

CTCP Điện lực Gelex (HSX: GEE)

Hưởng lợi toàn diện từ chu kỳ phát triển hạ tầng

- Nhà cung cấp thiết bị điện hàng đầu Việt Nam, ghi nhận tăng trưởng vượt bậc từ 2024, duy trì phong độ trong 6T26 với doanh thu tăng 46% svck.
- Tăng trưởng kép LN ròng 2026-27 ước đạt 25% svck (đã loại bỏ khoản LN bất thường). Chúng tôi kỳ vọng GEE sẽ hưởng lợi toàn diện từ chu kỳ phát triển hạ tầng quốc gia giai đoạn 2026-30.
- Khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu 82,200đ/cp.

KQKD 6T26: Duy trì đà tăng trưởng ấn tượng

Doanh nghiệp đầu ngành thiết bị điện Việt Nam, sở hữu hệ sinh thái bao phủ toàn diện các phân khúc chính với nhiều thương hiệu lâu đời. GEE ghi nhận sự bứt phá mạnh mẽ từ 2024 hỗ trợ bởi nhu cầu thiết bị điện tăng trưởng mạnh, kết hợp cùng việc tái cấu trúc tập đoàn giúp tối ưu các chi phí vận hành, sản xuất. Trong 6T26, doanh thu tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ 46% svck. Mặc dù biên LN gộp thu hẹp do áp lực giá đầu vào tăng, doanh nghiệp vẫn có nhiều biện pháp tối ưu chi phí bán hàng và QLDN giúp EBIT duy trì tăng 33% svck. Doanh thu tài chính tăng mạnh 163% svck hỗ trợ bởi các khoản đầu tư tiền gửi ngắn hạn và tăng cường cho vay trong tập đoàn. Trong khi chi phí tài chính tăng cao do các khoản vay vốn lưu động bổ sung. Theo đó, LN ròng 6T26 đạt 1,289 tỷ đồng, tăng 32% svck.

Triển vọng 2026-27: Hưởng lợi toàn diện từ chu kỳ phát triển hạ tầng quốc gia

Ước tính quy mô thị trường thiết bị điện tại Việt nam ước đạt ~5 tỷ USD trong 2025, và có thể duy trì mức tăng trưởng kép 10-12% trong giai đoạn 2026-30. Doanh nghiệp nhấn mạnh về một chu kỳ phát triển hạ tầng với nhiều “siêu dự án” trải dài từ hạ tầng giao thông – đô thị - năng lượng. Cụ thể, GEE xác định 2025-26 sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động R&D, phát triển các sản phẩm mới, đón đầu làn sóng các dự án có hàm lượng thiết bị điện cao như Hạ tầng giao thông sân bay, cảng biển, đường sắt; Nhà xưởng KCN; Data Center; Hệ thống điện. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng xây dựng tầm nhìn kiến tạo một hệ sinh thái công nghệ cao, quốc tế hóa các công ty con và bắt đầu đẩy mạnh tiến ra thị trường quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu có thể tăng trưởng kép 26%, trong khi LN tăng 27% svck trong 2026-27 (đã loại bỏ khoản LN bất thường). Chúng tôi tin rằng đây là giai đoạn GEE có khả năng chuyển hóa mạnh nhất chu kỳ đầu tư hạ tầng thành tăng trưởng doanh thu.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 82,200đ/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu 82,200đ/cp (tiềm năng tăng giá bao gồm cổ tức đạt 34%). Định giá dựa trên hai phương pháp DCF và P/E từng phần (SOTP) với tỷ trọng tương đương. Chúng tôi cho rằng GEE đang sở hữu một mô hình kinh doanh có tính hiệu quả cao, hưởng lợi lớn từ xu hướng phát triển quốc gia. Mức định giá P/E hiện tại đã chiết khấu về dưới trung bình 3 năm đạt 11.4x, cùng khả năng sinh lời ROE vượt trội so với các đối thủ.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	21,351	25,660	34,735	41,240
Lợi nhuận ròng	1,588	3,257	2,507	3,109
Tăng trưởng doanh thu thuần	27.4%	20.2%	35.4%	18.7%
Tăng trưởng LN ròng	113.1%	105.1%	-23.1%	24.0%
Biên LN gộp	14.4%	16.0%	13.9%	14.3%
Biên EBITDA	12.2%	12.8%	10.5%	10.7%
ROAE	28.4%	42.3%	29.0%	31.3%
ROAA	11.9%	22.3%	13.3%	13.9%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,480	5,086	3,913	4,854
BVPS (VND/cổ phiếu)	8,745	12,022	13,476	15,520

Nguồn: GEE, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND82,200

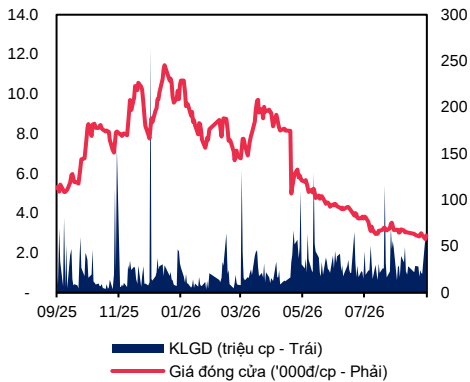
Tiềm năng tăng giá

34%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

na

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	62,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	137,440
Thấp nhất 52 tuần (VND)	57,700
Vốn hóa (tỷ VND)	39,519
P/E (TTM)	11.1
P/B	4.9
Thị suất cổ tức (%)	5.9%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	0.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Gelex	76%
Khác	24%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

CTCP Điện lực Gelex (HSX: GEE)

Luận điểm đầu tư và Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- GEE - doanh nghiệp dẫn đầu ngành thiết bị điện Việt Nam, sở hữu hệ sinh thái bao phủ gần như đầy đủ chuỗi giá trị từ dây cáp điện, dây đồng, máy biến áp, thiết bị đo đếm đến động cơ điện thông qua các thương hiệu lâu đời như CADIVI, THIBIDI, EMIC, CFT và MEEPOWER. Năng lực sản xuất vượt trội, mạng lưới phân phối rộng, và năng lực cung cấp đồng bộ nhiều chủng loại thiết bị cho các dự án quy mô lớn giúp GEE có lợi thế rõ rệt về thị phần, khả năng bán chéo và kiểm soát chi phí. Sau quá trình tái cấu trúc, chuyển đổi số và tối ưu sản xuất, GEE đã xây dựng được nền tảng vận hành hiệu quả hơn, tạo tiền đề duy trì mức sinh lời cao trong dài hạn.
- Hưởng lợi trọn vẹn từ chu kỳ đầu tư hạ tầng quốc gia, mở ra dư địa tăng trưởng cao trong 2026-30. Việt Nam đang bước vào chu kỳ đầu tư hạ tầng quy mô lớn ở các trụ cột năng lượng - giao thông/đô thị - hạ tầng số, kéo theo nhu cầu lớn đối với thiết bị điện. GEE có vị thế thuận lợi để trực tiếp tham gia các dự án lưới điện phân phối, sân bay, cảng biển, metro, đường sắt, KCN và data center nhờ danh mục sản phẩm rộng và kinh nghiệm tại các công trình yêu cầu tiêu chuẩn kỹ thuật cao. Theo dự phóng của chúng tôi, doanh thu có thể tăng trưởng kép 26%, trong khi LN tăng 27% svck trong 2026-27 (đã loại bỏ khoản LN bất thường). Chúng tôi tin rằng đây là giai đoạn GEE có khả năng chuyển hóa mạnh nhất chu kỳ đầu tư hạ tầng thành tăng trưởng doanh thu cốt lõi.
- Định giá trở nên hấp dẫn hơn khi tăng trưởng lợi nhuận quay lại. Sau nhịp điều chỉnh, P/E của GEE đã giảm về quanh 11.1x, thấp đáng kể so với vùng định giá cao trong 2025 và xuống dưới mức trung bình 3 năm. Trong khi đó, hiệu quả sử dụng vốn vẫn nổi bật với ROE 2026-27 dự phóng đạt 29%/31%, cao hơn đáng kể mặt bằng các doanh nghiệp thiết bị điện cùng ngành; điều này phản ánh chất lượng tài sản, vị thế thị trường và khả năng tạo lợi nhuận trên vốn của GEE. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng duy trì chính sách trả cổ tức tiền mặt ổn định, lớn hơn 20% (2,000đ/cp) từ 2022 đến nay.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 82,200đ/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu 82,200đ/cp (tiềm năng tăng giá bao gồm cổ tức đạt 34%). Chúng tôi cho rằng GEE đang sở hữu một mô hình kinh doanh có tính hiệu quả cao, hưởng lợi lớn từ xu hướng của quốc gia. Mức định giá P/E hiện tại đã chiết khấu về dưới trung bình 3 năm đạt 11.1x, cùng khả năng sinh lời ROE vượt trội so với các đối thủ. Tổng hợp lại, định giá dự trên hai phương pháp với tỷ trọng tương đương:

- Chiết khấu dòng tiền DCF 10-năm, phương pháp khá phù hợp với doanh nghiệp sản xuất như GEE, phản ánh năng lực tạo tiền dài hạn của doanh nghiệp.
- Định giá P/E từng phần (SOTP): Áp dụng cho nhóm công ty chủ chốt như CADIVI, THIBIDI, EMIC, và các tài sản khác, giúp thể hiện rõ đóng

góp của từng công ty thành viên, đặc biệt khi GEE vận hành theo mô hình tập đoàn (holding), không loại trừ khả năng doanh nghiệp sẽ tính đến phương án thoái vốn hoặc tái cấu trúc trong tương lai.

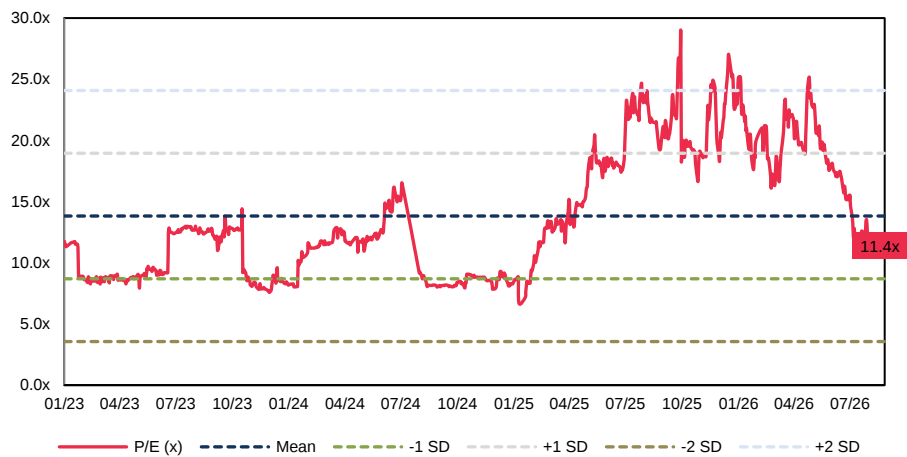
Tiềm năng đánh giá lại:

- Giá đồng giảm so với dự kiến, giúp cải thiện biên LN.
- Nhu cầu cho thiết bị điện cao hơn dự kiến, giúp tăng doanh thu.

Rủi ro giảm giá:

- Việc tiếp tục tăng cho vay các bên liên quan với lãi suất thấp có thể ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp.
- Giá đầu vào như đồng, nhôm tiếp tục tăng mạnh.

Hình 1: Hệ số P/E giai đoạn 2023-26



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 2: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F
EBITDA	3,642	4,406	5,117	5,872	6,632	7,547	8,138	8,789	9,478	10,222	11,015
(-) Chi phí khấu hao	(337)	(349)	(359)	(371)	(382)	(393)	(405)	(416)	(427)	(69)	(69)
EBIT	3,305	4,057	4,757	5,501	6,250	7,154	7,733	8,373	9,051	10,153	10,946
(-) Thuế	(678)	(851)	(989)	(1,141)	(1,313)	(1,513)	(1,657)	(1,824)	(2,003)	(2,269)	(2,480)
EBIAT	2,627	3,206	3,768	4,360	4,938	5,641	6,077	6,549	7,048	7,884	8,466
(+) Chi phí khấu hao	337	349	359	371	382	393	405	416	427	69	69
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(1,503)	(421)	(1,664)	(1,522)	(1,325)	(1,877)	(1,410)	(1,456)	(1,707)	(1,799)	(2,013)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(207)	(228)	(219)	(218)	(222)	(220)	(220)	(220)	(220)	(220)	(220)
FCFF	1,253	2,906	2,244	2,991	3,773	3,938	4,852	5,289	5,549	5,934	6,301
Giá trị dòng tiền năm cuối											55,617

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Định giá DCF – Các giả định WACC

Giả định	
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Beta bloomberg 2Y	1.4
Phần bù rủi ro (ERP)	8%
Chi phí vốn - ke	16%
Chi phí nợ - kd (sau thuế)	6.4%
Tỷ lệ nợ trên vốn	50%
WACC	11.3%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Định giá DCF – Giá trị doanh nghiệp

Định giá DCF	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	55,082
(-) Nợ	(8,015)
(+) Tiền mặt	6,622
Giá trị doanh nghiệp + Lợi ích thiểu số	53,689
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(472)
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	53,217
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	641
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)	83,087

Nguồn: MBS Research

Hình 5: Định giá SOTP

Đơn vị: tỷ đồng	Sở hữu	Phương pháp	Hệ số	LNST 2026-27	Giá trị hợp lý
Cadivi	97%	P/E	20	2,079	40,361
Thibidi	98%	P/E	19	223	4,146
EMIC	90%	P/E	19	264	4,522
Khác	87%	P/E	19	56	924
TBD	47%	Giá thị trường			1,487
(+) Khoản đầu tư khác					1,935
(+) tiền & tương đương tiền công ty mẹ					53
(-) nợ vay công ty mẹ					1,292
Giá trị VCSH					52,136
Số cp lưu hành (triệu cp)					641
Giá trị mỗi cổ phiếu (đ/cp)					81,399

Nguồn: MBS Research

Hình 6: Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá			
Phương pháp	Giá (đ/cp)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đ/cp)
DCF (10-năm)	83,087	50%	41,543
SOTP	81,400	50%	40,700
Trung bình giá (đ/cp)			82,243
Chiết khấu (%)			
Giá cổ phiếu (đ/cp)			82,243
Giá cp làm tròn (đ/cp)			82,200
Giá hiện tại (đ/cp)			63,900
(%) Tăng giá			33.6%

Nguồn: MBS Research

Hình 7: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên doanh nghiệp	Mã cp	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROA (%)		ROE (%)		D/E (%)
			TTM	2026	Hiện tại	2026	TTM	2026	TTM	2026	TTM	2026	
	Bloomberg	tr USD											Hiện tại
Ta Ya Electric Wire & Cable	1609 TT	940	13.9	na	1.6	na	12.7	na	3.3	na	12.2	na	192.2
KEI Industries	KEII IN	4,628	48.1	42.0	6.6	5.8	34.9	30.3	11.7	11.3	15.5	14.7	3.8
Finolex Cables	FNXC IN	2,252	25.6	19.1	3.0	2.3	22.2	15.6	11.2	11.6	12.3	12.8	0.4
I-Sheng Electric Wire & Cable	6115 TT	261	12.8	na	1.6	na	7.7	na	7.7	na	13.3	na	29.5
PIE Industrial	PIE MK	166	45.7	na	1.6	na	37.5	na	2.7	na	3.5	na	7.4
Transformers & Rectifiers India	TARIL IN	914	32.9	28.8	5.7	5.0	22.2	19.4	12.7	10.9	23.7	19.1	4.9
Voltamp Transformers	VAMP IN	1,160	36.2	28.7	6.1	4.9	30.8	24.4	19.7	16.1	22.1	18.0	0.0
Gunkul Engineering	GUNKUL TB	1,390	23.0	22.8	2.9	3.0	18.9	16.7	5.9	6.4	13.2	13.8	97.8
Crompton Greaves	CROMPTON IN	1,562	na	na	4.6	4.5	18.8	18.2	(4.2)	na	(7.1)	na	6.0
Hunan Valin Wire & Cable	001208 CH	1,367	82.8	na	3.1	na	93.4	na	1.7	na	4.7	na	88.5
GELEX Điện Lực	GEE VN	1,580	11.4	16.3	5.1	4.7	11.9	13.2	21.0	13.9	47.9	29.1	100.3
Trung bình			33.2	25.6	3.8	4.2	28.3	19.6	8.5	11.9	14.7	18.5	48.3
Trung vị			29.3	25.8	3.1	4.5	22.2	18.2	7.7	11.5	13.2	16.4	7.4

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

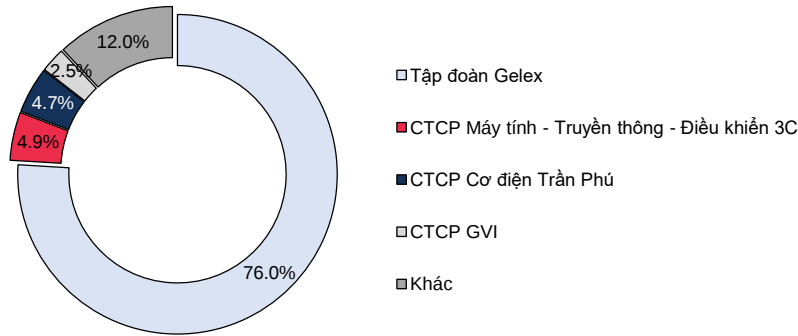
Tổng quan doanh nghiệp

Nằm trong hệ sinh thái tập đoàn Gelex với cơ cấu cổ đông cô đặc, có chuyên môn và kinh nghiệm lớn trong ngành thiết bị điện

CTCP Điện lực GELEX (GEE) là công ty con chủ lực của Tập đoàn GELEX trong lĩnh vực thiết bị điện, hoạt động theo mô hình tập đoàn, đầu tư và quản lý các doanh nghiệp sản xuất thiết bị điện và năng lượng.

Bên cạnh tập đoàn mẹ GELEX sở hữu số cổ phần chi phối (76%), các cổ đông còn lại đều là những doanh nghiệp có kinh nghiệm lâu năm trong cùng lĩnh vực, kỳ vọng sẽ đem lại nhiều đóng góp giá trị trong hoạt động hoạch định chiến lược của tập đoàn. Nhìn chung, có thể thấy rõ cơ cấu cổ đông khá cô đặc, tính ổn định cao và nhóm cổ đông chiến lược đều có thể tạo ra giá trị bổ sung.

Hình 8: Các cổ đông lớn có kinh nghiệm sâu rộng trong lĩnh vực thiết bị điện



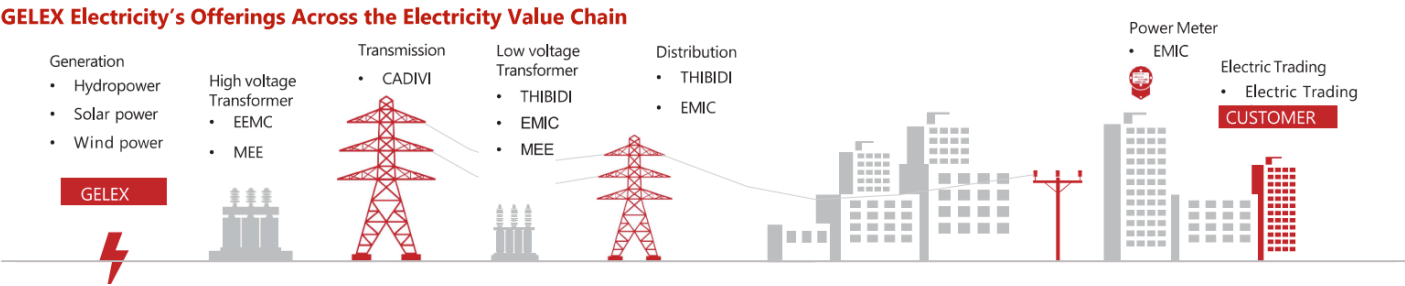
Nguồn: GEE, MBS Research

GEE sở hữu toàn diện chuỗi giá trị ngành thiết bị điện với vị thế đứng đầu

GEE sở hữu hệ sinh thái thiết bị điện bao phủ từ nguyên liệu đầu vào, dây cáp điện, máy biến áp, thiết bị đo đếm, động cơ điện đến phân phối điện. Các thương hiệu chủ lực đều có vị thế cao trên thị trường nội địa, tạo lợi thế rõ rệt về thương hiệu, quy mô và khả năng cung cấp đồng bộ cho các dự án lớn.

Trong chuỗi giá trị, **CFT** cung cấp dây đồng đầu vào; **CADIVI** dẫn đầu thị trường dây cáp điện với thị phần nhất cả nước; **THIBIDI** dẫn đầu phân khúc máy biến áp phân phối, trong khi **MEEPOWER** và **EEMC** giúp GEE mở rộng sang máy biến áp truyền tải và siêu cao áp. **EMIC** bổ sung thiết bị đo điện, **HEM** cung cấp động cơ điện và dịch vụ sửa chữa. Bên cạnh đó, GEE còn tham gia phát điện, phân phối điện và phát triển sản phẩm công nghệ cao thông qua Phát điện GELEX, GETC và GELEX Technology.

Hình 9: Năng lực sản xuất và phân phối toàn diện trong ngành thiết bị điện



Nguồn: GEX, MBS Research

Hình 10: Các thương hiệu lâu đời, đã chứng minh được vị thế và năng lực tại thị trường nội địa

Thương hiệu	Mô tả	Danh mục các sản phẩm nổi bật			
CADIVI	- Nhà sản xuất dây cáp điện số 1 Việt Nam 3 Nhà máy; công suất 2 triệu km/năm. - Hệ thống 400 đại lý phân phối khắp cả nước. - Thị phần toàn quốc ~31%; Miền Nam 80% và Miền Bắc ~20% (2025).				
		DÂY ĐIỆN DÂN DỤNG	DÂY VÀ CÁP ĐIỆN LỰC HẠ THẾ	CÁP ĐIỆN LỰC CHỐNG CHÁY HẠ THẾ, ÍT KHÓI, KHÔNG HALOGEN	CÁP ĐIỆN LỰC TRUNG THẾ



- Công ty máy biến áp lớn nhất Việt Nam: Máy biến áp phân phối (trung – hạ thế), cung cấp cho các dự án BDS, KCN, tòa nhà, lưới điện phân phối.
- 1 Nhà máy; Năng lực sản xuất 2.6tr kVA/năm.
- Thị phần toàn quốc 21% (2024).



MÁY BIẾN ÁP ĐẦU



MÁY BIẾN ÁP HỢP BỘ PAD-MOUNTED



MÁY BIẾN ÁP KHÔ



- Thiết bị đo điện: Công tơ điện, máy biến dòng, biến điện áp, thiết bị đo
- 1 nhà máy; công suất 2.5tr sản phẩm/năm



CÔNG TƠ ĐIỆN



MÁY BIẾN DÒNG ĐIỆN



MÁY BIẾN ĐIỆN ÁP



- Máy biến áp truyền tải
- 2025 thiết kế và lắp đặt thành công máy biến áp 220KV-250MVA, phân khúc thiết bị truyền tải điện áp cao.



- Máy biến áp truyền tải, siêu cao áp
- Nhà máy sản xuất máy biến áp siêu cao áp duy nhất tại Việt Nam.



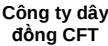
Máy biến áp 500kv



Máy biến áp 220kv



Máy biến áp 110kv



- Dây đồng kỹ thuật điện
- 1 nhà máy; Công suất 54 nghìn tấn/năm
- Là đầu vào chính của Cadivi



Đồng Rod (Copper Rod)



Dây đồng (Copper wire)



Dây đồng hàn

Nguồn: GEE, MBS Research

Năng lực cạnh tranh của ngành phụ thuộc nhiều vào hệ thống phân phối mạnh, phân khúc khách hàng thay vì có sự khác biệt đột phá về công nghệ

Chúng tôi tập trung phân tích năng lực cạnh tranh của ngành dây cáp điện (Cadivi), doanh nghiệp đại diện chính cho GEE. Trong đó, ngành có năng lực đặt giá của nhà cung cấp ở mức trung bình – thấp, nhiều đối thủ cạnh tranh, phản ánh qua mức biên LN gộp không cao. Hàm lượng công nghệ trong sản phẩm ở mức trung bình, sự chênh lệch về giá đến từ khác biệt NVL đầu vào ví dụ như sử dụng vật liệu cao cấp hơn, đầu tư thêm vào vật liệu chống cháy, lớp phủ, hoặc doanh nghiệp có thể mạnh ở một số dòng sản phẩm ngách phân khúc cao, độc quyền... Nhìn chung ở thị trường phổ thông, lợi thế của doanh nghiệp trong ngành thường đo đếm bởi: Hệ thống phân phối; Sự đa dạng mặt hàng; Năng lực cung cấp ở quy mô lớn; Uy tín, chất lượng thương hiệu.

Cadivi là thương hiệu với độ phủ đại lý phân phối rất rộng, danh mục mặt hàng đa dạng, tiêu chuẩn cao, khả năng đáp ứng cho các dự án lớn nhờ lợi thế về quy mô. Ngoài ra, một yếu tố quan trọng khác liên quan đến tệp khách hàng cao cấp/nhà thầu lớn, ưu tiên lựa chọn những nhà cung cấp uy tín, kinh nghiệm dày dặn trong ngành để tránh rủi ro phát sinh và tối ưu chi phí bảo trì.

Hiện tại Cadivi đang chiếm lĩnh gần như tối đa thị phần tại thị trường Miền Nam, tuy nhiên khi tiến ra Bắc, doanh nghiệp phải cạnh tranh với các doanh nghiệp lâu đời tại khu vực như Cơ điện Trần Phú, Cadisun, LS-Vina:

- Đối với LS-Vina (liên danh với Hàn Quốc) doanh nghiệp có thể mạnh vượt trội từ phân khúc các sản phẩm dây cáp cao thế, cáp ngầm, phục vụ cho các dự án truyền tải, điện lực, công nghiệp.
- Đối với Cadisun, Cơ điện Trần Phú, là các đối thủ trực tiếp trong phân khúc dân dụng, phổ thông từ hạ thế đến trung thế, có vị thế mạnh ở Miền Bắc và giá bán rẻ hơn đôi chút, bù lại, Cadivi bao phủ được đa dạng các dòng sản phẩm lớn, có lợi thế hơn về một số dòng sản phẩm đặc thù như cáp siêu nhiệt ACCC®, cáp trung thế TR-XLPE, cáp đường băng sân bay, các dòng sản phẩm LF (không chì, chứng nhận xanh...) đồng nghĩa với việc Cadivi dễ dàng tiếp cận được các công trình phân khúc cao cấp, thuộc những nhóm ít nhạy cảm hơn về giá.
- Ngoài ra cơ cấu ngành còn khá nhiều các công ty nhỏ + đối thủ từ nước ngoài như Trung Quốc tuy nhiên mức độ đe dọa chưa lớn do (1) Đặc thù của ngành là sản phẩm kim loại nặng, việc nhập ngoài sẽ tốn nhiều chi phí hơn thay vì sản xuất trong nước. Nếu nội địa hóa bằng đặt xây nhà máy tại Việt Nam thì cơ bản là cạnh tranh sòng phẳng, không đem lại lợi thế lớn; (2) Khi đi vào phân khúc hạ tầng, dự án lớn, Nghị định 344/2026/NĐ-CP quy định việc ưu tiên lựa chọn nhà cung cấp trong nước cho các dự án điện lực, do đó, các doanh nghiệp trong nước vẫn đang hưởng lợi trên khía cạnh chính sách. Trên thực tế, đã có một số doanh nghiệp Trung Quốc tham gia đấu thầu và đã thành công tại các dự án lớn 220/500kV như TBEA (Trung Quốc) tuy nhiên chủ yếu là cung cấp các thiết bị truyền tải, máy biến áp, các thiết bị cao áp công nghệ đặc thù, vốn là thị trường mà năng lực sản xuất của doanh nghiệp nội chưa quá cao.

Hình 11: Bảng so sánh một số yếu tố cạnh tranh giữa các đối thủ của Cadivi

	Vị thế CADIVI	CADIVI	Trần Phú	CADI-SUN	LS-VINA
Hệ thống phân phối	Rất mạnh	Mạng lưới 400+ đại lý cấp 1 và hệ thống cửa hàng cấp 2 rộng toàn quốc. Có số hóa kênh bán hàng/ hỗ trợ đại lý với phần mềm CRM/TMS, ứng dụng Cadivi Kết nối để theo dõi đơn hàng.	Mạng lưới lâu năm và nhận diện tốt tại miền Bắc.	Có chi nhánh và đại lý Bắc– Trung–Nam tuy nhiên số lượng ít hơn	Mô hình thiên về doanh nghiệp, điện lực và dự án hơn bán lẻ; mật độ đại lý không sâu bằng CADIVI.
Định vị giá	Yếu	Thuộc nhóm giá cao, thường cao hơn so với Cadisun và Trần Phú.	Dẫn đầu về giá thấp trong phân khúc lớn mã sản phẩm phổ thông; lợi thế tốt ở khách hàng nhạy cảm về giá.	Giá thường sát CADIVI nhưng thấp hơn nhẹ ở nhiều mã.	Giá cao tuy nhiên thường báo giá theo dự án nên không thể so trực tiếp bằng giá niêm yết.
Thương hiệu	Rất mạnh	Niềm tin thương hiệu cao, thị phần lớn, khả năng giữ mật bằng giá cao mà không cản trở thành doanh nghiệp có chi phí thấp nhất.	Thương hiệu mạnh tại miền Bắc; định vị thiên về giá cạnh tranh và chất lượng ổn định.	Thương hiệu ngành tốt, độ phủ dự án mạnh.	Khả năng định giá đến từ năng lực đáp ứng kỹ thuật, năng lực kỹ thuật hệ thống và thương hiệu toàn cầu LS.
Độ rộng sản phẩm	Mạnh	Đa dạng: Dân dụng, cáp ngầm, FR/LSHF, cáp điều khiển, dây dẫn trần, ABC, trung thế đến 40,5kV và cáp chuyên dụng.	Mạnh ở dân dụng, hạ thế, FR/LSZH, cáp ngầm và dây trần; danh mục công khai hiện thiên về hạ thế hơn trung/cao thế.	Danh mục rộng tương tự Cadivi	Rộng nhất về dải điện áp: dây dân dụng, hạ thế, trung thế, cáp ngầm cao thế tới 230kV, OPGW, dây dẫn dòng lớn và cáp chuyên dụng.
Công nghệ/sản phẩm đặc thù	Mạnh	ACCC® lõi composite được CTC Global cấp độc quyền; TR-XLPE chống hiện tượng cây nước; dây không chì (LF), cáp năng lượng mặt trời và cáp sạc xe điện đạt TUV; một số dòng FR/LSHF hiệu năng cao.	Chưa thấy công nghệ độc quyền công khai tương đương ACCC hoặc cách điện PP.	Khác biệt chủ yếu nằm ở độ rộng danh mục và năng lực sản xuất hơn là công nghệ độc quyền.	Công nghệ sâu mạnh nhất: cao thế/siêu cao thế tới 230kV, dây dẫn ít vỏ LSCC, OPGW, cáp trung thế cách điện PP.
Năng lực trung/cao thế	Cân bằng	Mạnh ở trung thế đến 40.5kV và dây dẫn ACCC; phù hợp truyền tải và hạ tầng lớn.	Tập trung rõ hơn ở dân dụng và hạ thế.	Mạnh ở trung thế đến 40,5kV, phục vụ điện lực, công nghiệp.	Lợi thế vượt trội ở cao thế/siêu cao thế.

Năng lực sản xuất	Cân bằng	Quy mô 3 nhà máy lớn công suất đạt ~2tr km/năm; Có công ty dây lõi đồng trong cùng hệ sinh thái, đảm bảo được đầu vào.	Nhà máy VSIP Hải Dương khoảng 5 ha, mức tự động hóa cao; sử dụng dây chuyển châu Âu.	3 nhà máy, quy mô sản xuất lớn, năng lực sản xuất 1 năm đạt ~390tr USD, tương đương 10,000 tỷ đồng.	Tổ hợp cao thế/trung thế/hạ thế kết hợp dây chuyển đúc cán đồng SCR 100 nghìn tấn/năm và đúc nhôm 30 nghìn tấn/năm.
Khách hàng / dự án	Mạnh	Hồ sơ mạnh: Metro Bến Thành–Suối Tiên, điện gió/năng lượng mặt trời, Xekaman 3, đường dây 500kV, sân bay Long Thành...	Có lịch sử cung cấp nhiều công trình trong nước.	Khách hàng/đối tác gồm EVN, Vinaconex, Coteccons, Hòa Bình, PVN, Vinpearl...	Mạnh ở điện lực, công nghiệp và cao thế; có kinh nghiệm cung cấp cáp cao thế lâu năm.
Thị trường địa lý	Mạnh	Mạnh nhất ở miền Nam, đang đẩy nhanh mở rộng miền Bắc; sở hữu vị thế toàn quốc.	Lợi thế sân nhà ở miền Bắc; thương hiệu và hệ thống đại lý lâu năm tại Hà Nội/phía Bắc.	Gốc miền Bắc nhưng đã mở rộng mạnh miền Trung và miền Nam qua chi nhánh/đại lý.	Ít phụ thuộc địa bàn bán lẻ; thiên về điện lực, dự án và khách hàng công nghiệp toàn quốc.
Xuất khẩu / quốc tế hóa	Yếu	Tỷ trọng xuất khẩu nhỏ, đang bắt đầu đẩy mạnh.	Độ phủ quốc tế nhỏ	Xuất khẩu sang một số thị trường; mức độ quốc tế hóa trung bình.	Lợi thế rõ nhất nhờ mạng lưới LS Cable & System (liên danh Hàn Quốc).
Chứng nhận tiêu chuẩn	Cân bằng	Các tiêu chuẩn cao như TCVN/IEC/AS-NZS; TÜV Rheinland cho dây không chì, cáp năng lượng mặt trời, cáp sạc xe điện; có lợi thế ở công trình xanh, cao cấp và xuất khẩu.	ISO 9001:2015; TCVN, IEC/DIN/VDE, UL, ASTM, JIS; phù hợp phần lớn ứng dụng dân dụng và công nghiệp.	ISO 9001:2015 và nhiều tiêu chuẩn cho hạ thế/trung thế/chống cháy; năng lực đáp ứng tốt cho EVN và nhà thầu.	KEMA, Intertek, Kinectrics, TÜV...; thử nghiệm điển hình ở nhiều cấp cao thế/siêu cao thế.
Dịch vụ kỹ thuật	Cân bằng	Hỗ trợ đại lý/dự án, số hóa hậu cần, theo dõi đơn hàng và chống hàng giả.	Hỗ trợ sản phẩm theo mô hình truyền thống.	Có hỗ trợ kỹ thuật theo nhóm cấp, phòng dự án và mạng chi nhánh toàn quốc.	Mạnh nhất về kỹ thuật cấp hệ thống: nối đất liên kết, tính tải dòng, bố trí lắp đặt, thử nghiệm và giải pháp chia khóa trao tay cho cao thế.

Nguồn: MBS Research

Tái cấu trúc 2021–25: Tinh gọn danh mục, tập trung nguồn lực vào chuỗi giá trị thiết bị điện

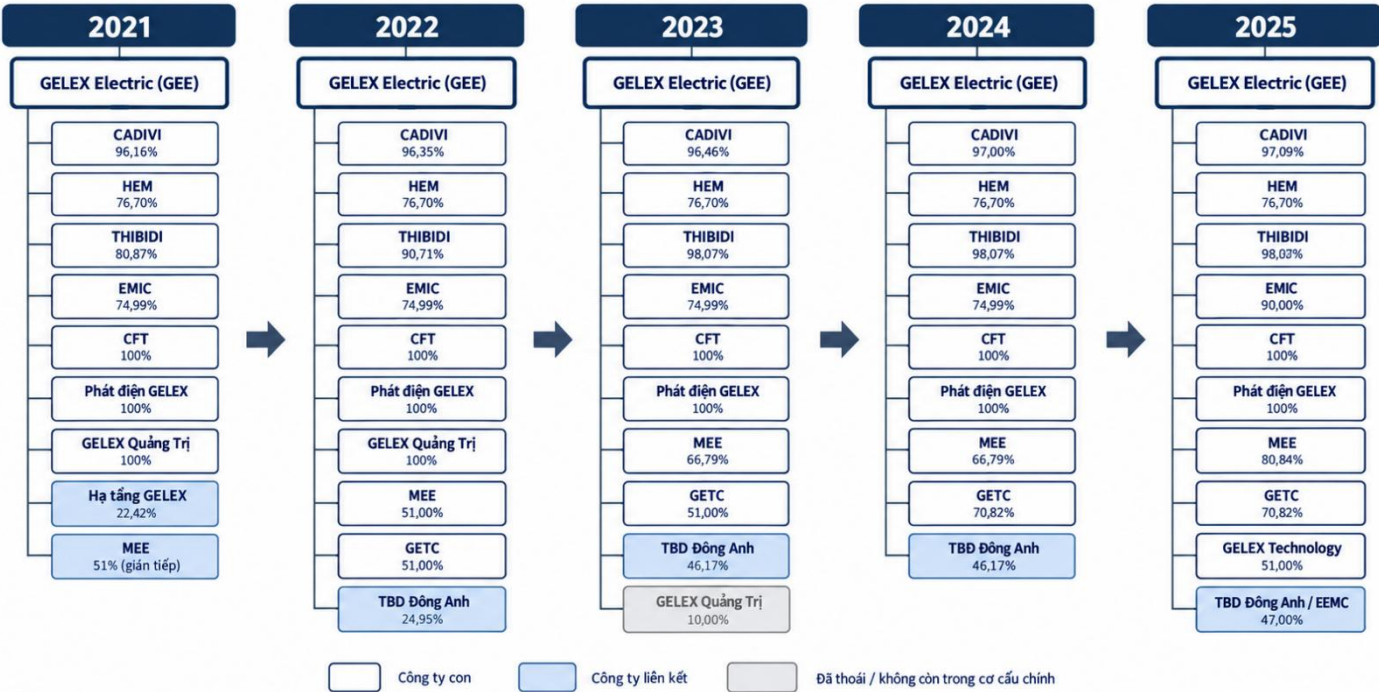
Từ 2021 đến nay, doanh nghiệp thực hiện tái cấu trúc danh mục đầu tư và tập trung hóa vào hoạt động quản trị, bao gồm việc thoái các danh mục đầu tư trong hoạt động phát điện, và các khoản đầu tư vào công ty cùng hệ sinh thái như Gelex Hạ Tầng (GEL). Mặt khác, GEE liên tục tăng sở hữu các công ty trong hệ sinh thái thiết bị điện như MEE, Cadivi, Thibidi, Thiết bị điện Đông Anh, đồng thời thành lập thêm Gelex Technology, phục vụ chiến lược R&D các sản phẩm công nghệ cao trong 2025, cho thấy doanh nghiệp đang dành phần lớn nguồn lực đầu tư mở rộng lĩnh vực cốt lõi là thiết bị điện.

Quá trình tái cấu trúc không chỉ diễn ra ở cấp độ danh mục đầu tư mà còn ở mô hình quản trị: Hiện tại GEE đang là đầu mối định hướng và hỗ trợ các công ty thành viên, bao gồm các hoạt động như:

- (1) Phân bổ nguồn lực đầu tư, quản lý vốn;
- (2) Hoạt động nghiên cứu thị trường, hoạch định chiến lược kinh doanh;
- (3) Hoạt động mua sắm và quản lý vật tư tập trung, trong đó GEE là đầu mối chính trong việc mua nguyên vật liệu phục vụ sản xuất.

Về cơ bản, nhờ việc quản lý chung thay vì vận hành theo từng hệ thống công ty thành viên riêng lẻ, doanh nghiệp ghi nhận sự cải thiện rõ rệt trong việc tối ưu hàng tồn kho, tiết kiệm các chi phí liên quan đến kênh phân phối, chi phí quản lý và bán hàng.

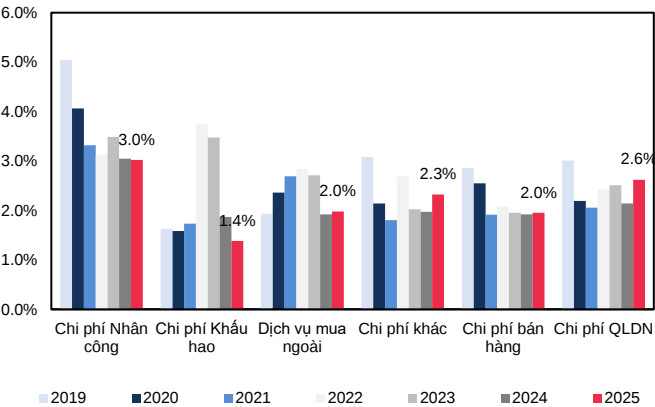
Hình 12: Cơ cấu sở hữu của nhóm các công ty thành viên lớn trong mảng thiết bị điện/điện qua các năm 2021-25



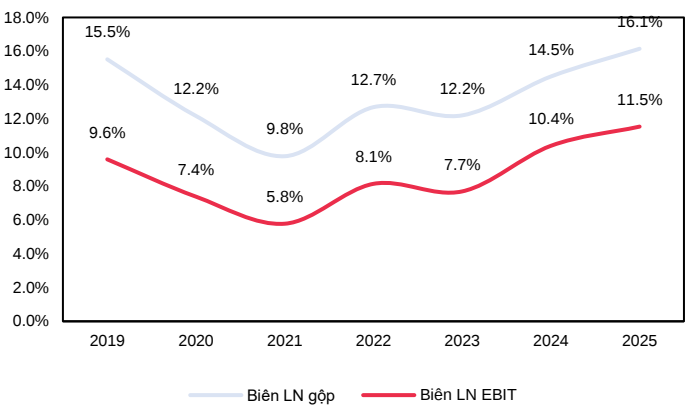
Nguồn: GEE, MBS Research

Hình 13: Xu hướng chi phí giảm rõ rệt từ 2019 đến nay, sau giai đoạn tái cấu trúc (Đơn vị: % doanh thu)

Hình 14: Biên lợi nhuận cải thiện (Đơn vị: %)



Nguồn: GEE, MBS Research



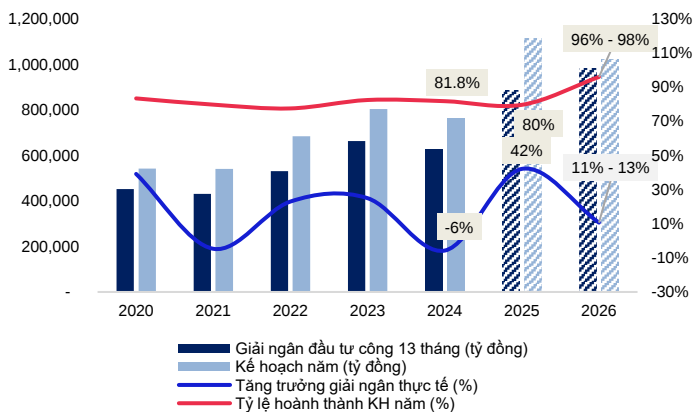
Nguồn: GEE, MBS Research

Doanh nghiệp tận dụng triệt để chu kỳ đầy mạnh đầu tư hạ tầng của quốc gia để liên tục gia tăng quy mô doanh thu

Từ năm 2025, Việt Nam bước vào một chu kỳ đầu tư hạ tầng mới với quy mô và tốc độ triển khai cao hơn đáng kể so với giai đoạn trước, tạo nền cầu lớn cho các doanh nghiệp thiết bị điện như GEE. Kế hoạch đầu tư công năm 2025 được Chính phủ giao gần 902 nghìn tỷ đồng, trong khi giá trị giải ngân đến cuối năm đạt khoảng 755 nghìn tỷ đồng, cao hơn khoảng 207 nghìn tỷ đồng, tương đương +38% svck. Đà đầu tư tiếp tục được duy trì trong năm 2026 khi kế hoạch vốn đầu tư công được nâng lên khoảng 1.01–1.02 triệu tỷ đồng. Riêng 8T26, vốn đầu tư từ ngân sách đạt 546.8 nghìn tỷ đồng, tăng 18.5% svck cho thấy quy mô vốn thực tế chảy vào xây dựng hạ tầng đang tăng rất nhanh.

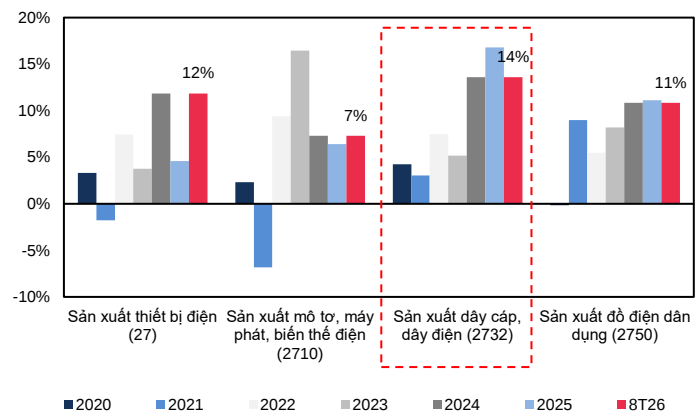
Đáng chú ý, chu kỳ tăng trưởng hiện tại đang cho thấy nhu cầu thiết bị điện xuất hiện trên nhiều lớp hạ tầng, và không chỉ được tài trợ bằng ngân sách mà đang kéo theo một lượng vốn tư nhân/PPP rất lớn, giúp tổng quy mô thị trường mở rộng nhanh hơn nhiều so với con số đầu tư công đơn thuần. Quy hoạch điện VIII và nhu cầu nâng cấp lưới thúc đẩy các dự án đường dây và trạm biến áp 220–500kV; trong khi đầu tư công và đầu tư tư nhân đang mở rộng sang sân bay, đường sắt, cảng biển, khu công nghiệp, khu đô thị và data center. Đây đều là những công trình có hàm lượng thiết bị điện lớn và yêu cầu tiêu chuẩn kỹ thuật cao. Từ 2025, hàng loạt dự án hạ tầng chiến lược bắt đầu được triển khai hoặc chuẩn bị đầu tư: Đường sắt tốc độ cao Bắc–Nam có sơ bộ tổng mức đầu tư khoảng 1.71 triệu tỷ đồng (~67.3 tỷ USD); Mạng lưới đường sắt đô thị, metro tại Hà Nội và TP.HCM; Sân bay quốc tế Gia Bình được Quốc hội phê duyệt cuối 2025 với tổng vốn đầu tư khoảng 196.4 nghìn tỷ đồng, giai đoạn đầu triển khai ngay từ 2025-2030; Cùng các đại dự án BDS lớn như dự án Đại lộ cảnh quan Sông Hồng; Khu đô thị Olympic;...

Hình 15: Giải ngân đầu tư công được đẩy mạnh trong 2025 và duy trì tốc độ cao trong 2026 (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: MOIT, MBS Research

Hình 16: Tăng trưởng IIP các mã ngành thiết bị điện ghi nhận sự phục hồi rõ rệt từ 2024, trong đó nổi bật nhất là sản xuất dây cáp



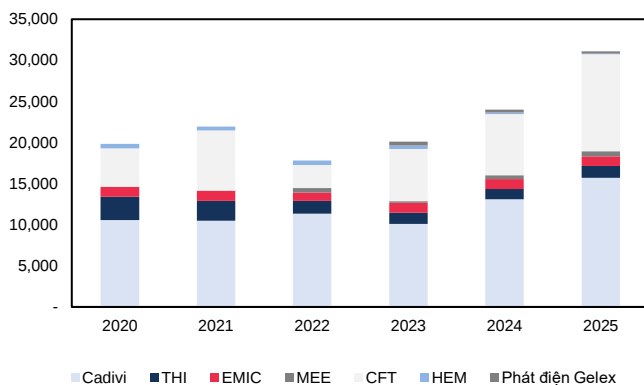
Nguồn: MOIT, MBS Research

GEE đang ở vị thế thuận lợi để chuyển hóa trực tiếp chu kỳ đầu tư mạnh vào điện, giao thông, đô thị và công nghiệp thành tăng trưởng doanh thu, nhờ danh mục sản phẩm bao phủ gần như toàn bộ chuỗi thiết bị điện. Từ năm 2023, doanh nghiệp đẩy mạnh kinh doanh khu vực miền Bắc khi thành lập pháp nhân CADIVI tại Bắc Ninh, giúp rút ngắn khoảng cách logistics và nâng chất lượng phục vụ khách hàng khu vực. Kế hoạch đánh mạnh hơn vào thị trường mới ngay lập tức đem lại kết quả tích cực, mặc dù cạnh tranh gay gắt với một số các đối thủ vốn đã lâu đời tại đây như Trần Phú, Cadisun, LS-VINA. Lợi thế của GEE được chia sẻ nằm ở ba điểm khác biệt: (1) Thương hiệu CADIVI và năng lực dày ở các dự án cấp quốc gia giúp vượt qua rào cản về tiêu chuẩn kỹ thuật; (2) Khả năng cung cấp đồng bộ nhiều nhóm sản phẩm cáp điện, máy biến áp, công tơ trong khi nhiều đối thủ chỉ mạnh ở một số phân khúc riêng lẻ; (3) Quy mô mua nguyên vật liệu lớn và chuỗi sản xuất tích hợp giúp GEE có khả năng cạnh tranh về giá nhưng vẫn duy trì biên lợi nhuận.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng một yếu tố then chốt nữa giải thích cho tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của GEE từ 2024 đến nay đến từ tệp khách hàng B2B. Hiện tại, khách hàng được chia ra 3 nguồn chính (1) EVN và các đơn vị điện lực; (2) Chủ đầu tư, tổng thầu EPC, doanh nghiệp BDS, xây dựng; (3) Hệ thống đại lý

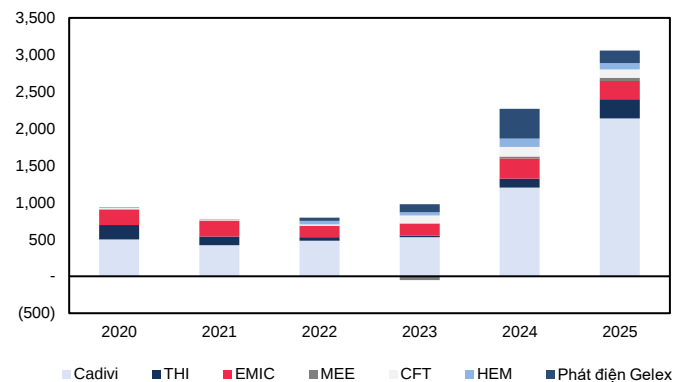
phục vụ dân dụng. Trong đó, tỷ trọng bán hàng kênh cho EVN hiện chỉ đang chiếm khoảng 15%, kênh đại lý vẫn đang chiếm tỷ trọng cao trong khi kênh bán cho chủ đầu tư, tổng thầu dự án đang tăng đặc biệt nhanh. Lý do là, GEE đang nằm trong hệ sinh thái hệ sinh thái GELEX là tập đoàn đang sở hữu danh mục đầu tư hạ tầng rất lớn trải dài từ BDS KCN, khu đô thị, hạ tầng sân bay. Tiềm năng từ mảng khu công nghiệp cũng được khuếch đại nhờ cơ hội tiếp cận các khách thuê đất lớn như Samsung, Foxconn, Amkor, Canon, BYD... Ngoài ra, GEE cũng làm việc với nhiều chủ đầu tư hàng đầu khác như Vingroup, Masterise, SunGroup, đều là những doanh nghiệp đang có hàm lượng xây dựng cao trong 5 năm tới với hàng loạt các dự án. Chúng tôi cho rằng lợi thế quan hệ tốt với nhóm doanh nghiệp, nhà thầu lớn đang là yếu tố vừa giúp GEE tăng nhanh sản lượng mà không gặp áp lực lên biên LN gộp như các mô hình mở rộng kênh bán hàng truyền thống.

Hình 17: Doanh thu chưa hợp nhất của nhóm công ty chính (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: GEE, MBS Research

Hình 18: LNTT của nhóm công ty chính, thấy rõ Cadivi đang là động lực tăng trưởng lớn nhất của doanh nghiệp (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: GEE, MBS Research

Từ 2020 đến nay, cơ cấu doanh thu của GEE khá ổn định với Cadivi luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất ~50-55%, theo sau là công ty dây đồng CFT với tỷ trọng ~24% nếu hợp nhất và 38% chưa hợp nhất (do công ty này phần lớn cung cấp đầu vào cho Cadivi). Các công ty còn lại như Thibidi, EMIC, MEE, HEM chiếm tỷ trọng ~10-12%. Các mảng kinh doanh đều ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ từ 2024 đến nay, nổi bật nhất là Cadivi và công ty máy biến áp MEE, kéo theo nhu cầu tăng tương ứng cho công ty dây đồng CFT.

Nhìn về LNTT, tỷ trọng đóng góp của Cadivi chiếm đa số đạt ~65-70%, đóng góp của công ty dây đồng CFT ngược lại chiếm tỷ trọng chưa đến 1% do biên LN khá thấp. Đóng góp của các mũi nhọn còn lại như Thibidi, EMIC, MEE và HEM chiếm ~21-25%. Biên LNTT của tất cả các doanh nghiệp đều cải thiện rất đáng kể cũng từ 2024, là kết quả của hoạt động cải cấu trúc doanh nghiệp.

Mặt khác, tỷ trọng đóng góp của mảng điện giảm dần sau khi thoái vốn gần như toàn bộ từ 2024. Hiện tại doanh thu phát điện chỉ đạt ~100 tỷ/năm. Tăng trưởng LN của mảng cao trong các năm qua chủ yếu đến từ hoạt động thoái vốn.

Chu kỳ tăng giá nguyên liệu đầu vào đang gây áp lực lên hoạt động bán hàng và biên LN

Hình 19: Chuỗi giá trị kinh doanh của GEE



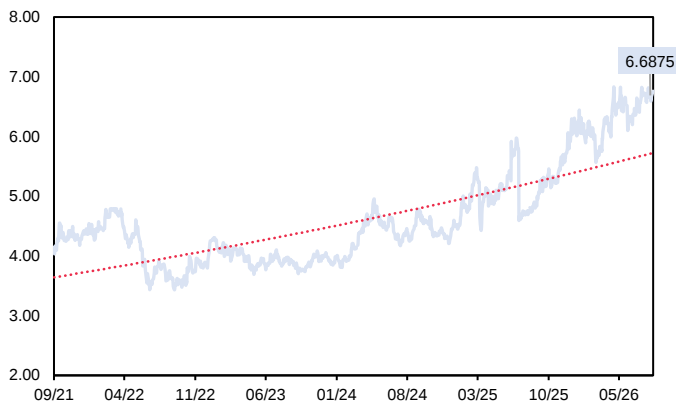
Nguồn: GEX, MBS Research

Với đặc thù chi phí nguyên vật liệu đầu vào thường chiếm từ 70-80% chi phí sản xuất kinh doanh, việc giá đầu vào biến động sẽ gây áp lực lên hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, bao gồm (1) Phần nào sẽ làm giảm nhu cầu, tiến độ xây dựng nếu đầu vào quá cao; (2) Biên LN gộp gập áp lực do đặc thù ngành có mức nhạy cảm về giá khá cao ở những phân khúc phổ thông.

Hiện tại, thành phần quan trọng nhất bao gồm đồng, nhôm và nhựa, chiếm đến 90% tỷ trọng NVL đầu vào, trong đó riêng đồng đã chiếm đến 50% và phụ thuộc phần lớn vào nguồn nhập khẩu. Giá hợp đồng tương lai đồng trên sàn LME, đã tăng 13% sv đầu năm và 40% svck, tiến sát mức đỉnh kỷ lục mới đạt 6.68USD/pound, tương đương ~14,800USD/tấn. Điều này xảy ra trong bối cảnh có khả năng Mỹ sẽ áp thuế nhập khẩu mới đối với đồng, thúc đẩy các nhà giao dịch chuyển hướng hàng hóa vào các kho tại Mỹ, làm thắt chặt nguồn cung đối với các nước khác. Gần đây, mức giá bắt đầu hạ nhiệt về 6.4USD/pound, sau khi lượng tồn kho được tăng cường tại các kho London, cho thấy nguồn cung đang dồi dào hơn. Theo phân tích của Goldman Sachs, các diễn biến tăng giá của thị trường chủ yếu đến từ động lực đầu cơ khi lượng tồn kho đồng đổ vào Mỹ đang đạt mức cao kỷ lục để đón đầu thuế quan, gây ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung tại các khu vực còn lại. Nghĩa là khi thuế quan rõ ràng, giá đồng có thể ổn định trở lại do trên thực tế thị trường đồng tinh luyện vẫn đang được đánh giá là dư cung ngắn hạn. Nhiều tổ chức thế giới như ING, UBS ước tính giá đồng 2027 sẽ ổn định lại ở mức ~13,000-13,500USD/tấn (-9% sv giá hiện tại).

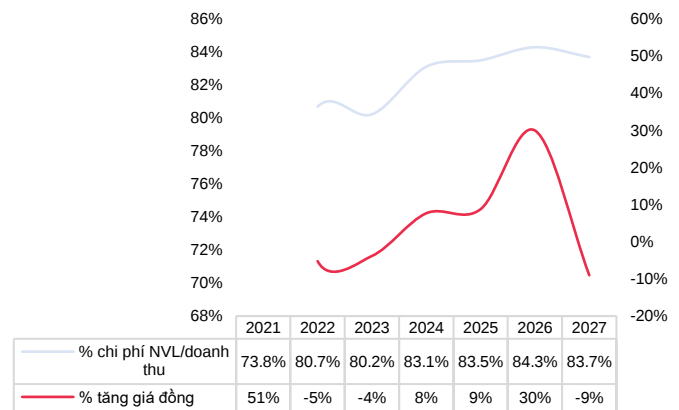
Chúng tôi đánh giá rằng đây là vấn đề chung của toàn ngành thiết bị điện, GEE vẫn có lợi thế nhờ cơ chế mua sắm tập trung với lô lớn, có chiết khấu giá ưu đãi hơn, khả năng phân phối thuận lợi cũng như đảm bảo nguồn cung.

Hình 20: Giá đồng thể giới tăng 13% ytd và 40% svck, tiến sát mức đỉnh kỷ lục mới (Đơn vị: USD/pound)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 21: Chúng tôi nhận thấy trong những chu kỳ giá đồng tăng, áp lực tăng chi phí NVL sẽ lớn hơn (Đơn vị: %)



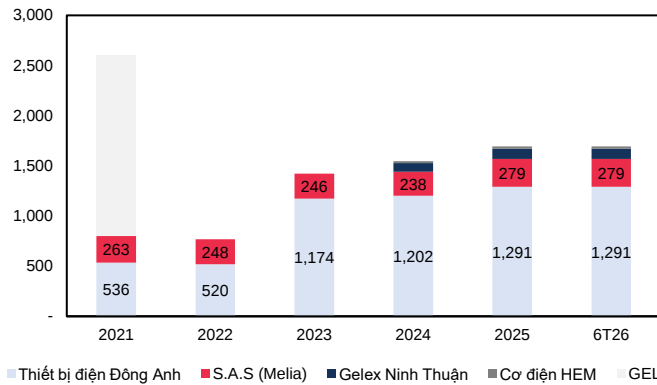
Nguồn: GEE, MBS Research

Chúng tôi cho rằng tác động chi phí NVL lên biên LN thực tế sẽ có độ nhiễu do còn khá nhiều các yếu tố bù đắp lại. Do đó, chúng tôi tiếp cận từ việc so sánh tốc độ tăng trưởng của giá đồng và tỷ trọng chi phí NVL trên doanh thu. Từ 2023 đến nay, trong những chu kỳ giá đồng tăng, tỷ trọng NVL trên doanh thu tăng lên và ngược lại trong những giai đoạn giá đồng giảm. Điều này nhìn chung phản ánh khá rõ việc giá đầu vào tăng có thể sẽ phần nào gây áp lực lên biên LN gộp. Mặc dù doanh nghiệp chia sẻ việc vẫn giữ được giá bán ở các nhóm sản phẩm phân khúc cao đang là lợi thế để duy trì biên, chúng tôi cho rằng tốc độ đầu vào tăng nhanh đột biến vẫn sẽ tạo ra độ trễ trong khả năng chuyển các tác động sang đầu ra trong ngắn hạn. Ngoài ra, việc giữ được biên lợi nhuận còn được bù đắp từ các yếu tố khác ví dụ như các biện pháp tối ưu chi phí vận hành, bán hàng, kiểm soát hàng tồn kho. Trong 2026, chúng tôi cho rằng áp lực lên biên LN gộp sẽ vẫn duy trì với ước tính giá đồng tăng 30%, sau đó sẽ ổn định trở lại từ 2027.

Danh mục các khoản đầu tư khá lành mạnh, nhưng chưa được tối ưu do phải dành nguồn lực cho tập đoàn mẹ GELEX

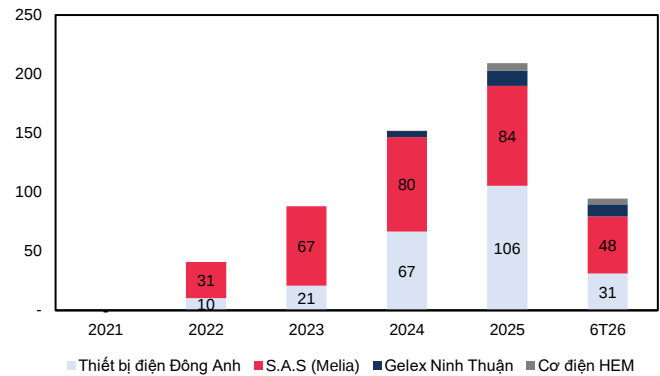
Nhìn danh mục công ty liên kết, hiện tại GEE đang sở hữu 4 công ty với tổng giá trị sổ sách đạt 1,693 tỷ đồng, trong đó giá trị nhất là khoản đầu tư vào CTCP Thiết bị điện Đồng Anh (EEMC) đạt 1,291 tỷ đồng (sở hữu 47%). Về cơ bản EEMC cũng nằm trong hệ sinh thái thiết bị điện, là nhà sản xuất máy biến áp cao thế duy nhất của Việt Nam và hưởng lợi chính trong chu kỳ đầu tư ngành điện. Các khoản đầu tư còn lại bao gồm S.A.S (35%) vận hành khách sạn Melia; ĐMT Gelex Ninh Thuận (20%) phần còn lại sau khi thoái vốn mảng điện; Và CTCP Cơ điện HEM (20%). Hiện tại, EEMC và Melia đang đóng góp tới 90% vào lợi nhuận từ LDLK, trong đó Melia duy trì mức lợi nhuận và cổ tức ổn định, trong khi EEMC ghi nhận mức tăng trưởng tích cực nhờ kinh doanh tốt và GEE liên tục tăng tỷ lệ sở hữu công ty này qua các năm.

Hình 22: Giá trị danh mục đầu tư công ty LDLK đạt ~1,700 tỷ đồng, chiếm 10% tổng tài sản



Nguồn: GEE, MBS Research

Hình 23: Đóng góp từ LN LDLK ngày càng đáng kể, với động lực chính từ Thiết bị điện Đông Anh (EEMC)

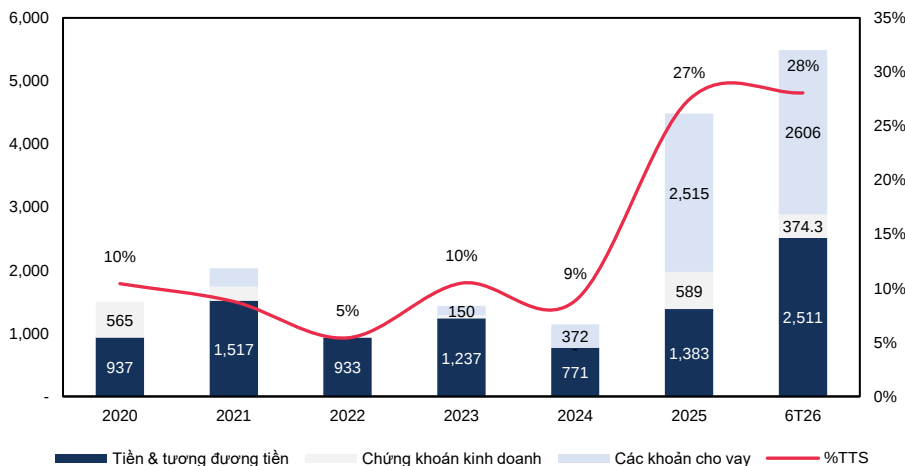


Nguồn: GEE, MBS Research

Về danh mục đầu tư tài chính ngắn hạn, tổng giá trị ước tính đến cuối Q2/26 đạt ~5.611 tỷ đồng đạt ~28% tổng tài sản, cho thấy năng lực tạo dòng tiền ấn tượng. Trong đó tiền mặt và tiền gửi ngân hàng đạt ~2,511 tỷ đồng, khoảng 374 tỷ đồng là giá trị sổ sách khoản đầu tư chứng khoán vào CTCP chứng khoán VPBank (VPX), hiện tại đang lỗ ước tính 33 tỷ đồng. Còn lại là khoảng 2,605 tỷ đồng là tiền cho vay nhóm công ty liên quan như Gelex và Gelex Hạ tầng (Gel). Đáng chú ý khoản tiền này mới tăng mạnh từ 2025, phục vụ nhu cầu đầu tư khá lớn của tập đoàn và có lãi suất chỉ từ 6.8-7.9%, thấp hơn mức lãi suất tiền gửi được thuyết minh là từ 7.1%-8.9%.

Mặc dù GEE đang kinh doanh ổn định, việc bị khai thác lượng tiền lớn có thể sẽ khiến cho hoạt động tài chính của doanh nghiệp bị ảnh hưởng, đặc biệt khi lãi suất cho vay tập đoàn đang thấp hơn lãi suất huy động, trong khi doanh nghiệp vẫn đang phải tăng cường vay ngắn hạn bên ngoài cho vốn lưu động, chúng tôi cho rằng đây là điểm cần lưu ý khi giá trị cho vay các bên liên quan đang khá đáng kể, hiện tại đã đạt mức ~14% tổng tài sản của công ty. Ở chiều ngược lại, như đề cập bên trên, chúng tôi cho rằng GEE cũng đang hưởng lợi khá lớn từ nguồn việc bổ sung từ nhu cầu đầu tư xây dựng lớn của Gelex.

Hình 24: Lượng vốn đầu tư tài chính ngắn hạn tăng rất mạnh từ 2025, trong đó một nửa đến từ cho vay trong hệ sinh thái (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: GEE, MBS Research

KQKD 6T26: Duy trì đà tăng trưởng ấn tượng

Hình 25: Tổng hợp KQKD 6T26

Tỷ đồng	Q2/25	Q2/26	% svck	6T25	6T26	%svck	Đánh giá
Doanh thu	6,510	9,524	46%	11,791	16,621	46%	Tăng trưởng doanh thu duy trì mạnh mẽ, với mảng thiết bị điện tiếp tục mở rộng, chúng tôi cho rằng hỗ trợ chính vẫn đến từ việc mở rộng thị phần sang miền Bắc + nhu cầu đầu tư xây dựng hạ tầng lớn đang diễn ra trên toàn quốc. Bên cạnh đó, giá bán đầu ra cũng tăng mạnh, phản ánh một phần yếu tố tăng giá đầu vào.
Thiết bị điện	6,444	9,465	47%	11,668	16,549	42%	
Điện	49	-	-100%	108	56	-48%	
Khác	17	59	249%	15	16	7%	
Giá vốn hàng bán	5,475	8,157	49%	9,923	14,239	43%	Biên LN gộp giảm sv cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu do chi phí đầu vào tăng mạnh như đồng, nhôm.
LN gộp	1,035	1,366	32%	1,868	2,382	28%	
Thiết bị điện	1,008	1,355	34%	1,825	2,381	30%	
Điện	22	-	-100%	36	(4)	-111%	
Khác	6	12	114%	7	5	-29%	Chi phí bán hàng&QLDN tăng chậm hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu, tiếp tục cho thấy sự cải thiện rõ rệt trong hoạt động quản trị.
% biên LN gộp	15.9%	14.3%	-1.6đ%	15.8%	14.3%	-1.5đ%	
Chi phí bán hàng&QLDN	292	308	5%	497	560	13%	
EBIT	743	1,058	42%	1,370	1,822	33%	
Doanh thu tài chính	38	109	187%	70	184	163%	Doanh thu tài chính tăng mạnh chủ yếu nhờ lượng tiền gửi và cho vay trong tập đoàn tăng mạnh, hỗ trợ thu nhập lãi tăng.
Chi phí tài chính	119	190	60%	197	317	61%	
Lãi/lỗ LDLK	61	46	-25%	90	87	-3%	
Thu nhập ròng khác	(2)	(73)	3550%	(4)	(72)	1700%	
LNTT	722	950	32%	1,330	1,705	28%	LN từ LDLK giảm, đến từ hoạt động kinh doanh giảm sút của TĐĐ Đông Anh (EEMC) trong bối cảnh tình hình đầu tư trong EVN chững lại do các rủi ro về pháp lý.
% thuế	21.6%	21.5%		20.8%	20.7%		
LNST	566	745	32%	1,053	1,351	28%	
Lợi ích CĐTS	38	35	-8%	73	62	-15%	
LN ròng	528	710	34%	980	1,289	32%	Theo đó, LN ròng tăng trưởng 34% svck trong Q2/26, hỗ trợ LN ròng 6T26 tăng 32% svck đạt 1,289 tỷ đồng.

Nguồn: GEE, MBS Research

Triển vọng 2026-27: Hưởng lợi toàn diện từ chu kỳ phát triển hạ tầng quốc gia

Theo nghiên cứu của Roland Berger được GEE trích dẫn lại trong báo cáo thường niên, ước tính quy mô thị trường thiết bị điện tại Việt nam ước đạt ~5 tỷ USD trong 2025, và có thể duy trì mức tăng trưởng kép 10-12% trong giai đoạn 2026-30. Doanh nghiệp nhấn mạnh về một chu kỳ phát triển hạ tầng với nhiều “siêu dự án” trải dài từ hạ tầng giao thông – đô thị - năng lượng, trong đó, GEE xác định bản thân doanh nghiệp sẽ giữ vai trò chủ chốt.

Doanh nghiệp xác định 2025-26 sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động R&D, phát triển các sản phẩm mới và đi lên phân khúc cao hơn, đón đầu làn sóng các dự án có hàm lượng thiết bị điện cao như Hạ tầng giao thông sân bay, cảng biển, đường sắt; Nhà xưởng KCN; Data Center; Hệ thống điện. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng xây dựng tầm nhìn kiến tạo một hệ sinh thái công nghệ cao, quốc tế hóa các công ty con và bắt đầu đẩy mạnh tiến ra thị trường quốc tế.

Hình 26: Tổng hợp dự phóng KQKD 2026-27

Đơn vị: tỷ đồng	2025	% svck	2026	% svck	2027	% svck	Đánh giá
Doanh thu	25,660	20%	34,735	35%	41,240	19%	Hoạt động bán hàng kỳ vọng hưởng lợi triệt để trong chu kỳ đầu tư hạ tầng quốc gia, chúng tôi kỳ vọng quy mô doanh thu mảng thiết bị điện có thể duy trì ở mức ~8,500-9.000 tỷ đồng/quý trong 2026, sau đó tiếp tục tăng trưởng 19% trong 2027,
Thiết bị điện	25,104	22%	34,501	37%	41,119	19%	
Cadivi	15,697	20%	21,191	35%	25,429	20%	
THI	1,461	16%	1,900	30%	2,241	18%	
EMIC	1,170	-1%	1,521	30%	1,795	18%	
MEE	626	28%	814	30%	960	18%	
CFT	6,418	31%	8,985	40%	10,602	18%	
HEM	91	-50%	91	0%	91	0%	
Điện	289	-11%	61	-79%	-	-100%	
Khác	70	-74%	172	145%	121	-30%	
Giá vốn hàng bán	21,352	18%	29,708	39%	35,131	18%	Chúng tôi cho rằng biên LN gộp có thể sẽ suy giảm trong bối cảnh áp lực giá đầu vào tăng cao, sau đó sẽ phục hồi từ 2027.
LN gộp	4,111	34%	4,819	17%	5,907	23%	
Thiết bị điện	4,058	31%	5,150	27%	6,238	21%	
Điện	124	-19%	11	-91%	-	-100%	
Khác	(71)	-61%	(134)	88%	(129)	-4%	
% biên LN gộp	16.0%	12%	13.9%	-13%	14.3%	3%	
SG&A	1,174	35%	1,514	29%	1,849	22%	
EBIT	2,937	34%	3,305	13%	4,057	23%	
EBITDA	3,291	27%	3,642	11%	4,406	21%	
Doanh thu tài chính	1,715	215%	531	-69%	591	11%	Doanh thu tài chính 2026 giảm mạnh sv 2025, chủ yếu cùng kỳ năm ngoái ghi nhận khoản thoái vốn Gelex Hạ tầng ~1,500 tỷ đồng. Ước tính doanh thu tài chính các năm sau sẽ tăng trưởng tương ứng theo lượng tiền mặt tăng của doanh nghiệp.
Chi phí tài chính	538	-12%	691	28%	715	3%	Chi phí tài chính tăng 28% svck chủ yếu do các khoản vay vốn lưu động bổ sung tăng mạnh, cộng với mặt bằng lãi vay tăng lên.
Trong đó: chi phí lãi vay	231	-14%	427	85%	453	6%	
Lợi nhuận từ LDLK	150	505%	143	-4%	150	4%	Ước tính LN từ LDLK giảm nhẹ svck, chủ yếu đến từ KQKD giảm sút của EEMC trong năm nay do đầu tư ngành điện bị chững lại, trong khi các công ty còn lại duy trì hoạt động ổn định.
Thu nhập ròng khác	(0)	-91%	(2)	481%	(1)	-41%	
LNTT	4,262	98%	3,286	-23%	4,082	24%	
Thiết bị điện	2,887	55%	3,363	16%	3,963	18%	
Điện	171	-57%	175	2%	178	2%	
Khác	(23)	74%	(35)	51%	(28)	-19%	
Chi phí thuế	845	93%	678	-20%	851	25%	
%thuế	-19.8%	-3%	-20.6%	4%	-20.9%	1%	
LNST	3,417	99%	2,608	-24%	3,231	24%	
Lợi ích CĐTS	160	26%	102	-36%	122	20%	
LN ròng	3,257	105%	2,507	-23%	3,109	24%	Theo đó, chúng tôi dự phóng LN ròng 2026 giảm 23% svck sau đó phục hồi 24% svck từ 2027. Nếu nhìn về hoạt động kinh doanh cốt lõi loại bỏ các khoản LN bất thường, ước tính LN ròng 2026 sẽ tăng trưởng ~33% svck. Mức dự phóng 2026 cao hơn 18% sv KH đầu năm của doanh nghiệp, chủ yếu phản ánh mức tăng trưởng doanh thu vượt bậc trong Q2/26.

Nguồn: GEE, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2024	2025	2026	2027		2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	21,351	25,660	34,735	41,240	LN trước thuế	2,153	4,262	3,286	4,082
Giá vốn hàng bán	(18,066)	(21,352)	(29,708)	(35,131)	Khấu hao	399	354	337	349
Lợi nhuận gộp	3,064	4,111	4,819	5,907	Thuế đã nộp	(307)	(502)	(678)	(851)
Chi phí quản lý DN	(457)	(673)	(835)	(1,040)	Các khoản điều chỉnh khác	(161)	(1,434)	(90)	(143)
Chi phí bán hàng	(410)	(501)	-	-	Thay đổi VLD	(1,295)	(2,906)	(1,503)	(421)
LN từ HKKD	2,197	2,937	3,305	4,057	LCTT từ HKKD	535	(472)	1,008	2,609
EBITDA thuần	2,596	3,291	3,642	4,406	Đầu tư TSCĐ	(149)	(268)	(207)	(228)
LN trước thuế & lãi vay	2,197	2,937	3,305	4,057	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	21	-	-
Thu nhập lãi	544	1,715	531	591	LCTT từ đầu tư	1,012	631	(1,695)	287
Chi phí tài chính	(609)	(538)	(691)	(715)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	5	78	245	-
Thu nhập ròng khác	(4)	(0)	(2)	(1)	Tiền vay ròng nhận được	(1,612)	2,425	2,500	(172)
TN từ các Cty LK & LD	25	150	143	150	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	2,153	4,262	3,286	4,082	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(375)	(2,144)	(1,921)	(1,921)
Thuế TNDN	(438)	(845)	(678)	(851)	LCTT từ hoạt động TC	(1,982)	359	823	(2,094)
Lợi nhuận sau thuế	1,715	3,417	2,608	3,231	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,125	692	1,213	1,349
Lợi ích cổ đông thiểu số	(126)	(160)	(102)	(122)	LC tiền thuần trong năm	(435)	518	136	802
Lợi nhuận ròng	1,588	3,257	2,507	3,109	Tiền & tương đương tiền cuối kì	692	1,213	1,349	2,151
Chi trả cổ tức	(375)	(2,144)	(1,921)	(1,921)					
Lợi nhuận giữ lại	1,213	1,113	585	1,187					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2024	2025	2026	2027		2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	692	1,213	1,349	2,151	Tăng trưởng doanh thu thuần	-0.4%	27.4%	20.2%	35.4%
Đầu tư ngắn hạn	80	729	2,659	2,659	Tăng trưởng EBITDA	-6.5%	39.5%	26.8%	10.7%
Phải thu khách hàng	2,253	4,261	5,913	6,112	Tăng trưởng LN từ HKKD	-5.8%	71.9%	33.7%	12.5%
Hàng tồn kho	3,680	5,605	6,529	7,309	Tăng trưởng LN trước thuế	-13.7%	122.6%	98.0%	-22.9%
Các tài sản ngắn hạn khác	157	415	577	682	Tăng trưởng LN ròng	0.0%	113.1%	105.1%	-23.1%
Tổng tài sản ngắn hạn	6,861	12,223	16,726	18,633	Tăng trưởng EPS	0.0%	113.1%	105.1%	-23.1%
Tài sản cố định	2,377	1,459	1,345	1,241	Biên LN gộp	12.1%	14.4%	16.0%	13.9%
Tài sản vô hình	76	68	266	279	Biên EBITDA	11.1%	12.2%	12.8%	10.5%
Xây dựng cơ bản dở dang	173	196	185	190	Biên LN ròng	4.4%	7.4%	12.7%	7.2%
Đầu tư vào công ty con	123	81	75	69	ROAE	28.4%	42.3%	29.0%	31.3%
Đầu tư vào công ty LDLK	2,662	1,698	1,774	1,855	ROAA	11.9%	22.3%	13.3%	13.9%
Khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROIC				
Tài sản dài hạn khác	561	562	837	948	Vòng quay tài sản	160.4%	175.5%	184.5%	184.8%
Tổng tài sản dài hạn	6,042	4,123	4,579	4,687	Cổ tức chi trả/LN ròng	100.4%	23.6%	65.8%	76.7%
Tổng tài sản	12,903	16,346	21,305	23,320	Tổng nợ vay/VCSH	85.6%	94.7%	122.5%	110.8%
Vay & nợ ngắn hạn	2,971	4,467	7,139	7,139	Nợ vay ròng/VCSH	75.3%	39.3%	51.2%	69.6%
Phải trả người bán	1,126	606	1,304	1,483	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	31.5%	20.6%	21.9%	18.8%
Phải trả ngắn hạn khác	1,284	1,699	2,237	2,720	Khả năng thanh toán lãi vay	8	13	8	9
Tổng nợ ngắn hạn	5,381	6,772	10,680	11,343	Số ngày phải thu	36	46	35	31
Vay & nợ dài hạn	453	1,048	876	704	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	68	79	80	76
Các khoản phải trả khác	116	129	174	212	Số ngày phải trả tiền bán	17	15	16	15
Tổng nợ dài hạn	569	1,177	1,050	916	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.0	1.3	1.8	1.6
Tổng nợ	5,950	7,949	11,730	12,259	Khả năng thanh toán nhanh	0.5	0.6	1.0	1.0
Vốn điều lệ	3,000	3,660	6,405	6,405	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.3	0.4
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	2,480	5,086	3,913	4,854
LN giữ lại	2,045	3,669	1,754	2,942	BVPS (đồng/cp)	8,745	12,022	13,476	15,520
Các quỹ thuộc VCSH	-	-	-	-	P/E (lần)	25.8	12.6	16.3	13.2
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/B (lần)	7.3	5.3	4.7	4.1
Vốn chủ sở hữu	5,601	7,700	8,632	9,941					
Lợi ích cổ đông thiểu số	556	371	472	594					
Tổng vốn chủ sở hữu	6,953	8,397	9,575	11,061					
Tổng nợ và VCSH	12,903	16,346	21,305	23,320					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng