

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐIỆN LỰC GELEX (GEE)
CÔNG NGHIỆP

XẾP HẠNG 12 THÁNG
MUA

Giá mục tiêu 12T	121,400 đ/cp
Lợi nhuận kỳ vọng	46.3%
Giá đóng cửa gần nhất	83,000 đ/cp

VỊ THẾ DẪN ĐẦU ĐÓN ĐẦU CHU KỲ THUẬN LỢI

Luận điểm đầu tư

➤ **Doanh nghiệp đầu ngành thiết bị điện với vị thế thị phần dẫn đầu**

GEE là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh thiết bị điện, sở hữu hệ sinh thái sản phẩm đa dạng bao gồm dây cáp điện, máy biến áp, thiết bị đo đếm và động cơ điện. Với mạng lưới thương hiệu mạnh và vị thế lâu năm trong ngành, doanh nghiệp duy trì được lợi thế cạnh tranh về thị phần, đặc biệt tại khu vực phía Nam trong mảng dây cáp điện. Mô hình hệ sinh thái tích hợp theo chiều dọc giúp GEE tham gia nhiều công đoạn trong chuỗi giá trị ngành điện, từ sản xuất đầu vào đến phân phối, qua đó tăng khả năng kiểm soát chi phí, nâng cao hiệu quả vận hành và củng cố năng lực cạnh tranh dài hạn.

➤ **Chu kỳ đầu tư hạ tầng điện và phục hồi nguồn cung bất động sản là động lực tăng trưởng chính 2026–27**

Chúng tôi dự phóng GEE duy trì tăng trưởng doanh thu hai chữ số trong giai đoạn 2026–27, được dẫn dắt bởi hai động lực chính. Thứ nhất, làn sóng đầu tư hạ tầng điện theo Quy hoạch điện VIII, đặc biệt ở các dự án truyền tải 220kV–500kV, sẽ thúc đẩy mạnh nhu cầu đối với dây cáp điện, máy biến áp và thiết bị đo đếm, với EVN tiếp tục là khách hàng trọng tâm. Thứ hai, nguồn cung thị trường bất động sản được kỳ vọng phục hồi rõ nét trong giai đoạn 2026–27 khi các nút thắt pháp lý dần được tháo gỡ, qua đó thúc đẩy nhu cầu thiết bị điện dân dụng và thiết bị lắp đặt cho các dự án nhà ở và đô thị. Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 26% trong giai đoạn 2024–27. Đáng lưu ý, LNST công ty mẹ năm 2026 dự kiến giảm 27% svck chủ yếu do hiệu ứng nền cao từ khoản lợi nhuận tài chính đột biến khi thoái vốn Hạ tầng GELEX trong năm 2025, trước khi phục hồi mạnh với mức tăng 34% svck trong năm 2027 khi lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng.

➤ **Tái cấu trúc hoàn tất giúp thiết lập mặt bằng biên lợi nhuận cao và bền vững hơn**

Sau giai đoạn tái cấu trúc kéo dài khoảng 5 năm với trọng tâm là chuyển đổi số và tối ưu hóa sản xuất, chúng tôi cho rằng GEE đã thiết lập được mặt bằng biên lợi nhuận gộp cao và bền vững hơn, dự phóng cải thiện từ 16.0% năm 2025 lên 16.4% năm 2026 và 16.6% năm 2027. Lợi thế đến từ vị thế thị phần lớn trong ngành dây cáp điện, cho phép doanh nghiệp có khả năng chuyển một phần biến động chi phí đầu vào sang giá bán. Đồng thời, mô hình sản xuất tích hợp cùng cơ chế mua sắm nguyên vật liệu tập trung trong hệ sinh thái GELEX giúp tối ưu chi phí đầu vào và logistics, qua đó hỗ trợ duy trì biên lợi nhuận bền vững trong trung và dài hạn.

➤ **Xuất khẩu và sản phẩm mới từ chiến lược R&D mở rộng dư địa tăng trưởng dài hạn**

Bên cạnh động lực từ thị trường nội địa, chúng tôi cho rằng chiến lược đẩy mạnh xuất khẩu, với mục tiêu đóng góp khoảng 10% doanh thu vào năm 2030, cùng định hướng đầu tư R&D (khoảng 2% doanh thu hằng năm) để phát triển các dòng sản phẩm công nghệ cao như thiết bị điện thông minh, giải pháp hạ tầng trung tâm dữ liệu và hạ tầng sạc xe điện (mục tiêu đóng góp khoảng 12–15% tổng doanh thu vào năm 2030), sẽ giúp GEE đa dạng hóa nguồn tăng trưởng, giảm phụ thuộc vào chu kỳ đầu tư trong nước và củng cố năng lực cạnh tranh trong dài hạn.

Rủi ro đầu tư

- Biến động giá nguyên vật liệu (đồng, nhôm, nhựa PVC) mạnh hơn dự kiến của chúng tôi ảnh hưởng biên lợi nhuận.
- Doanh thu tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng do tiến độ giải ngân đầu tư công chậm, thị trường bất động sản phục hồi yếu hoặc hoạt động sản xuất công nghiệp suy giảm, làm giảm nhu cầu đối với dây cáp điện và thiết bị điện.

Vốn hóa (tỷ đồng)	59,118
Số CP lưu hành (tr CP)	640.5
Room NN còn lại	49.0%
KLGD TB 10 phiên (CP)	1,453,639
Giá cao nhất 52 tuần	137,440
Giá thấp nhất 52 tuần	51,080
Beta (lần)	1.3

Diễn biến giá cổ phiếu



Tỷ đồng	2025	2026	2027
Doanh thu	25,660	32,981	42,876
% svck	20.2%	28.5%	30.0%
LN gộp	4,111	5,382	7,080
% svck	34.2%	30.9%	31.5%
LN ròng	3,257	2,832	3,789
% svck	105.1%	-13.1%	33.8%
Biên LN gộp	16.1%	16.4%	16.6%
Biên LN ròng	12.7%	8.6%	8.8%
P/E	12.2	20.9	15.6
P/B	4.2	7.1	5.2
ROE	42.4%	32.9%	36.2%
ROA	22.3%	16.1%	17.4%

Cổ đông lớn

Tập đoàn GELEX	76%
Khác	24%

Chuyên viên phân tích

Vũ Mạnh Tuấn

tuanvm@vpbanks.com.vn

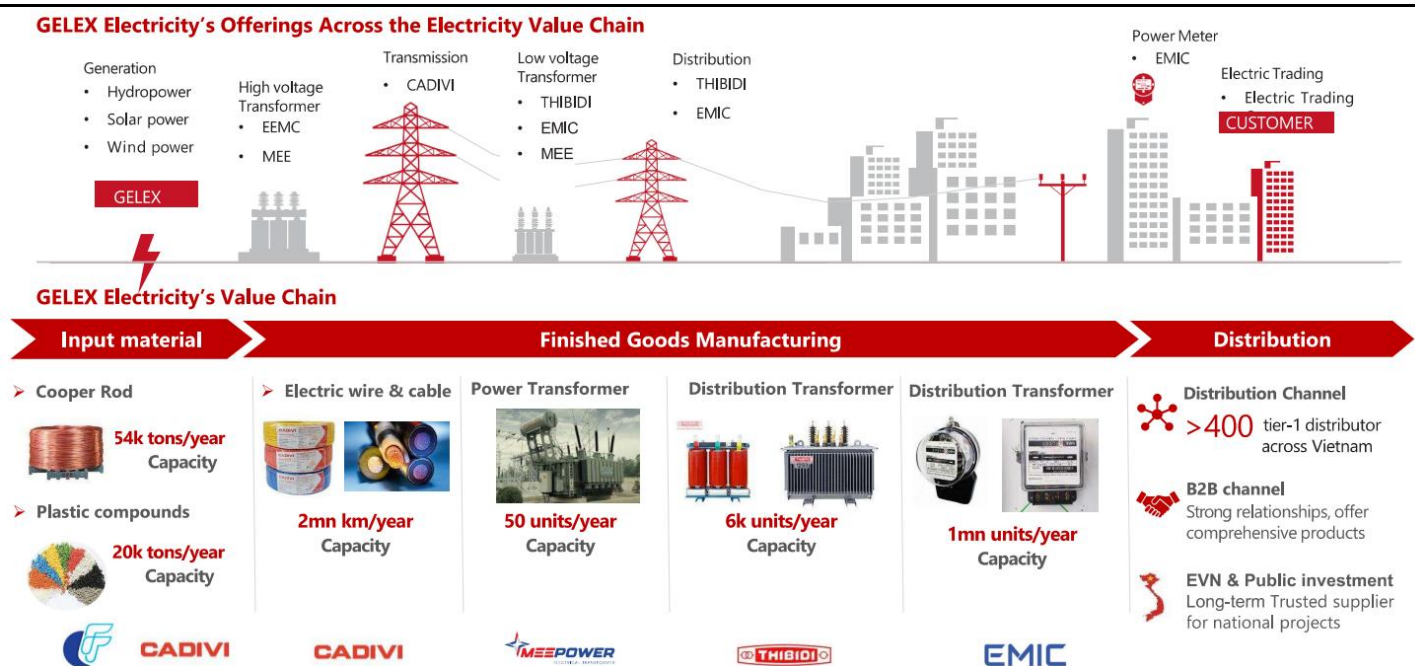
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực thiết bị điện tại Việt Nam

Mở rộng hệ sinh thái tích hợp theo chiều dọc giúp gia tăng thị phần và tối ưu chi phí

CTCP Điện lực GELEX do Tổng công ty Cổ phần Thiết bị điện Việt Nam (nay là Công ty Cổ phần Tập đoàn Gelex) sở hữu 100% vốn được thành lập vào ngày 29 tháng 8 năm 2016 với mục đích sản xuất kinh doanh các thiết bị đo điện. Năm 2018, Gelex thực hiện tái cấu trúc toàn bộ Công ty, trong đó bao gồm việc đổi tên Công ty TNHH MTV Thiết bị đo điện thành Công ty TNHH Thiết bị điện Gelex, với vai trò là công ty nắm giữ và quản lý phần vốn góp của Gelex tại các công ty sản xuất kinh doanh trong lĩnh vực thiết bị điện. Năm 2020, công ty TNHH Thiết bị điện Gelex chuyển đổi thành công ty cổ phần, đổi tên thành Công ty Cổ phần Thiết bị điện Gelex. Hiện nay, Công ty Cổ phần Thiết bị điện Gelex đang là công ty mẹ sở hữu trực tiếp 5 công ty con sản xuất kinh doanh trong lĩnh vực thiết bị điện bao gồm: Công ty Cổ phần Dây cáp điện Việt Nam ("CADIVI"), Công ty Cổ phần Thiết bị điện ("THIBIDI"), Công ty Cổ phần Chế tạo Điện cơ Hà Nội ("HEM"), Công ty Cổ phần Thiết bị đo điện EMIC ("EMIC"), Công ty Dây đồng Việt Nam CFT ("CFT"). Sản phẩm của doanh nghiệp đã được sử dụng trong nhiều dự án hạ tầng và công trình quy mô lớn như các dự án đường dây truyền tải 500kV, dự án hạ tầng giao thông, metro, cáp ngầm và các khu đô thị lớn. Điều này cho thấy năng lực cung cấp sản phẩm cho các dự án quy mô lớn và yêu cầu kỹ thuật cao của doanh nghiệp.

Hình 1: Chuỗi giá trị của GEE

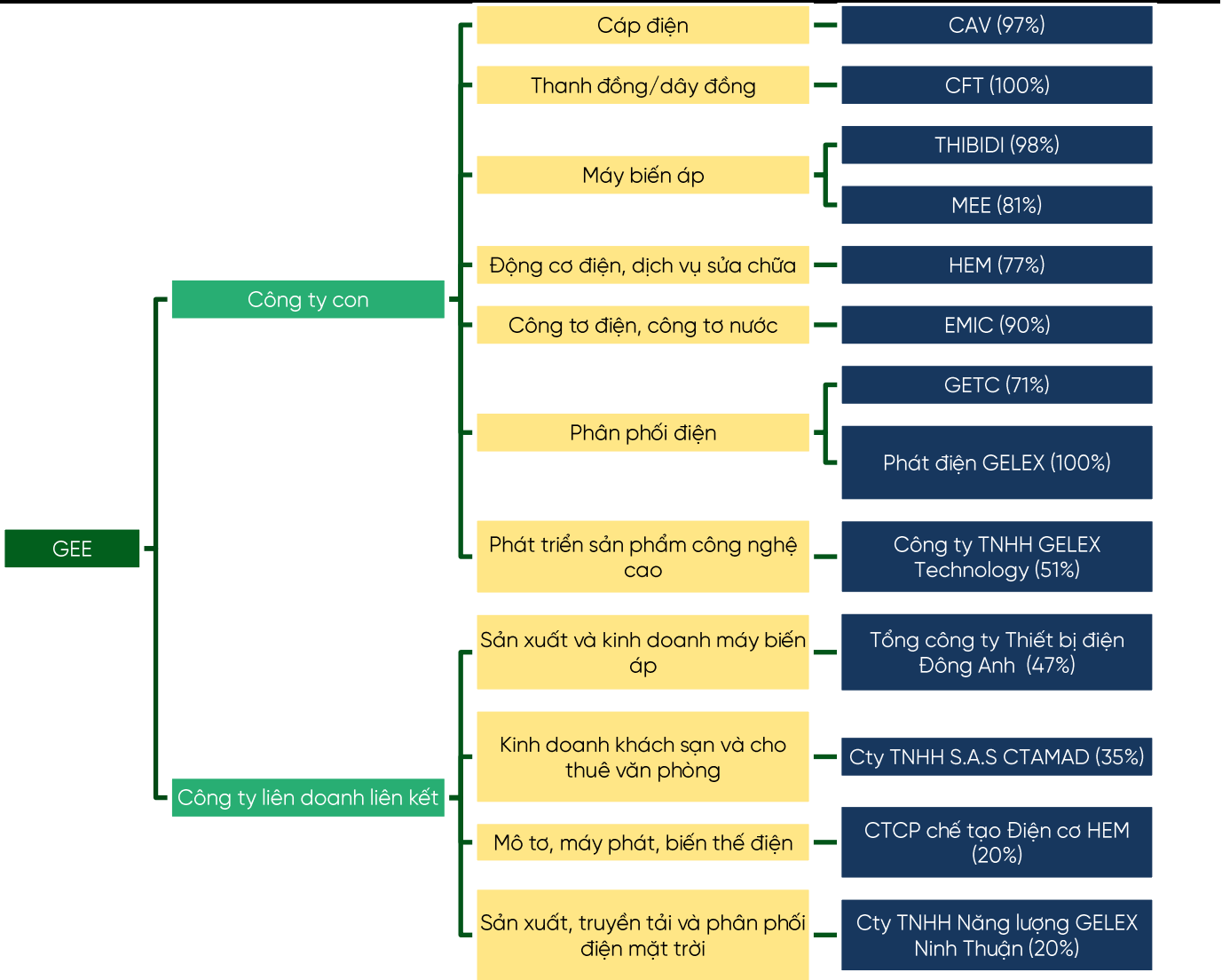


Nguồn: GEE, VPBankS Research

GEE đang từng bước xây dựng hệ sinh thái thiết bị điện theo mô hình tích hợp dọc, bao phủ nhiều mắt xích trong chuỗi giá trị từ dây cáp điện (CADIVI), máy biến áp (THIBIDI), thiết bị đo điện (EMIC) đến hệ thống phân phối và bán hàng. Mô hình này giúp doanh nghiệp chủ động hơn trong hoạt động sản xuất – kinh doanh, kiểm soát chất lượng sản phẩm xuyên suốt chuỗi giá trị, đồng thời tối ưu chi phí vận hành và nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn lực.

Bên cạnh đó, danh mục sản phẩm đa dạng cho phép GEE cung cấp giải pháp tổng thể cho các dự án điện, hạ tầng và bất động sản, từ dây cáp điện, máy biến áp đến công tơ và thiết bị đo đếm. Khả năng cung cấp đồng bộ nhiều chủng loại thiết bị giúp doanh nghiệp gia tăng giá trị trên mỗi dự án, thúc đẩy hoạt động bán chéo sản phẩm và xây dựng mối quan hệ bền vững với khách hàng. Chúng tôi cho rằng đây là lợi thế cạnh tranh quan trọng của GEE so với các doanh nghiệp chỉ hoạt động trong một phân khúc đơn lẻ.

Hình 2: Các công ty thành viên của GEE



Nguồn: GEE, VPBankS Research

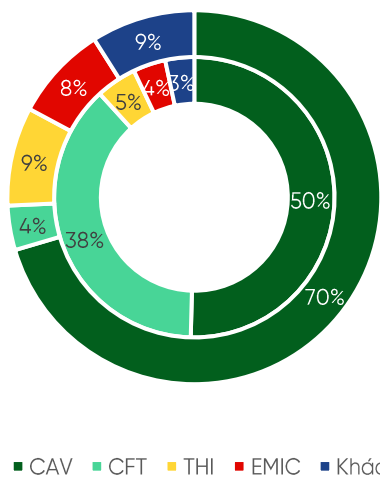
CAV – “Gà đẻ trứng vàng” của GEE với lợi thế lịch sử từ EVN

Trong hệ sinh thái của GEE, CADIVI (CAV) là tài sản cốt lõi, đóng góp khoảng 50% doanh thu và gần 70% lợi nhuận trước thuế năm 2025. Được thành lập từ năm 1975 với tư cách là doanh nghiệp nhà nước và từng trực thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) trước khi cổ phần hóa vào năm 2007, CAV sở hữu lợi thế đáng kể nhờ mối quan hệ lâu năm với ngành điện. Nền tảng lịch sử này giúp doanh nghiệp xây dựng được uy tín thương hiệu, hệ thống tiêu chuẩn kỹ thuật đáp ứng yêu cầu khắt khe của ngành điện và mạng lưới khách hàng rộng khắp, đặc biệt là EVN cùng các đơn vị thành viên. Hiện nay, CAV vẫn là một trong những nhà cung cấp dây và cáp điện hàng đầu cho các dự án truyền tải và phân phối điện trên toàn quốc, qua đó hưởng lợi trực tiếp từ làn sóng đầu tư mạnh vào hạ tầng điện nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện ngày càng tăng của Việt Nam.

Bên cạnh lợi thế về thương hiệu và quan hệ khách hàng, CAV còn duy trì vị thế dẫn đầu ngành nhờ quy mô sản xuất lớn và hệ thống phân phối rộng khắp. Chúng tôi ước tính doanh nghiệp hiện chiếm khoảng 80% thị phần dây cáp điện tại khu vực miền Nam – thị trường truyền thống của công ty, được hỗ trợ bởi mạng lưới nhà máy và hệ thống phân phối tập trung tại khu vực này. Trong khi đó, thị phần tại miền Bắc mới đạt khoảng 16%, cho thấy dư địa tăng trưởng vẫn còn đáng kể. Trong những năm gần đây, CAV đang đẩy mạnh chiến lược Bắc tiến thông qua việc gia tăng nhận diện thương hiệu, mở rộng mạng lưới đại lý, nâng cao năng lực bán hàng và áp dụng các chính sách thương mại linh hoạt như chiết khấu thanh toán sớm cho khách hàng và nhà phân phối. Chúng tôi kỳ vọng các biện pháp này sẽ giúp doanh nghiệp từng bước gia tăng thị phần tại miền Bắc, qua đó mở rộng quy mô hoạt động và củng cố vị thế dẫn đầu trên thị trường dây cáp điện Việt Nam trong trung và dài hạn.

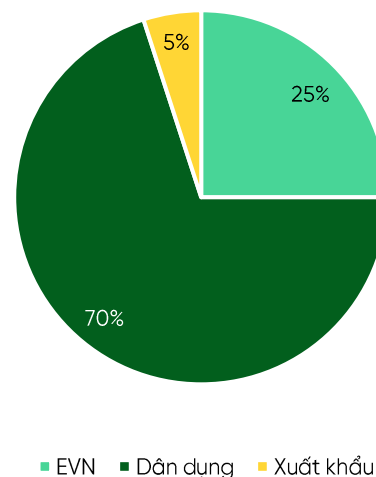
Về chiến lược kinh doanh, GEE hiện duy trì kênh phân phối đa dạng với khoảng 70% doanh thu năm 2025 đến từ hệ thống đại lý, nhà bán lẻ và 25% đến từ các dự án điện, chủ yếu của EVN và các đơn vị thành viên. Bên cạnh việc củng cố vị thế tại thị trường nội địa, công ty đang đẩy mạnh chiến lược mở rộng ra thị trường quốc tế nhằm tạo động lực tăng trưởng dài hạn. Trong năm 2026, GEE dự kiến tăng cường hoạt động xúc tiến thương mại, phát triển mạng lưới khách hàng và mở rộng hiện diện tại các thị trường trọng điểm như châu Âu, châu Mỹ và Đông Nam Á. Theo định hướng của ban lãnh đạo, doanh thu xuất khẩu được kỳ vọng sẽ đóng góp khoảng 10% doanh thu mảng thiết bị điện vào năm 2030. Chúng tôi cho rằng chiến lược này không chỉ giúp GEE đa dạng hóa nguồn doanh thu và giảm phụ thuộc vào thị trường trong nước, mà còn mở ra dư địa tăng trưởng mới nhờ nhu cầu đầu tư hạ tầng điện và năng lượng đang gia tăng tại nhiều quốc gia.

Hình 3: Thị phần doanh thu và LNTT các CTTV trong năm 2025



*Ghi chú: Vòng trong biểu thị doanh thu
Vòng ngoài biểu thị LNTT
Nguồn: GEE, VPBankS Research

Hình 4: Ước tính thị phần doanh thu của GEE theo thị trường trong năm 2025



Nguồn: GEE, VPBankS Research

Hình 5: Các sản phẩm chính của CAV



Dây điện dân dụng

Dây và cáp điện lực hạ thế

Cáp điện lực trung thế

Cáp điện lực chống cháy hạ thế

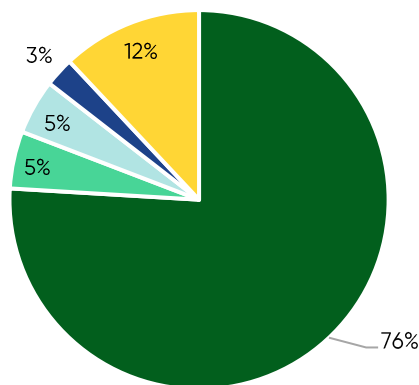
Cáp điều khiển

Nguồn: GEE, VPBankS Research

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu của đông của GEE khá cô đặc khi tập đoàn mẹ CTCP GELEX (GEX) hiện nắm giữ 76% cổ phần. Hai cổ đông lớn khác bao gồm CTCP Máy tính – Truyền thông – Điều khiển 3C nắm giữ 4.9% và CTCP cơ điện Trần Phú nắm giữ 3.8%. Bên cạnh đó, tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện cũng đang ở mức thấp chỉ 0.6%.

Hình 6: Cơ cấu cổ đông của GEE (dữ liệu ngày 06/07/2025)



- CTCP Tập đoàn GELEX
- CTCP Máy tính - Truyền thông - Điều khiển 3C
- CTCP Cơ điện Trần Phú
- CTCP Gvi
- Khác

Nguồn: Fiinpro, GEE, VPBankS Research

Vai trò của công ty mẹ (GEX) đối với GEE và các CTTV

GEE và các CTTV thực hiện mua sắm nguyên vật liệu tập trung thông qua công ty mẹ nhằm tận dụng lợi thế quy mô và tối ưu chi phí cho các công ty thành viên trong hệ thống. Mô hình này mang lại một số lợi thế chính.

- Việc mua hàng với sản lượng lớn và có kế hoạch đặt hàng dài hạn từ 6–12 tháng giúp doanh nghiệp có lợi thế đáng kể trong đàm phán giá với nhà cung cấp, qua đó giảm chi phí nguyên vật liệu đầu vào.
- Chi phí logistics được tối ưu khi hoạt động mua hàng được tập trung thay vì từng công ty thành viên tự mua riêng lẻ, từ đó giảm chi phí vận chuyển trên mỗi lô hàng.

- Trong bối cảnh chuỗi cung ứng toàn cầu biến động và rủi ro thiếu hụt nguyên vật liệu, việc ký hợp đồng dài hạn với các nhà cung cấp lớn và quản lý nguồn cung thông qua hệ thống phần mềm giúp doanh nghiệp đảm bảo nguồn nguyên vật liệu ổn định, hạn chế rủi ro gián đoạn sản xuất.
- Cuối cùng, mô hình mua sắm tập trung cũng giúp tăng tính minh bạch trong hoạt động mua hàng khi giá mua và nhà cung cấp được quản lý tập trung tại công ty mẹ.

Nhìn chung, cơ chế mua sắm tập trung giúp doanh nghiệp tối ưu chi phí đầu vào, đảm bảo nguồn cung nguyên vật liệu và cải thiện hiệu quả hoạt động của toàn hệ thống.

TÓM TẮT KQKD Q1/2026: LỢI NHUẬN KINH DOANH CỐT LÕI DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

Hình 7: KQKD Q1/2026

Tỷ đồng	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	% svck	% sv quý trước
Doanh thu	5,281	6,510	6,444	7,228	7,097	34.4%	-1.8%
LN gộp	832	1,035	1,069	1,174	1,016	22.0%	-13.5%
CPBH&QLDN	(113)	(161)	(169)	(230)	(143)	26.2%	-38.0%
Thu nhập tài chính ròng	(46)	(81)	1,458	(156)	(51)	10.5%	-67.4%
LN từ cty LDLK	29	61	(21)	80	41	43.0%	-49.1%
Thu nhập khác ròng	(2)	(2)	(1)	5	1	n/a	-79.0%
LNTT	608	722	2,202	730	755	24.2%	3.4%
LNST	487	566	1,792	572	606	24.3%	5.9%
LNST Công ty mẹ	452	528	1,744	533	579	28.2%	8.6%
Biên LN gộp	15.8%	15.9%	16.6%	16.2%	14.3%	-1.5 đ %	-1.9 đ %
Biên LN ròng	8.6%	8.1%	27.1%	7.4%	8.2%	-0.4 đ %	0.8 đ %

Nguồn: GEE, VPBankS Research

Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng ổn định, biên LN gộp giảm do chi phí đầu vào biến động mạnh

Doanh thu Q1/26 đạt 7,097 tỷ đồng (+34.4% svck, -1.8% sv quý trước), tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tích cực trong thời gian qua. Lợi nhuận gộp đạt 1,016 tỷ đồng (+22.0% svck, -13.5% sv quý trước), trong khi biên LN gộp giảm xuống 14.3% (-1.5 đ % svck, -1.9 đ % sv quý trước).

Chúng tôi cho rằng biên LN gộp thu hẹp chủ yếu do chi phí nguyên vật liệu đầu vào biến động mạnh trong thời gian qua. Giá các nguyên vật liệu chính như đồng, nhôm và PVC tăng đáng kể trong Q1/26 do gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu sau khi xung đột địa chính trị tại Trung Đông leo thang. Trong ngắn hạn, chúng tôi dự phóng biên LN gộp của GEE sẽ tiếp tục chịu áp lực thu hẹp svck, phụ thuộc vào diễn biến xung đột và mức độ ổn định của chuỗi cung ứng tại khu vực này.

Tối ưu chi phí vận hành sau giai đoạn chuyển đổi số và tái cơ cấu giúp gia tăng lợi nhuận

CPBH&QLDN tăng 26% svck (-38% sv quý trước), tuy nhiên tỷ lệ chi phí trên doanh thu giảm còn 2.0% (-0.1% điểm svck, -1.2% điểm sv quý trước) phản ánh việc tối ưu chi phí ứng dụng công nghệ trong quản trị, vận hành và sản xuất giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty.

Tổng kết, LNST công ty mẹ của GEE tăng 28% svck (+8.6% sv quý trước) đạt 578 tỷ đồng trong Q1/26. Biên LN ròng giảm 0.4 điểm % svck (+0.8 điểm % sv quý trước) đạt 8.2%.

TRIỂN VỌNG 2026-27: TỪ TÁI CẤU TRÚC ĐẾN TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG TRONG CHU KỲ MỚI

Hình 8: Tóm tắt dự phóng 2026-27

Tỷ đồng	2024	% svck	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck	CAGR 2024-27
Doanh thu	21,351	27.4%	25,660	20.2%	32,981	28.5%	42,876	30.0%	26%
LN gộp	3,064	51.2%	4,111	34.2%	5,382	30.9%	7,080	31.5%	32%
Chi phí BH&QLDN	867	16.0%	1,174	35.4%	1,509	28.5%	1,962	30.0%	31%
LN từ cty LDLK	25	2105.9%	150	505.2%	153	2.0%	156	2.0%	85%
Thu nhập tài chính ròng	(65)	-80.3%	1,176	n/a	(318)	n/a	(310)	n/a	n/a
Thu nhập khác ròng	(4)	n/a	(0)	n/a	5	n/a	5	0.0%	n/a
LN từ HĐKD	1,868	181.1%	2,790	49.3%	3,708	32.9%	4,964	33.9%	39%
LNTT	2,153	122.6%	4,262	98.0%	3,713	-12.9%	4,969	33.8%	32%
LNST	1,715	116.3%	3,417	99.3%	2,970	-13.1%	3,975	33.8%	32%
LNST công ty mẹ	1,588	113.1%	3,257	105.1%	2,832	-13.1%	3,789	33.8%	34%
Biên LN gộp	14.5%	2.4 đ %	16.1%	1.6 đ %	16.4%	0.3 đ %	16.6%	0.2 đ %	
Biên LN ròng	7.5%	3.1 đ %	12.8%	5.3 đ %	8.7%	-4.1 đ %	8.9%	0.3 đ %	
ROE	24.6%	12.1 đ %	42.4%	17.8 đ %	32.9%	-9.6 đ %	36.2%	3.4 đ %	
ROA	11.9%	7.1 đ %	22.3%	10.3 đ %	16.1%	-6.2 đ %	17.4%	1.3 đ %	

Nguồn: GEE, VPBankS Research

Dự phóng KQKD của GEE trong năm 2026-27

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi của GEE sẽ tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn 2026-2027 nhờ:

- (1) Nhu cầu thiết bị điện tăng khi đầu tư hạ tầng điện và năng lượng tái tạo được đẩy mạnh theo Quy hoạch điện VIII,
- (2) Thị trường bất động sản phục hồi thúc đẩy nhu cầu dây cáp điện và thiết bị điện dân dụng và
- (3) Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao nhờ tối ưu được chi phí sau giai đoạn tái cấu trúc và lợi thế đầu ngành.

Trong năm 2026, LNST công ty mẹ giảm 27% svck do cùng kỳ công ty ghi nhận lợi nhuận tài chính đột biến từ việc thoái vốn khỏi Hạ tầng GELEX. Sang năm 2027, LNST công ty mẹ dự phóng tăng trưởng 34% svck.

Động lực tăng trưởng doanh thu trong trung hạn đến từ nhu cầu nội địa

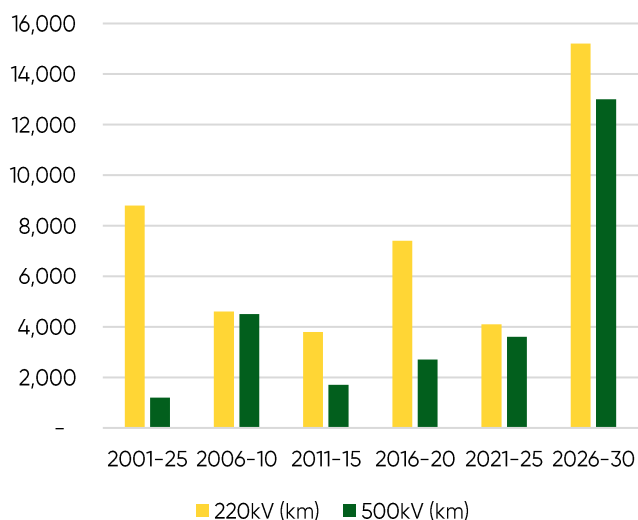
Quy hoạch điện VIII thúc đẩy nhu cầu đầu tư điện truyền tải

Theo Quy hoạch điện VIII điều chỉnh, năng lượng tái tạo sẽ tiếp tục là trọng tâm phát triển của ngành điện Việt Nam, với tổng công suất điện gió và điện mặt trời dự kiến đạt khoảng 72,5 GW vào năm 2030, tương đương 39% tổng công suất toàn hệ thống, tăng đáng kể so với mức khoảng 26% năm 2025. Giai đoạn 2026–2030 ghi nhận mức tăng mạnh về kế hoạch phát triển đường dây truyền tải so với giai đoạn 2021–2025. Cụ thể, tổng chiều dài đường dây 220kV dự kiến tăng từ khoảng 4.1 nghìn km lên 15.3 nghìn km, tương đương mức tăng khoảng 270% so với giai đoạn trước. Trong khi đó, đường dây 500kV tăng từ khoảng 3.6 nghìn km lên 13 nghìn km, tương đương mức tăng khoảng 260%. Đây là mức tăng trưởng rất cao so với các giai đoạn quy hoạch trước, cho thấy giai đoạn 2026–2030 sẽ là cao điểm đầu tư lưới điện truyền tải, nhằm giải tỏa công suất cho các dự án năng lượng tái tạo và tăng cường truyền tải điện liên vùng. Xu hướng này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với dây dẫn điện, trạm biến áp và các thiết bị điện truyền tải trong giai đoạn tới.

Khả năng tài chính cải thiện có thể giúp EVN tăng tốc đầu tư

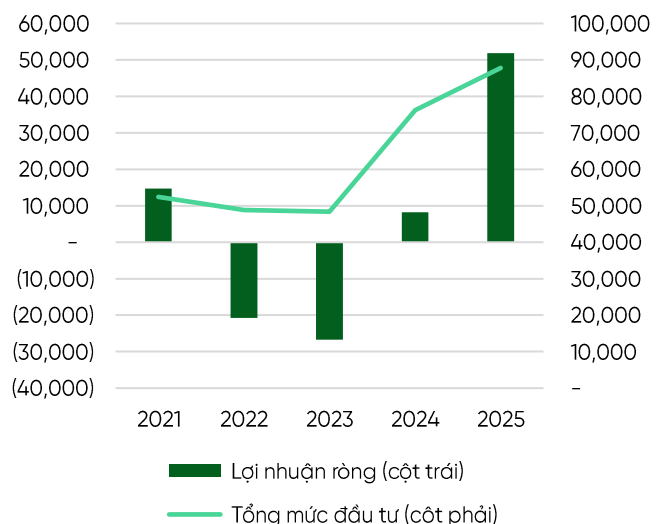
Với vai trò là đơn vị độc quyền vận hành hệ thống truyền tải và phân phối điện quốc gia, EVN giữ vị trí trung tâm trong việc đầu tư, phát triển hạ tầng lưới điện nhằm kết nối nguồn phát với các khu vực phụ tải. Chúng tôi đánh giá triển vọng đầu tư hạ tầng truyền tải và phân phối điện trong những năm tới sẽ tích cực hơn đáng kể. Thứ nhất, kết quả kinh doanh của EVN đã cải thiện rõ rệt khi doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận ròng tăng mạnh trong năm 2025 sau giai đoạn thua lỗ, qua đó củng cố năng lực tài chính và tạo dư địa mở rộng đầu tư. Đồng thời, dòng tiền dành cho hoạt động đầu tư (CAPEX) cũng có xu hướng gia tăng, phản ánh quyết tâm đẩy nhanh tiến độ các dự án lưới điện trọng điểm. Thứ hai, việc ban hành Nghị quyết 253/2025/QH15 với nhiều cơ chế ưu tiên cho phát triển hạ tầng năng lượng được kỳ vọng sẽ tháo gỡ các nút thắt về thủ tục đầu tư, rút ngắn thời gian triển khai và đẩy nhanh quá trình đưa các dự án truyền tải vào vận hành. Những yếu tố này sẽ góp phần thu hẹp khoảng cách giữa tốc độ phát triển nguồn điện và hạ tầng lưới điện, đồng thời tạo điều kiện thuận lợi cho việc giải tỏa công suất của các nguồn điện mới trong giai đoạn tới.

Hình 9: Tổng chiều dài đường dây ước tính trong các quy hoạch điện



Nguồn: VPBankS Research

Hình 10: Tương quan giữa lợi nhuận của EVN và dòng tiền đầu tư (tỷ đồng)

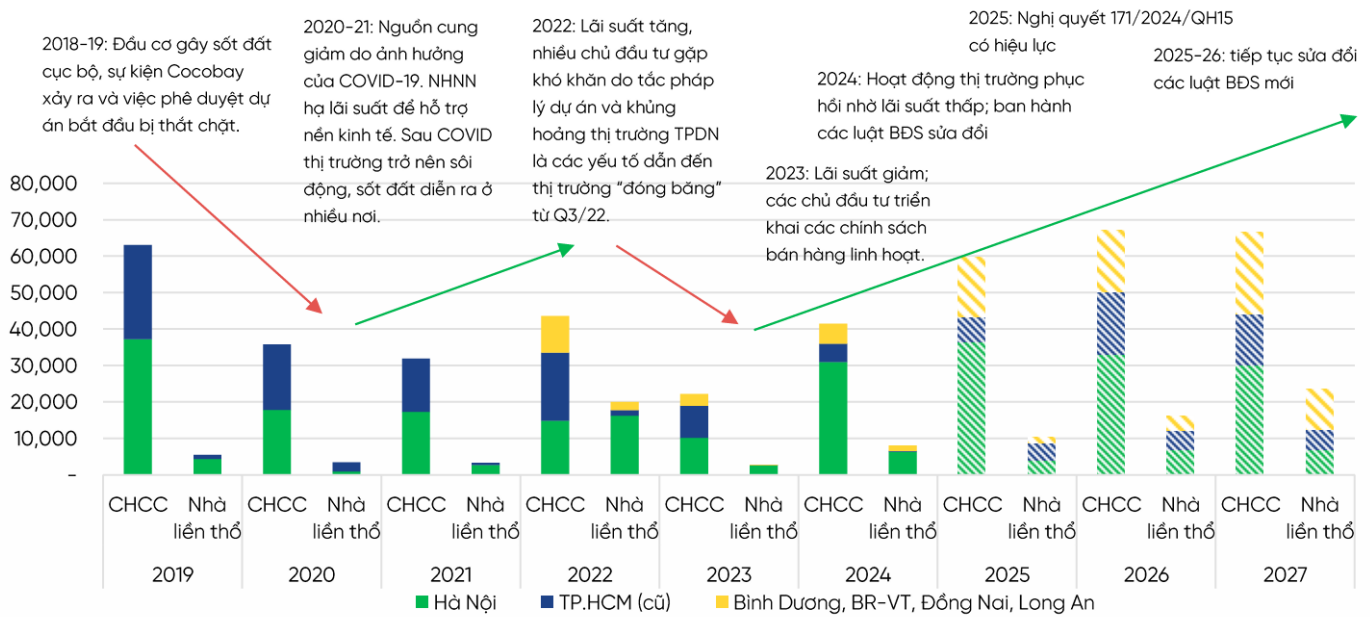


Nguồn: EVN, VPBankS Research

Nguồn cung BĐS dự kiến sẽ mở rộng tại cả hai thị trường trọng điểm

Theo CBRE, thị trường nhà ở năm 2026 sẽ tiếp tục sôi động với nguồn cung mới dồi dào tại cả Hà Nội và TP.HCM. Tại Hà Nội, nguồn cung dự kiến đạt khoảng 33.000 căn hộ và 6.600 căn nhà liền thổ, trong đó nhu cầu được kỳ vọng tập trung nhiều hơn tại các khu vực vùng ven như Đông Anh và Mê Linh nhờ hạ tầng giao thông cải thiện và các dự án cầu mới kết nối với trung tâm thành phố. Trong khi đó, TP.HCM dự kiến đón gần 34.000 căn hộ mới sau sáp nhập, với động lực chính đến từ Bình Dương cùng các khu vực phía Đông thành phố. Bên cạnh đó, Đồng Nai và Long An cũng nổi lên là các điểm đến phát triển mới nhờ lợi thế hạ tầng, logistics và nhu cầu nhà ở từ các khu công nghiệp. Nhìn chung, tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng duy trì tích cực tại các khu vực có giá bán hợp lý và kết nối giao thông thuận lợi.

Hình 11: Nguồn cung nhà được dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi trong các năm tới (đơn vị: căn)



Nguồn: CBRE, VPBankS Research

Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao

Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao nhờ tối ưu chi phí và vị thế dẫn đầu

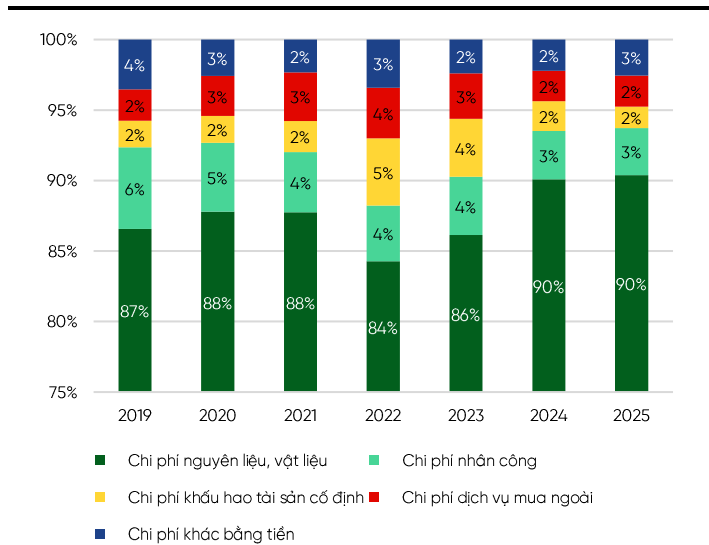
Sau giai đoạn tái cấu trúc hoạt động kéo dài khoảng 5 năm, GEE đã thiết lập một bảng biên lợi nhuận gộp cao hơn nhờ đẩy mạnh chuyển đổi số, tối ưu hóa quy trình sản xuất và nâng cao hiệu quả quản trị vận hành. Những cải thiện này giúp tỷ trọng chi phí nhân công trong giá vốn hàng bán giảm dần, tạo nền tảng cho khả năng sinh lời bền vững.

Bên cạnh đó, với vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực thiết bị điện và dây cáp điện, doanh nghiệp có khả năng duy trì biên lợi nhuận gộp tương đối ổn định ngay cả khi giá nguyên vật liệu đầu vào biến động mạnh. Lợi thế thương hiệu, quy mô thị phần lớn cùng mạng lưới khách hàng rộng giúp doanh nghiệp có thể chuyển một phần biến động chi phí nguyên vật liệu sang giá bán với độ trễ nhất định. Ngược lại, trong các giai đoạn giá đồng suy giảm, biên lợi nhuận gộp có xu hướng được cải thiện nhờ giá bán điều chỉnh chậm hơn so với tốc độ giảm của chi phí đầu vào.

Trên cơ sở giả định giá đồng bình quân đạt 11,942 USD/tấn trong năm 2026 (+20.0% YoY) và 11,340 USD/tấn trong năm 2027 (-5.0% YoY), đồng thời duy trì các cải thiện về hiệu quả

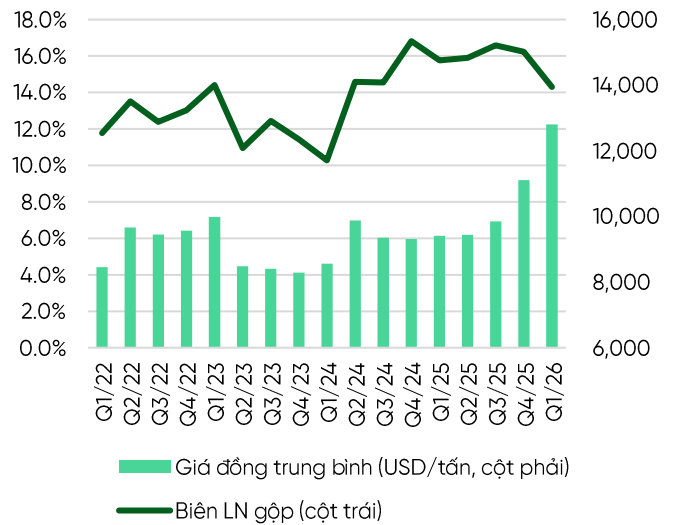
sản xuất và quản trị chi phí, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của GEE đạt 16.4% trong năm 2026 và tăng lên 16.6% trong năm 2027.

Hình 12: Thành phần chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố



Nguồn: GEE, VPBankS Research

Hình 13: Tương quan giữa giá đồng và biên LN gộp của mảng thiết bị điện



Nguồn: Bloomberg, GEE, VPBankS Research

Mở rộng mảng xuất khẩu và nghiên cứu các sản phẩm mới là bước đi nhằm tăng trưởng trong dài hạn

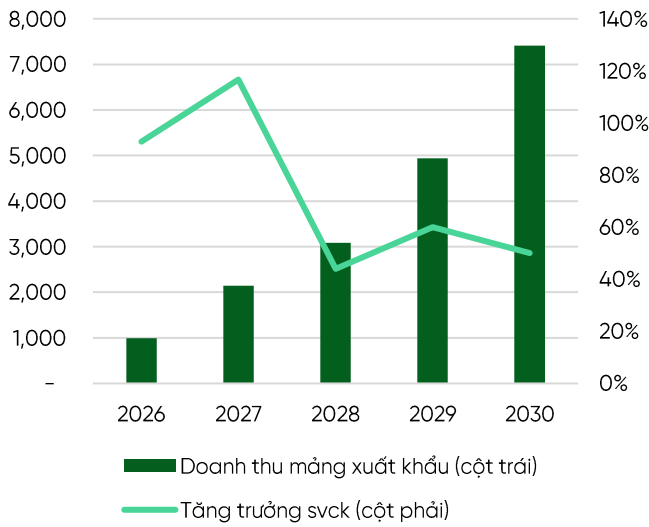
Thị trường xuất khẩu: Dư địa tăng trưởng còn lớn

Bên cạnh việc duy trì vị thế dẫn đầu tại thị trường nội địa, GEE đang từng bước đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu nhằm mở rộng không gian tăng trưởng và giảm sự phụ thuộc vào chu kỳ đầu tư trong nước. Thông qua các công ty thành viên như CADIVI, THIBIDI và EMIC, doanh nghiệp đã hiện diện tại nhiều thị trường thuộc Đông Nam Á, Trung Đông, châu Mỹ và châu Âu với các nhóm sản phẩm chủ lực gồm dây cáp điện, máy biến áp và thiết bị đo điện. Đây đều là những sản phẩm đáp ứng các tiêu chuẩn kỹ thuật quốc tế, tạo nền tảng để GEE tiếp tục mở rộng thị phần tại các thị trường có yêu cầu cao về chất lượng.

Theo định hướng của Ban lãnh đạo, xuất khẩu sẽ là một trong những động lực tăng trưởng trọng tâm trong giai đoạn tới, với mục tiêu nâng tỷ trọng doanh thu xuất khẩu lên khoảng 10% doanh thu mảng thiết bị điện vào năm 2030. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này có tính khả thi nhờ sự cộng hưởng của cả yếu tố nội tại và xu hướng thị trường. Về phía doanh nghiệp, GEE sở hữu năng lực sản xuất quy mô lớn, danh mục sản phẩm đa dạng, hệ thống quản lý chất lượng đạt tiêu chuẩn quốc tế cùng lợi thế cạnh tranh về chi phí nhờ nền tảng sản xuất tại Việt Nam. Trong khi đó, nhu cầu toàn cầu đối với các sản phẩm thiết bị điện tiếp tục được thúc đẩy bởi quá trình hiện đại hóa lưới điện, mở rộng hạ tầng truyền tải và phân phối điện, phát triển năng lượng tái tạo cũng như sự gia tăng đầu tư vào các trung tâm dữ liệu.

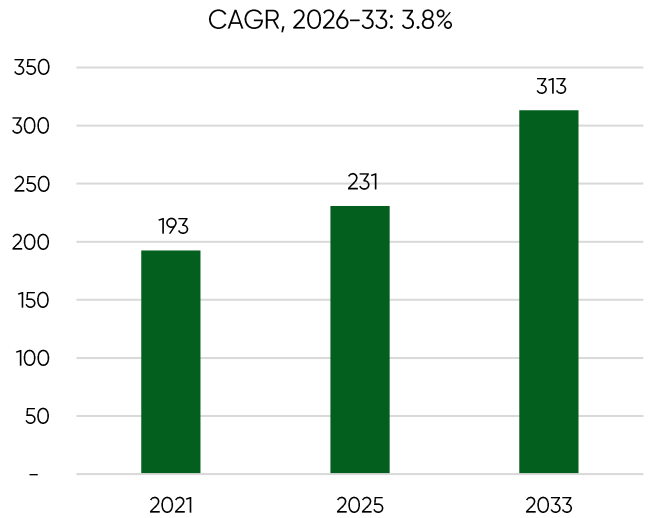
Theo Grand View Research, quy mô thị trường dây và cáp điện toàn cầu đạt khoảng 231 tỷ USD trong năm 2025 và được dự báo tăng lên hơn 313 tỷ USD vào năm 2033, phản ánh dư địa tăng trưởng còn lớn của ngành trong dài hạn. Với CADIVI là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường dây cáp điện Việt Nam, GEE đang sở hữu nền tảng thuận lợi để từng bước mở rộng hiện diện tại các thị trường quốc tế có tốc độ đầu tư hạ tầng điện cao.

Hình 14: Dự phóng doanh thu từ mảng xuất khẩu (tỷ đồng) của GEE trong giai đoạn 2026–30



Nguồn: GEE, VPBankS Research

Hình 15: Dự phóng tăng trưởng quy mô (tỷ USD) thị trường dây và cáp điện toàn cầu theo Grand View Research



Nguồn: GEE, VPBankS Research

Các sản phẩm mới – động lực tăng trưởng dài hạn từ chiến lược R&D

Năm 2025 đánh dấu bước ngoặt chiến lược của GELEX Electric với việc đưa vào vận hành Trung tâm Nghiên cứu & Phát triển (R&D). Trung tâm được định vị là hạt nhân công nghệ của toàn hệ sinh thái, đóng vai trò định hướng công nghệ, phát triển sản phẩm mới và chuẩn hóa hoạt động nghiên cứu tại các công ty thành viên. Theo ban lãnh đạo, R&D sẽ là nền tảng quan trọng giúp doanh nghiệp nâng cao hàm lượng công nghệ trong sản phẩm, từng bước chuyển dịch từ các dòng thiết bị điện truyền thống sang các giải pháp điện thông minh, tiết kiệm năng lượng và đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế.

Đáng chú ý, GEE đang dành ngân sách R&D lên tới khoảng 2% doanh thu hằng năm, đồng thời xây dựng mạng lưới hợp tác với các đối tác công nghệ, viện nghiên cứu và trường đại học trong và ngoài nước nhằm rút ngắn chu kỳ phát triển sản phẩm và đẩy nhanh quá trình thương mại hóa. Trong giai đoạn 2026–30, doanh nghiệp định hướng phát triển các nhóm sản phẩm mới như thiết bị điện thông minh, giải pháp hạ tầng trung tâm dữ liệu (Data Center), thiết bị đóng cắt và bảo vệ, sản phẩm phục vụ lưới điện thông minh và hạ tầng sạc xe điện với mục tiêu đóng góp khoảng 12–15% tổng doanh thu vào năm 2030. Chúng tôi cho rằng chiến lược đầu tư mạnh vào R&D sẽ giúp GEE mở rộng dư địa tăng trưởng ngoài các sản phẩm truyền thống, cải thiện biên lợi nhuận và nâng cao năng lực cạnh tranh trong dài hạn, đặc biệt khi nhu cầu về các thiết bị điện công nghệ cao và tiết kiệm năng lượng ngày càng gia tăng.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 121,400 đ/cp cho GEE

Giá mục tiêu cho GEE của chúng tôi tới từ sự kết hợp bằng nhau của hai phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (FCFF) và định giá tương đối (P/E). Với hoạt động kinh doanh cốt lõi, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF cùng giả định WACC là 11.1%.

Đối với phương pháp định giá DCF, chúng tôi đưa ra những giả định bổ sung sau:

Hình 16: Chi phí vốn

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.3
Phần bù rủi ro thị trường	8.4%
Chi phí VCSH	14.7%

Nguồn: Bloomberg, GEE., VPBankS Research

Hình 17: Giả định WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

D/E (2025)	39.6%
Chi phí nợ	7.0%
Chi phí thuế	20.0%
WACC	11.1%
Tăng trưởng dài hạn	2.5%

Nguồn: GEE, VPBankS Research

Hình 18: Định giá DCF – tóm tắt dự phóng dòng tiền cho HĐKD cốt lõi

Tỷ đồng	2026	2027	2028	... 2035
EBIT	4,341	5,682	6,841	20,894
Chi phí thuế	(868)	(1,136)	(1,368)	(4,179)
Cộng: chi phí Khấu hao	355	378	403	611
Trừ: Capex	243	256	268	378
Cộng: Thay đổi vốn lưu động	(1,859)	(2,937)	(2,031)	(5,076)
Dòng tiền tự do (UFCF)	1,725	1,732	3,576	11,873
Giá trị hiện tại của FCFF	1,553	1,404	2,609	4,149
Giá trị năm cuối	141,745			
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	29,808			
Giá trị hiện tại của năm cuối	49,538			
Giá trị doanh nghiệp	79,346			
Cộng: Tiền và khoản đầu tư ngắn hạn	1,942			
Trừ: Nợ ròng	(5,515)			
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	(371)			
Giá trị VCSH	75,403			
Số lượng cp lưu hành (triệu cp)	640			
Giá cổ phiếu (đ/cp)	117,724			

Nguồn: GEE, VPBankS Research

Hình 19: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu dựa trên tỷ lệ tăng trưởng dài hạn và chi phí vốn

		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
Chi phí vốn	15.7%	99,961	103,432	107,281	111,573	116,389
	15.2%	104,321	108,105	112,314	117,024	122,333
	14.7%	108,980	113,112	117,724	122,908	128,775
	14.2%	113,966	118,488	123,556	129,274	135,779
	13.7%	119,313	124,273	129,855	136,183	143,418

Nguồn: VGR, VPBankS Research

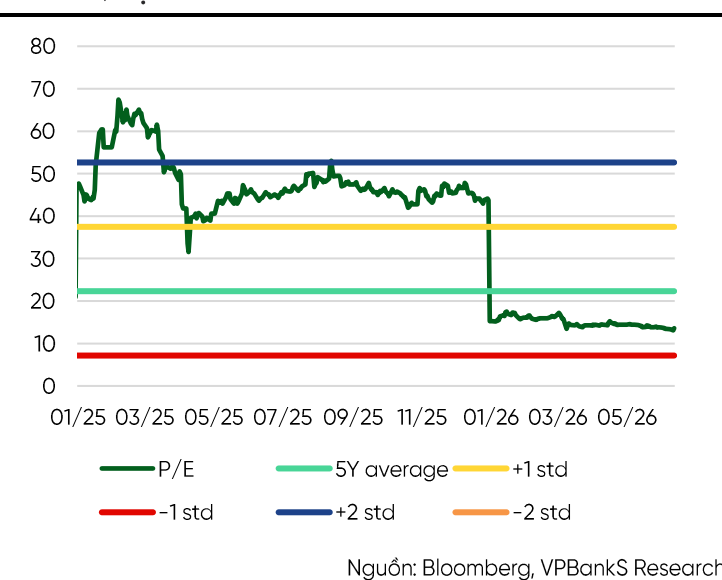
Với phương pháp định giá P/E, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu cho GEE là 28.3, tương đương với mức trung vị ngành 2026 (hình 23).

Hình 20: Tổng hợp định giá SoTP

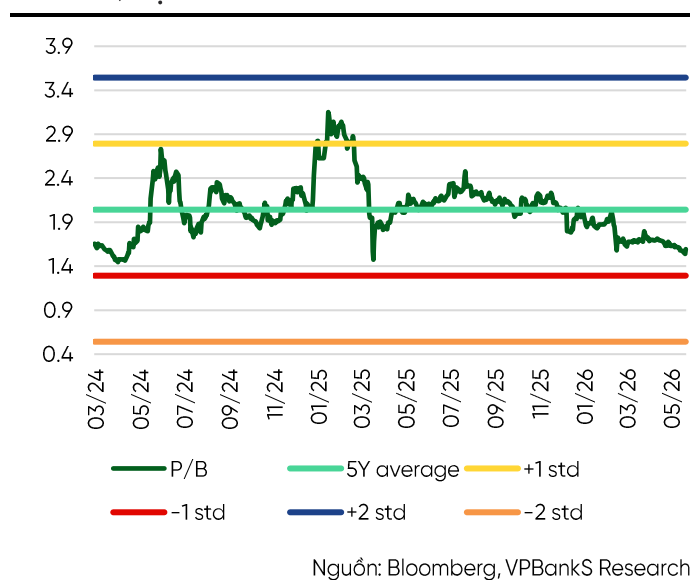
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu theo phương pháp	Đóng góp cho TP của GEE
FCFF	50%	117,724	58,862
P/E (28.3x)	50%	125,111	62,556
Tổng hợp định giá (đ/cp)			121,418
Tổng hợp định giá (đ/cp, làm tròn)			121,400

Nguồn: VPBankS Research

Hình 21: P/E lịch sử của GEE



Hình 22: P/B lịch sử của GEE



Hình 23: Bảng so sánh GEE với các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 25/06/2026)

Công ty	Mã BB	Vốn hóa (trUSD)	Tỷ lệ D/E	P/E (x)		P/B (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	EV/EBITDA (x)		ROA (%)		ROE (%)	
				Trượt	2026	Hiện tại	2026		Hiện tại	2026	Trượt	2026	Trượt	2026
Gelex Electric Equipment JSC	GEE VN	2,262	68.7	18.3	n/a	7.4	n/a	77.5	19.3	n/a	14.7	n/a	29.9	n/a
Ta Ya Electric Wire & Cable	1609 TT	948	229.3	16.0	10.3	1.7	n/a	69.8	14.1	n/a	3.1	n/a	11.3	n/a
KEI Industries Ltd	KEII IN	5,647	3.8	58.1	48.6	8.0	6.9	22.4	42.4	27.8	11.3	18.1	14.8	15.2
Shanghai Electric Group Co Ltd	601727 CH	15,051	128.8	87.9	82.1	2.1	2.1	n/a	n/a	12.7	0.5	n/a	2.7	2.5
Finolex Cables Ltd	FNXC IN	1,865	0.3	24.7	22.0	2.9	2.6	14.0	25.2	17.4	9.3	n/a	10.7	13.8
I-Sheng Electric Wire & Cable Co Ltd	6115 TT	289	31.1	17.1	n/a	1.6	n/a	-8.6	8.7	n/a	6.3	n/a	9.7	n/a
PIE Industrial BHD	PIE MK	146	7.7	949.5	29.3	1.0	0.9	-28.0	28.2	9.7	-0.1	1.8	-0.1	2.9
Transformers & Rectifiers India Ltd	TARIL IN	1,150	30.1	41.1	34.3	7.2	5.9	120.8	28.9	17.1	10.9	21.5	19.1	17.4
Voltamp Transformers Ltd	VAMP IN	1,101	0.0	34.1	n/a	5.8	n/a	17.3	31.3	n/a	15.1	n/a	17.0	n/a
Gunkul Engineering PCL	GUNKUL TB	1,032	96.3	18.5	19.2	2.4	2.3	25.1	15.3	13.5	5.6	4.7	12.7	12.8
Crompton Greaves Consumer Electricals Ltd	CROMPTON IN	1,867	6.7	n/a	28.3	6.0	4.9	19.5	11.4	14.9	12.3	9.9	24.1	18.9
Hunan Valin Wire & Cable Co Ltd	001208 CH	1,452	80.7	81.0	n/a	3.3	n/a	6.4	n/a	n/a	1.9	n/a	4.7	n/a
Harbin Electric Co Ltd	1133 HK	4,716	39.8	12.0	9.1	1.8	1.6	427.6	5.4	3.7	4.0	4.2	18.1	17.8
China XD Electric Co Ltd	601179 CH	11,557	20.4	59.2	48.8	3.4	3.2	53.6	n/a	23.2	3.1	3.4	6.4	6.5
Xuji Electric Co Ltd	000400 CH	3,443	10.5	21.8	16.2	1.9	1.7	14.6	n/a	8.3	4.3	5.9	9.1	10.8
Trung bình		3,502	50.3	102.8	31.7	3.8	3.2	59.4	20.9	14.8	6.8	8.7	12.7	11.8
Trung vị		1,865	30.1	29.4	28.3	2.9	2.4	20.9	19.3	14.2	5.6	5.3	11.3	13.3

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Phụ lục 1: Báo cáo tài chính

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2025	2026	2027
TÀI SẢN NGẮN HẠN	12,223	14,458	19,859
Tiền& tương đương tiền	1,213	1,125	1,285
Đầu tư ngắn hạn	729	534	1,958
Phải thu ngắn hạn	1,366	1,649	2,144
Hàng tồn kho rỗng	5,605	7,110	9,222
Tài sản ngắn hạn khác	3,309	4,040	5,250
TÀI SẢN DÀI HẠN	4,123	4,441	4,837
Tài sản cố định	1,459	1,348	1,225
Đầu tư vào công ty ldlk	1,693	1,846	2,002
Tài sản vô hình	68	88	105
Tài sản dài hạn khác	898	1,155	1,501
TỔNG TÀI SẢN	16,346	18,899	24,696
NỢ PHẢI TRẢ	7,949	10,070	12,611
Nợ ngắn hạn	6,772	8,762	11,292
Vay nợ ngắn hạn	4,467	5,797	7,447
Phải trả ngắn hạn khác	1,699	2,188	2,837
Nợ dài hạn	1,177	1,308	1,320
Vay nợ dài hạn	1,048	1,143	1,106
Phải trả dài hạn khác	129	165	214
VỐN CHỦ SỞ HỮU	8,397	8,829	12,085
Cổ phiếu phổ thông	3,660	6,405	6,405
Thặng dư vốn cổ phần	225	225	225
LNST chưa phân phối	3,669	1,169	4,242
Các quỹ	0	0	1
Khác	472	520	517
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	371	510	695
TỔNG NGUỒN VỐN	16,346	18,899	24,696

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2025	2026	2027
CFO	(472)	1,003	857
CFI	631	67	1,148
CFF	359	(1,161)	(1,849)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	518	(91)	156

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	2025	2026	2027
Doanh thu	25,660	32,981	42,876
Giá vốn hàng bán	21,352	27,347	35,468
Lợi nhuận gộp	4,111	5,382	7,080
Chi phí BH&QLDN	1,174	1,509	1,962
Lợi nhuận HĐKD	2,937	3,873	5,118
Doanh thu tài chính	1,715	311	404
Chi phí tài chính	(538)	(628)	(713)
Lợi nhuận khác	(0)	5	5
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	150	153	156
Lợi nhuận trước thuế	4,262	3,713	4,969
Chi phí thuế	(845)	(743)	(994)
Lợi nhuận sau thuế	3,417	2,970	3,975
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(160)	(139)	(186)
Lợi nhuận ròng	3,257	2,832	3,789

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH	2025	2026	2027
Dupont			
Biên LN ròng	12.7%	8.6%	8.8%
Hệ số vòng quay TTS	175.5%	187.2%	196.7%
ROAA	22.3%	16.1%	17.4%
TTS/VCSH	190.5%	204.6%	208.4%
ROAE	42.4%	32.9%	36.2%
Chỉ số hiệu quả hoạt động			
Vòng quay khoản phải thu	18.9	16.7	16.1
Vòng quay hàng tồn kho	79.4	84.9	84.0
Vòng quay khoản phải trả	14.8	9.2	9.2
Tỷ lệ vòng quay TSCĐ	13.4	23.5	33.3
Chỉ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	1.8	1.7	1.8
Hệ số thanh toán nhanh	1.0	0.8	0.9
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.1

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

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

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

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

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

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn