%	8%
Diện tích cho thuê trong năm (ha)	12	18	30	30	48
Doanh thu (tỷ đồng)	467	726	1.249	1.297	2.134
LNST (tỷ đồng)	128	227	436	484	821
Tăng trưởng YoY (%)	N/A	61%	78%	7%	70%
Tỷ trọng đóng góp LNST vào LNST sau lợi ích CĐTTS của GEX	2%	3%	5%	N/A	N/A

Nguồn: GEI, Dự báo của Vietcap

GEI đã thành lập CTCP Titan Hải Phòng với vốn điều lệ 490 tỷ đồng (dự kiến tăng lên 1,8 nghìn tỷ đồng) để đầu tư vào KCN Trần Dương giai đoạn 1 (quy mô 208 ha, Hải Phòng), mà GEI sở hữu 70%. Dự án đã được phê duyệt chủ trương đầu tư vào tháng 12/2024. Chúng tôi ước tính vốn đầu tư XDCB sẽ rơi vào khoảng 3,3 nghìn tỷ đồng, và dự án được dự kiến sẽ bắt đầu khởi công từ quý 2/2026 (theo GEX) và bắt đầu bàn giao đất từ năm 2027.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

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

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

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

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

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

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

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

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

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

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

**Dầu khí, Điện và Nước**  
**Đinh Thị Thủy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, 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 Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

**Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng**  
**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

**Anthony Le**  
**Giám đốc**  
**Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 525  
anthony.le@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
**Giám đốc điều hành**  
**Phòng Tư Vấn Đầu Tư**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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

## Khuyến cáo

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