

Ngành Bất động sản

Báo cáo IPO

Tháng 12, 2025

Khuyến nghị	N/A
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	32.000
Giá khởi điểm đấu giá	28.000
Lợi nhuận kỳ vọng	+14,3%

CTCP Hạ tầng Gelex

Sở hữu quỹ đất lớn, tiềm năng cải thiện KQKD sau tái cấu trúc

Mảng BĐS có nhiều dư địa phát triển. GEI hoạt động ở cả phân khúc BĐS thương mại và KCN, thông qua các đơn vị thành viên là VGC, Titan Hải Phòng và FIH (Vietnam). Công ty sở hữu quỹ đất lớn tại nhiều vị trí trên cả nước, với diện tích đất thương phẩm sẵn sàng đưa vào kinh doanh lên đến gần 800 ha. Đây được xem là động lực tăng trưởng chính cho KQKD trong các năm tới. Ngoài ra, thông qua liên doanh Titan Corporation với Frasers, GEI mở rộng sang phân khúc nhà xưởng xây sẵn – một thị trường còn nhiều dư địa phát triển tại Việt Nam. Theo kế hoạch, quy mô phát triển của Titan đến năm 2030 là 200 ha.

Mảng VLXD tích cực sau tái cấu trúc toàn diện. Cuối năm 2025, HĐQT VGC đã phê duyệt phương án tái cấu trúc bộ máy theo hướng tinh gọn, tập trung nâng cao hiệu quả quản trị, tối ưu hóa chi phí vận hành và phát huy tốt hơn các lợi thế sẵn có. Đối chiếu với trường hợp của GEE – một đơn vị thành viên khác của GEX đã triển khai tái cấu trúc thành công trong thời gian gần đây – chúng tôi kỳ vọng VGC và GEI sẽ ghi nhận sự cải thiện rõ rệt về hiệu quả hoạt động và KQKD trong các năm tới.

KQKD 2025–2026. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST sau CĐTS năm 2025 lần lượt đạt **14.465 tỷ đồng (+14% y/y)** và **706 tỷ đồng (+31% y/y)**. Dự báo cho năm 2026 là doanh thu thuần **17.275 tỷ đồng (+19% y/y)** và LNST sau CĐTS **892 tỷ đồng (+26% y/y)**.

Tổng kết. Ở mảng bất động sản, chúng tôi nhận thấy GEI đang sở hữu những đơn vị thành viên là các doanh nghiệp phát triển hàng đầu tại Việt Nam, hoạt động trong cả hai phân khúc BĐS thương mại và KCN, với quỹ đất quy mô lớn, phân bổ tại nhiều vị trí chiến lược trên cả nước. Hiện nay, Công ty đang trong giai đoạn mở rộng quy mô đầu tư, thể hiện qua giá trị xây dựng dở dang đạt xấp xỉ 6.300 tỷ đồng, chiếm hơn 15% tổng tài sản, và dự kiến tiếp tục gia tăng trong thời gian tới khi GEI triển khai đầu tư vào Titan Hải Phòng và FIH (Vietnam). Bên cạnh đó, mảng VLXD được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động sau quá trình tái cấu trúc bộ máy và tối ưu hóa vận hành, qua đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu cũng như mở rộng biên lợi nhuận trong trung hạn. Ở góc độ tổng thể, đối với cả GEX nói chung và GEI nói riêng, chúng tôi ghi nhận những cải thiện tích cực về nền tảng hoạt động và cơ cấu tài chính sau giai đoạn mở rộng đầu tư và thực hiện M&A mạnh mẽ trong giai đoạn 2020–2024. Trong bối cảnh kế hoạch IPO của GEI, Công ty dự kiến sẽ thu hút được nguồn vốn tiền mặt dồi dào, tạo điều kiện để tiếp tục đầu tư vào các dự án mới, đồng thời cơ cấu lại tình hình tài chính, giảm áp lực lãi vay và nâng cao tính linh hoạt trong phân bổ vốn. Từ đó, GEI có thêm dư địa để đầu tư chọn lọc vào các lĩnh vực có tiềm năng sinh lời cao hơn trong giai đoạn tới. Về định giá, BVSC đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu GEI ở mức **32.000 đồng/cp**, tương ứng cao hơn **+14,3%** so với giá khởi điểm đấu giá **28.000 đồng/cp**.

Chuyên viên phân tích

Trần Tuấn Dương, CFA

(84 24) 3928 8080 ext. 203

duongtt@bvsc.com.vn

Tổng quan Doanh nghiệp

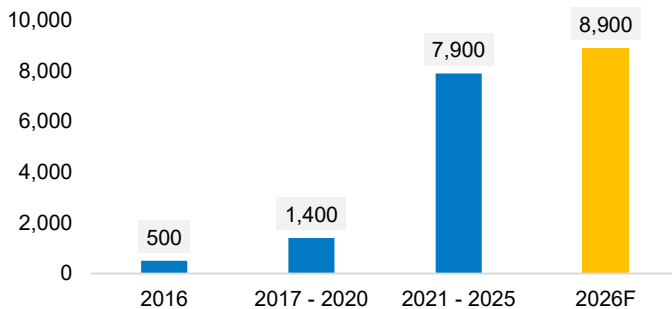
Lịch sử hình thành

Công ty TNHH MTV Năng lượng Gelex được thành lập năm 2016, do CTCP Tập đoàn Gelex (GEX) sở hữu 100% vốn, mục đích ban đầu là đầu tư vào lĩnh vực năng lượng. Năm 2020, Công ty đổi tên và chuyển đổi loại hình doanh nghiệp thành Công ty cổ phần với tên gọi mới là CTCP Hạ tầng Gelex (MCK dự kiến: GEI). GEI là một sub-holding trực thuộc GEX, sở hữu vốn trực tiếp tại các Công ty con trong lĩnh vực Bất động sản (bao gồm cả BĐS thương mại và KCN), Vật liệu xây dựng và Hạ tầng tiện ích. Sau nhiều lần tăng vốn, hiện tại vốn điều lệ của GEI là **7.900 tỷ đồng**.

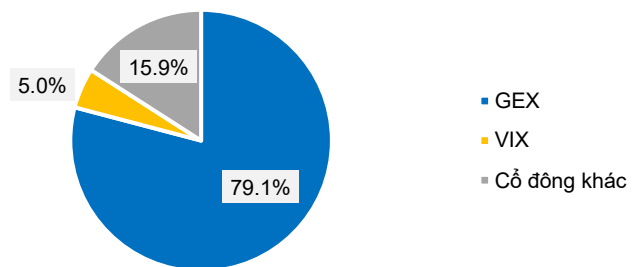
Cơ cấu cổ đông

Tính đến cuối Q3.25, GEX là cổ đông lớn và nắm quyền chi phối tại GEI với tỷ lệ sở hữu 79,1%; VIX sở hữu 5,0%; còn lại là các cổ đông khác. Sau khi hoàn thành tăng vốn thông qua chào bán lần đầu ra công chúng (IPO), tỷ lệ sở hữu của GEX tại GEI sẽ giảm xuống 70,2%.

Vốn điều lệ
(đvt: tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của GEI Q3.25



Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp

Cơ cấu tổ chức Công ty

GEI sở hữu trực tiếp 6 Công ty con và 2 Công ty liên kết, hoạt động ở các mảng: (1) Kinh doanh hạ tầng KCN; (2) Kinh doanh BĐS thương mại; (3) Sản xuất VLXD; và (4) Hạ tầng nước sạch.

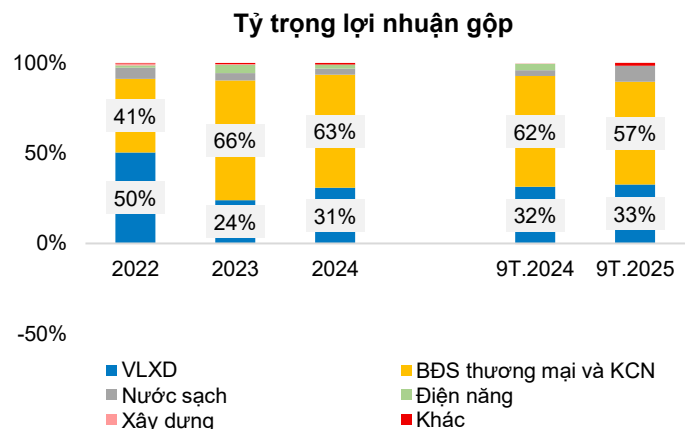
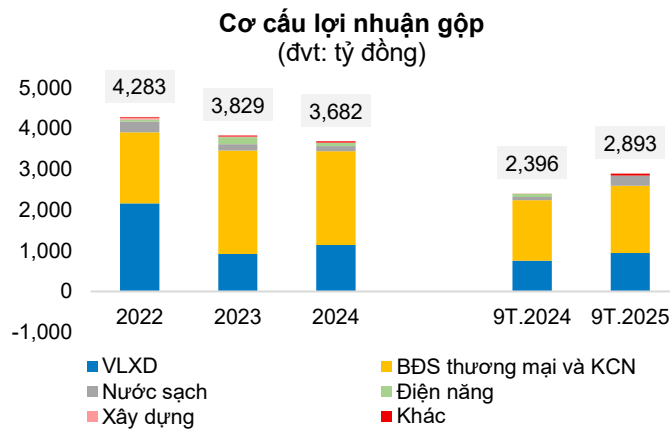
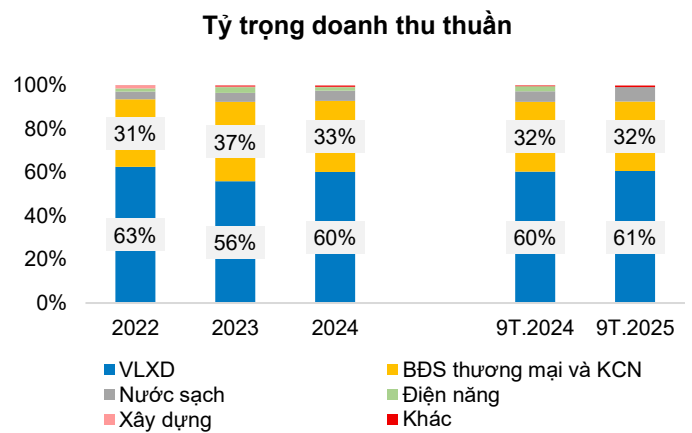
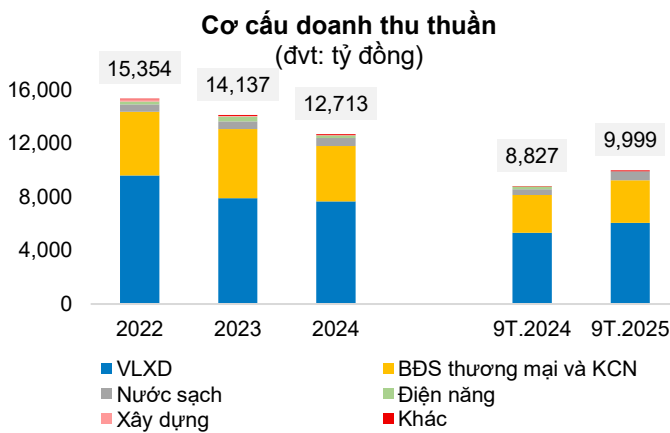
STT	Tên Công ty	Tỷ lệ lợi ích	Tổng quan
1	TCT Viglacera – CTCP (VGC)	50,2%	- Đầu tư kinh doanh BĐS và sản xuất kinh doanh VLXD.
2	CTCP Đầu tư và Phát triển KCN Dầu khí Long Sơn (PXL)	65,0%	- Xây dựng công trình dân dụng, công trình công nghiệp, giao thông, công trình thủy lợi.
3	CTCP Titan Hải Phòng	70,0%	- Kinh doanh BĐS.
4	Công ty TNHH FIH (Vietnam)	100,0%	- Hoạt động tư vấn quản lý.
5	CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà	62,5%	- Sản xuất và cung cấp nước sạch.
6	CTCP Hạ tầng Gelex Tây Ninh	87,0%	- Kinh doanh hạ tầng KCN.
7	Công ty TNHH Titan Corporation	49,0%	- Hoạt động tư vấn quản lý, kinh doanh BĐS.
8	CTCP Nước sạch Tây Hà Nội	50,0%	- Phân phối nước sạch.

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp

Các mảng hoạt động kinh doanh

Hoạt động sản xuất kinh doanh VLXD chiếm khoảng 60% cơ cấu doanh thu của GEI, mảng BĐS thương mại và KCN chiếm khoảng trên 30%, mảng cung cấp nước sạch chiếm khoảng 5%, còn lại là các mảng khác. Trong tháng 5/2024, GEI đã hoàn thành thoái vốn toàn bộ khỏi mảng điện năng sau khi chuyển nhượng phần vốn sở hữu tại Điện gió Hướng Phùng và Năng lượng Gelex Quảng Trị cho đối tác Sembcorp. Do đó, Công ty không còn ghi nhận KQKD từ hoạt động này kể từ Q3.2024.

Ngược lại, mảng BĐS thương mại và KCN chiếm tới 60% cơ cấu lợi nhuận gộp của GEI do tính chất biên lợi nhuận cao hơn đáng kể so với mảng sản xuất kinh doanh VLXD.



Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC ước tính

Mảng bất động sản khu công nghiệp – quỹ đất hiện hữu rất lớn

Quỹ đất thương phẩm đã GPMB lên đến hơn 800 ha, trải dài khác cả nước

Hiện tại, có thể thấy xu hướng phát triển KCN mới của VGC đang hướng về các tỉnh cấp 3, cấp 4; quỹ đất ở các thị trường cấp 1 (Hà Nội, Hải Phòng, Hưng Yên, Bắc Ninh) đang giảm dần. Lợi thế của các KCN ở các thị trường này là: (1) chi phí thấp; (2) đón đầu một số dự án đầu tư công tập trung vào phát triển cơ sở hạ tầng, nâng cao sự thuận lợi về logistics, mở rộng cơ hội phát triển trong tương lai; (3) ít đất xen kẹt, quá trình đền bù, GPMB diễn ra nhanh chóng, thuận lợi; và (4) giá

chào thuê thấp, thuận lợi hơn cho việc thu hút các nhà đầu tư trong nước, tầm trung. VGC tận dụng các KCN ở vùng ven linh hoạt thay đổi cơ cấu khách hàng, giảm thiểu rủi ro tập trung quá nhiều vào một tệp khách hàng nhất định.

Quỹ đất thương phẩm sẵn sàng đưa vào kinh doanh của VGC đạt hơn 800 ha:

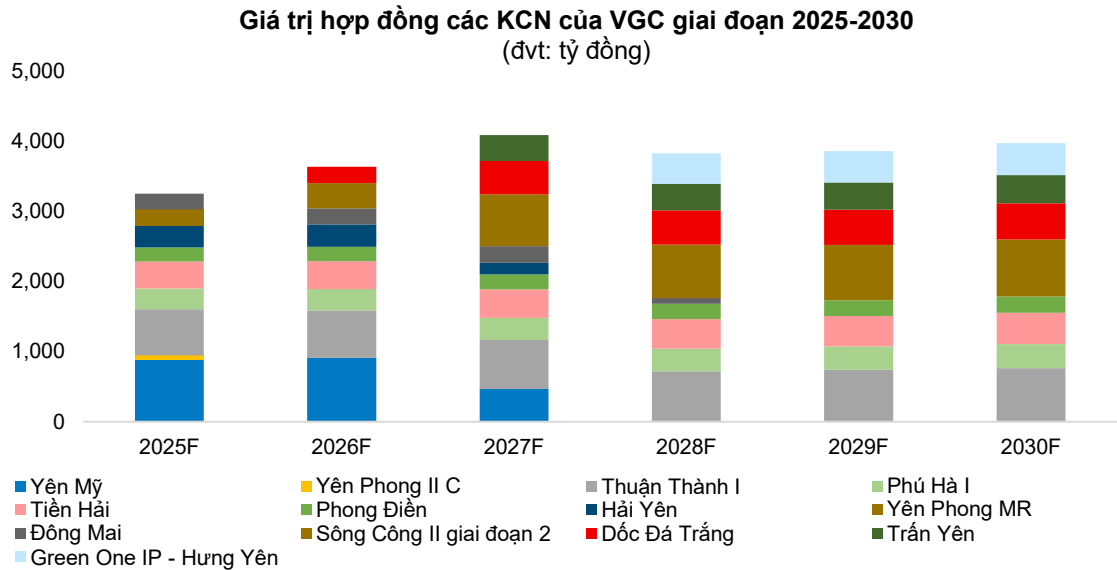
KCN	Địa điểm	Diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Diện tích đã đền bù, GPMB (ha)	Diện tích thương phẩm còn lại (ha)	Diện tích thương phẩm còn lại đã GPMB (ha)	Tỷ lệ lấp đầy
Yên Mỹ	Bắc Ninh	280	204	280	57	57	72%
Yên Phong II C	Bắc Ninh	219	148	192	2	2	99%
Thuận Thành I	Bắc Ninh	263	181	89	181	181	0%
Phú Hà I	Phú Thọ	350	273	307	127	127	53%
Tiền Hải	Thái Bình	466	191	134	109	72	43%
Phong Điền	Huế	284	217	284	155	155	29%
Hải Yên	Quảng Ninh	182	137	105	50	29	64%
Yên Phong MR	Bắc Ninh	314	227	310	6	6	97%
Đông Mai	Quảng Ninh	313	126	167	35	35	72%
Sông Công II	Thái Nguyên	296	207	121	207	84	0%
Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa	288	202	116	202	81	0%
Tổng cộng		3.255	2.113	2.018	1.131	829	

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC ước tính

VGC rất tích cực trong việc mở rộng quỹ đất KCN của mình. Trong năm 2024–2025, VGC đã được chấp thuận chủ trương đầu tư 4 dự án KCN mới với tổng quy mô 1.056 ha, TMĐT hơn 10.300 tỷ đồng.

KCN	Địa điểm	Diện tích (ha)	TMĐT (tỷ đồng)	Thời điểm phê duyệt	Ghi chú
Sông Công II giai đoạn 2	Thái Nguyên	296,2	3.985	7/3/2024	- Khu số 1 có quy mô 175,5 ha; khu số 2 có quy mô 120,7 ha. - Khởi công trong Q1.2025. - Tới tháng 9/2025, đã hoàn thành GPMB 120,5 ha (99,8% khu 2), khu 1 đã hoàn thành kiểm kê, lập danh sách hộ tái định cư.
Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa	288,0	1.800	18/3/2024	- Khởi công trong Q2.2025. - Tới tháng 11/2025, đã hoàn thành GPMB 116,2 ha; trong đó: 68,4 ha ở xã Vạn Hưng và 47,8 ha ở xã Bắc Ninh Hòa. - Thi công đồng loạt trong tháng 11/2025, đến Q1.2026 có ít nhất 50 ha được đầu tư đồng bộ hạ tầng và bàn giao cho nhà đầu tư thứ cấp.
Trần Yên	Yên Bái	254,6	2.184	20/11/2024	- Khởi công trong Q3.2025. - Tới tháng 9/2025, đã có 162/165 hộ được kiểm kê và 51/53 hộ có phương án được phê duyệt đã nhận tiền, bàn giao mặt bằng. GPMB 109 ha đến 31/10/2025, và kế hoạch GPMB toàn bộ diện tích còn lại trước 31/12/2025.
Green One IP - Hưng Yên (giai đoạn 1)	Hưng Yên	217,0	2.352	25/9/2025	- Phê duyệt Quy hoạch 1/2000 tại QĐ 1076/QĐ-UBND tỉnh Hưng Yên ngày 12/05/2025. - Dự kiến Q1.2028 đi vào hoạt động.
Tổng cộng		1.055,8	10.322		

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp



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

Công ty liên tục đề xuất lập hồ sơ xin chấp thuận chủ trương đầu tư đồng thời chấp thuận nhà đầu tư để triển khai đầu tư các KCN mới tại các địa phương có vị trí có lợi thế về hạ tầng, thu hút đầu tư và khả năng kinh doanh với tổng cộng diện tích nghiên cứu lên tới gần 3.000 ha.

Khu công nghiệp	Diện tích dự kiến (ha)	Địa điểm
Phù Ninh	400	Phú Thọ
Bắc Sơn	200	Phú Thọ
Đông Mai MR	150	Quảng Ninh
Tây Phổ Yên	500	Thái Nguyên
Hưng Yên	230	Hưng Yên
Tiền Hải MR	240	Thái Bình
Hòa Lạc	223	Hà Nội
Hữu Lũng	500	Lạng Sơn
KCN-ĐT-DV Lương Tà	500	Bắc Ninh
Tổng cộng	2.943	

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp

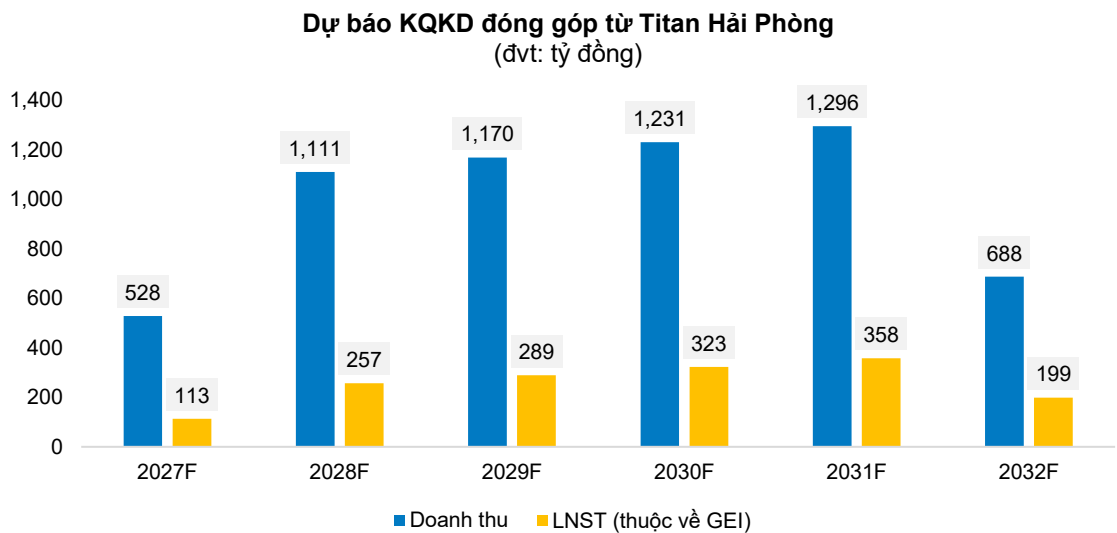
Titan Hải Phòng thực hiện phát triển dự án KCN Trần Dương

Trong Hội nghị Xúc tiến Đầu tư 2025 diễn ra trong tháng 7/2025, CTCP Titan Hải Phòng được phê duyệt chủ trương đầu tư đồng thời chấp thuận nhà đầu tư thực hiện dự án KCN Trần Dương – Hòa Bình (Khu A) giai đoạn 1, với quy mô 207,95 ha và tổng mức đầu tư 3.259 tỷ đồng. Dự án nằm trong chiến lược phát triển kinh tế của huyện Vĩnh Bảo (nay là xã Nguyễn Bình Khiêm), Hải Phòng. Dự án có lợi thế về vị trí khi có một mặt tiếp giáp với ĐT 354, có tuyến đường trục chính đầu ra đường huyện 17A, kết nối trực tiếp đến tuyến đường bộ ven biển kết nối với Quảng Ninh và Hưng Yên (tỉnh Thái Bình cũ) đang được triển khai thi công (hiện đã thực hiện trên 70% khối lượng). Tuyến đường khi hoàn thành sẽ rút ngắn quãng đường và thời gian đến sân bay Cát Bi, cảng Đình Vũ và cảng

Lạch Huyện. Ngoài ra, dự án dễ dàng tiếp cận các tuyến đường Quốc lộ 10 và Quốc lộ 37, không chỉ thuận lợi trong việc lưu thông hàng hóa mà còn thuận lợi trong việc thu hút nguồn lao động từ các tỉnh lân cận. Dự án dự kiến sẽ khởi công trong Q2.2026 và bắt đầu đóng góp vào doanh thu kể từ năm 2027.

Để triển khai đầu tư xây dựng và kinh doanh dự án trên, GEI sẽ sử dụng nguồn vốn huy động được từ đợt IPO tới để bổ sung nguồn vốn kinh doanh. Cụ thể, Công ty sẽ sử dụng 900 tỷ đồng nhằm góp vốn vào Titan Hải Phòng, từ đó nâng vốn điều lệ của Titan Hải Phòng lên **1.775 tỷ đồng**.

BVSC ước tính dự án sẽ đóng góp vào KQKD của GEI với tổng doanh thu hơn **6.000 tỷ đồng**, lợi nhuận ròng (thuộc về GEI) hơn **1.500 tỷ đồng** trong giai đoạn 2027–2032.



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

CTCP Đầu tư Khu công nghiệp dầu khí Long Sơn là đơn vị đầu mối quản lý dự án KCN Long Sơn với quy mô 850 ha, vị trí chiến lược tại khu vực Vũng Tàu (Tp. Hồ Chí Minh) để phát triển nhiều ngành công nghiệp quan trọng. Công ty đang nghiên cứu phát triển dự án theo hướng Khu Công nghệ cao và Khu Trung tâm dữ liệu (data center). Dự kiến sẽ đóng góp vào KQKD của GEI sớm nhất vào 2028.

Xu hướng phát triển mới của ngành là Nhà xưởng, nhà kho xây sẵn cho thuê

Hoạt động này được thực hiện thông qua Công ty TNHH Titan Corporation – liên danh giữa GEI và Frasers Property Investments (Vietnam) 1 Pte. Ltd. (GEI sở hữu 49%). Titan Corp phát triển không gian công nghiệp chất lượng cao theo tiêu chuẩn LEED Gold với quy mô hiện tại khoảng 100 ha ở khu vực Yên Phong (Bắc Ninh), Yên Mỹ (Hưng Yên) và Đông Mai (Quảng Ninh). Trong đó, diện tích sàn thương mại khoảng 70 ha. Mục tiêu của Công ty đến năm 2030 đạt hơn 200 ha và mở rộng ra khu vực phía Nam. Đơn giá cho thuê khoảng 5–6 USD/m²/tháng. Năm 2025, Titan dự kiến sẽ bắt đầu có lợi nhuận sau thuế dương (khoảng 48 tỷ đồng), biên lợi nhuận ròng khoảng 27–30%. Các năm tiếp theo sẽ tiếp tục có sự tăng trưởng mạnh, theo dự báo của chúng tôi.

Tổng hợp dự báo KQKD mảng KCN của GEI

Dự báo KQKD mảng KCN (đvt: tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu ghi nhận	4.174	4.648	5.730	6.631	7.359	8.237
- Đóng góp từ VGC	4.174	4.648	5.202	5.053	5.208	5.459
- Đóng góp từ PXL và Titan Hải Phòng	0	0	528	1.578	2.151	2.779
Tăng trưởng doanh thu	5,4%	11,4%	23,3%	15,7%	11,0%	11,9%
Diện tích đất cho thuê trong kỳ (ha)	123,9	136,4	167,5	165,1	173,5	185,4
Lợi nhuận gộp	2.404	2.619	2.977	3.226	3.642	4.166
Biên lợi nhuận gộp	57,6%	56,3%	51,9%	48,7%	49,5%	50,6%

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

Mảng bất động sản dân dụng – đầy đủ các phân khúc từ NOXH đến BĐS cao cấp

Bên cạnh mảng KCN, VGC cũng sở hữu rất nhiều dự án BĐS nhà ở xã hội, nhà ở thương mại, từ đó đem lại nguồn thu ổn định qua các năm

Nghị quyết số 171/2024/QH15 thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận và nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất; cho phép chuyển đổi mục đích sử dụng đất (bao gồm đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, và đất ở) để phát triển các dự án nhà ở. Điều này giúp tháo gỡ pháp lý tại 7-8 vị trí nhà máy của VGC, bao gồm các địa điểm như Bắc Ninh - Đáp Cầu (nhà máy kính), Bình Dương, Hà Nội (nhà máy gạch), và Quảng Ninh.

VGC đang tích cực thực hiện các dự án NOCN tại KCN Đồng Văn IV, Phú Hà, Đông Mai, Yên Phong, NOXH Kim Chung; đồng thời triển khai đầu tư mới NOXH/NOCN tại Tiên Dương – Đông Anh, KCN Tiền Hải và KCN Phú Hà. Triển khai đầu tư tiếp tục tại KĐT Đặng Xá 1, 2; và công tác chuẩn bị đầu tư Nhà ở cao cấp Thăng Long số 1 giai đoạn 3 (Hà Nội) và KĐT mới tại Bắc Ninh (22ha). Nghiên cứu phương án chuyển đổi mục đích sử dụng đất hiện có từ khu đất 12,5ha tại NM Kính Đáp Cầu sang dự án nhà ở, dịch vụ. Trong 2025-2026, VGC dự kiến đưa vào kinh doanh khoảng 2.000 căn NOXH tại các KCN, đáp ứng nhu cầu nhà ở cho công nhân. Trong đó, dự án NOXH Kim Chung hiện đang trong giai đoạn làm móng và được lên kế hoạch mở bán 1.000 căn hộ trong năm 2025, thể hiện tiến độ triển khai tích cực. Trong thời gian tới, VGC đang đẩy mạnh chuẩn bị đầu tư cho các dự án này từ năm 2025-2026, với thời hạn hoàn thành trong vòng 5 năm theo chính sách thí điểm của Nghị quyết 171 (tính từ thời điểm thông qua).

Mảng kinh doanh	Tiến độ	Tên dự án
Nhà ở xã hội, nhà ở công nhân	Tiếp tục phát triển, triển khai đầu tư	Khu nhà ở xã hội/nhà ở công nhân đồng bộ với phát triển KCN hiện có tại các KCN Đồng Văn IV, Phú Hà, Đồng Mai, Yên Phong...; Nhà ở xã hội tại Kim Chung (CT3, CT5). Khởi công dự án Tiên Dương – Đông Anh vào ngày 19/12/2025
	Công tác chuẩn bị đầu tư	Dự án nhà ở xã hội/nhà ở công nhân tại KCN Tiên Hải - Thái Bình (5,2 ha), KCN Phú Hà - Phú Thọ (8,4 ha).
Nhà ở thương mại	Tiếp tục phát triển, triển khai đầu tư	Khu đô thị hiện có của Tổng công ty: Nhà ở tại ô đất HH1, HH2, CC1 KĐT Đặng Xá 2 và CC1, CC2 tại KĐT Đặng Xá 1 - Hà Nội.
	Công tác chuẩn bị đầu tư	Dự án Khu nhà ở cao cấp Thăng Long No1 GD3 (Hà Nội); Dự án khu đô thị mới tại TP Bắc Ninh (22 ha).
	Tiếp tục nghiên cứu, triển khai theo quy định pháp luật đầu tư về phương án chuyển đổi mục đích sử dụng đất	Khu đất 12,5 ha của Nhà máy Kính Đáp Cầu. Khu đất của Công ty VFG tại Tp. Bắc Ninh.
	Tham gia đấu thầu, lựa chọn nhà đầu tư	Dự án nhà ở thương mại tại Phú Thọ, Bắc Ninh, Yên Bái và các địa phương khác.
Du lịch nghỉ dưỡng	Tiếp tục phát triển, triển khai đầu tư	Dự án khu du lịch sinh thái cao cấp Vân Hải giai đoạn 1 (khu biệt thự).
	Công tác chuẩn bị đầu tư	Giai đoạn 2 với diện tích ~40 ha (Công ty Cổ phần Viglacera Vân Hải).

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp

Dự án 226 Lê Lai – Hải Phòng

Công ty TNHH FIH (Vietnam) được thành lập ngày 20/08/2025 (GEI sở hữu 100% vốn) với mục tiêu phát triển các dự án BĐS thương mại và KCN. GEI đã đầu tư góp vốn vào FIH để thành lập Công ty TNHH G&F Residence nhằm thực hiện đầu tư mua lại vốn góp của Công ty triển khai Dự án nhà ở tại 226 Lê Lai – Hải Phòng (tên thương mại là ANmaison). Vị trí dự án nằm tại phường Ngô Quyền – trung tâm Tp. Hải Phòng, do đó ở gần trục giao thông huyết mạch cũng như tập trung nhiều dịch vụ tiện ích. Tổng diện tích khu đất là 13,62 ha, TMĐT là 8.042 tỷ đồng (trong đó 2.801 tỷ đồng là chi phí trúng đấu giá dự án). Frasers là đối tác phát triển và quản lý dự án. Thông tin cụ thể như sau:

Cơ cấu sản phẩm dự án	Diện tích phân bổ (m ²)	Diện tích sàn xây dựng (m ²)	Chi tiết
Phân khúc thấp tầng	47.289,1	163.254,3	- 200 căn liền kề. - 80 căn biệt thự
Chung cư cao tầng	6.825,5	58.754,4	- Khối để thương mại 3 tầng. - Khối tháp 38 tầng.
Nhà ở xã hội	13.856,5	62.354,3	- 2 tòa tháp NOXH 9 tầng.
Tổng cộng	67.971,1	284.362,9	

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp

Mặt bằng dự án là đất sạch, đã GPMB toàn bộ, đã khởi công xây dựng giai đoạn 1 (280 căn thấp tầng) vào ngày 19/12/2025. Các dự án xung quanh như Hoàng Huy New City hay Harbour Center đang rao bán với giá khoảng 150–200 triệu đồng/m². Chúng tôi kỳ vọng GEI sẽ có thể mở bán và bàn giao giai đoạn 1 (phân khúc thấp tầng) trong giai đoạn 2026–2028, với mức giá tại thời điểm mở bán khoảng 180 triệu đồng/m². Phân khúc chung cư, khối để thương mại và NOXH sẽ đóng góp vào KQKD trong giai đoạn 2027–2032. Tổng giá trị phát triển dự án này là khoảng gần **11.000 tỷ đồng**, với LNST (phần thuộc về GEI) ước tính đạt gần **1.600 tỷ đồng**.

Dự báo tiến độ ghi nhận KQKD	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
80 căn biệt thự								
200 căn nhà ở liền kề								
Khối để thương mại dịch vụ								
Chung cư cao tầng								
Nhà ở xã hội								
Tổng cộng doanh thu (tỷ đồng)	-	1.609	2.933	3.304	2.222	351	351	175

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

Kế hoạch của GEI là tiếp tục phát triển thêm các dự án BĐS thương mại và nhà ở tại các đô thị lớn, đặc biệt tại các khu vực lõi và khu đô thị gắn với giao thông công cộng (TOD – Transit Oriented Development), đáp ứng nhu cầu ở thực với chi phí hợp lý. Mục tiêu đến năm 2030, Công ty sẽ phát triển quỹ đất thêm 500–1.000 ha ở các khu vực Hà Nội, Hải Phòng, Tp. Hồ Chí Minh và Đồng Nai. Với kinh nghiệm sẵn có từ các dự án hiện hữu, cộng hưởng với năng lực phát triển BĐS quốc tế của các đối tác (đơn cử như Frasers), BVSC kỳ vọng đây sẽ là động lực tăng trưởng cho GEI trong tương lai.

Mảng VLXD – dự kiến KQKD được cải thiện sau khi tái cấu trúc

Hoạt động sản xuất kinh doanh VLXD của VGC tập trung vào: (1) Sứ vệ sinh – Sen vòi; (2) Gạch ốp lát granite – ceramic; (3) Kính xây dựng, kính tiết kiệm năng lượng; và (4) Gạch ngói đất sét nung, gạch bê tông khí và tấm panel – các sản phẩm phục vụ hoàn thiện và nội thất công trình.

Sản phẩm kinh doanh	Ghi chú
Sứ vệ sinh – Sen vòi	- 5 nhà máy sản xuất sứ vệ sinh với tổng công suất 2,5 triệu bộ sản phẩm/năm – chiếm 11% năng lực sản xuất toàn ngành. - Sản phẩm phụ trợ là sen vòi có công suất 500 nghìn bộ sản phẩm/năm – giúp gia tăng giá trị và mở rộng biên lợi nhuận.
Gạch ốp lát	- 7 nhà máy sản xuất gạch ốp lát với tổng công suất 43 triệu m ² /năm, bao gồm gạch granite và gạch ceramic.
Kính xây dựng	- 4 nhà máy sản xuất kính với tổng công suất 92 triệu m ² /năm. Là đơn vị đầu tiên có năng lực sản xuất kính siêu trắng.
Gạch ngói đất sét nung	- 4 nhà máy sản xuất với tổng công suất 103 triệu sản phẩm/năm.

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp

Bối cảnh cạnh tranh

Thị trường thiết bị vệ sinh tại Việt Nam có tính phân mảnh cao với nhiều doanh nghiệp tham gia thị trường, đặc biệt là các thương hiệu lớn từ nước ngoài (như TOTO, Inax, Caesar, Kohler...), do đó có áp lực cạnh tranh lớn. Các thương hiệu nước ngoài cạnh tranh ở mọi phân khúc, đặc biệt ở phân khúc cao cấp và tầm trung. Các doanh nghiệp nội địa như Thiên Thanh, Hào Cảnh... chủ yếu tập trung ở phân khúc trung cấp đến bình dân.

Ở thị trường gạch ốp lát, tổng công suất sản xuất của cả nước lên đến 831 triệu m²/năm với hơn 80 nhà máy sản xuất. Ngoài việc phải cạnh tranh với các thương hiệu nổi tiếng nội địa như Đồng Tâm, Thạch Bàn, Bạch Mã, Hoàng Hà... Công ty còn chịu áp lực rất lớn từ gạch ốp lát nhập khẩu

từ Thái Lan, Malaysia và Trung Quốc. Nhu cầu tiêu thụ trong nước chỉ dao động khoảng 400–450 triệu m²/năm – dẫn đến tình trạng cung vượt cầu, gây áp lực lớn lên giá bán cũng như biên lợi nhuận của các Công ty gạch ốp lát nói chung và GEI/VGC nói riêng.

Đối với thị trường kính xây dựng, trước đây vẫn phải nhập khẩu từ Trung Quốc, Malaysia do chưa có nguồn cung trong nước. Kể từ năm 2021, VGC đã tiên phong đầu tư vào Nhà máy Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ. Tuy nhiên, việc phải cạnh tranh với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc khiến giá bán bị giảm sâu, trong khi vốn đầu tư ban đầu lớn, từ đó khiến KQKD mảng kính vẫn đang ghi nhận lỗ.

Ở mảng gạch đất sét nung, nhu cầu yếu do thay đổi thị hiếu người tiêu dùng khiến cạnh tranh gia tăng, giá bán sụt giảm, nhiều sản phẩm kinh doanh không hiệu quả. VGC có định hướng thoái vốn khỏi mảng này.

Các sản phẩm của VGC có chất lượng cao, giá cả ở nhiều phân khúc, cùng với hệ thống hơn 15.000 đại lý phân phối cấp 1 và cấp 2 trên cả nước. Từ đó, thị phần của VGC trên thị trường VLXD duy trì ở mức đáng kể.

Triển vọng tương lai

Ngành VLXD nhìn chung phụ thuộc lớn vào diễn biến của thị trường bất động sản. Các nhà máy của Công ty duy trì sản xuất liên tục để tối ưu công suất máy móc, giảm chi phí khấu hao phân bổ, đồng thời đáp ứng đơn hàng của khách hàng. Theo dự báo của Hội VLXD Việt Nam, đến năm 2030, sản lượng một số chủng loại vật liệu ước đạt như sau: (1) Gạch ốp lát 670–690 triệu m² (xuất khẩu 130–140 triệu m²); (2) Sứ vệ sinh 37–43 triệu sản phẩm (xuất khẩu 7–8 triệu sản phẩm); (3) Kính xây dựng ổn định 210–250 triệu m² (xuất khẩu 10–20 triệu m²); (4) Gạch ngói đất sét nung giảm xuống 22–25 tỷ viên quy tiêu chuẩn, vật liệu xây không nung tăng lên 16–20 tỷ viên quy tiêu chuẩn, bê tông 250–270 triệu m³ các loại. Điều này cho thấy ngành VLXD Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng để phát triển. Ở mảng kính, chúng tôi kỳ vọng sản lượng và biên lợi nhuận sẽ có sự cải thiện đáng kể sau khi thuế Chống bán phá giá được BCT dự kiến thông qua trong Q1.2026.

Về công tác chuẩn bị nội tại, trong giai đoạn trước đây, VGC là doanh nghiệp trực thuộc Bộ Xây dựng, do đó mô hình quản trị và phong cách điều hành vẫn thiếu tính linh hoạt và chậm thích ứng với các yêu cầu đổi mới, sáng tạo trong môi trường kinh doanh hiện đại. Bên cạnh đó, cơ cấu tổ chức của VGC khá chồng chéo, với nhiều Công ty con và Công ty liên kết hoạt động trong các lĩnh vực tương đồng nhưng chưa được tổ chức và điều phối theo hướng tạo giá trị cộng hưởng, dẫn đến tình trạng phân tán nguồn lực và hiệu quả khai thác chưa tối ưu. Thực tế này đã phần nào hạn chế hiệu quả hoạt động và hiệu suất sinh lời của toàn hệ thống.

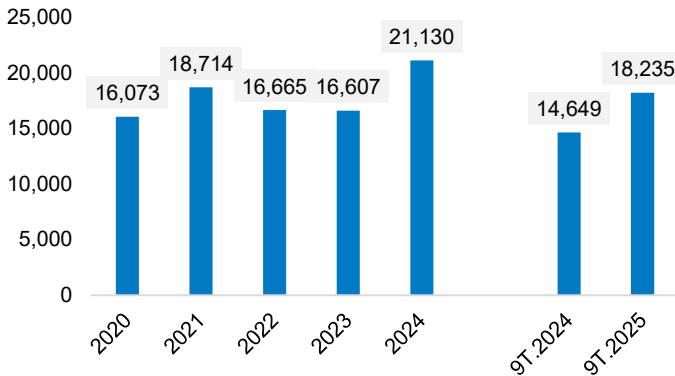
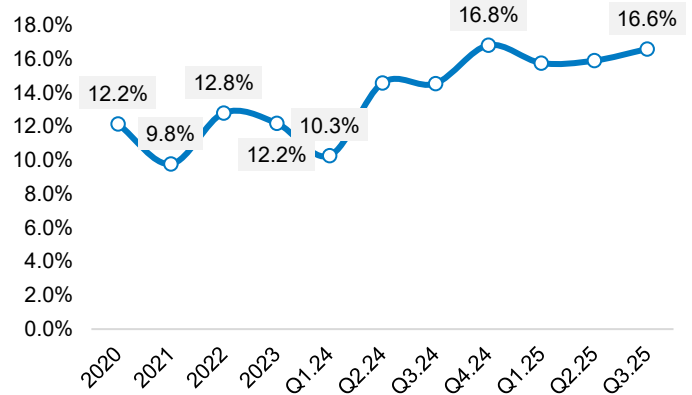
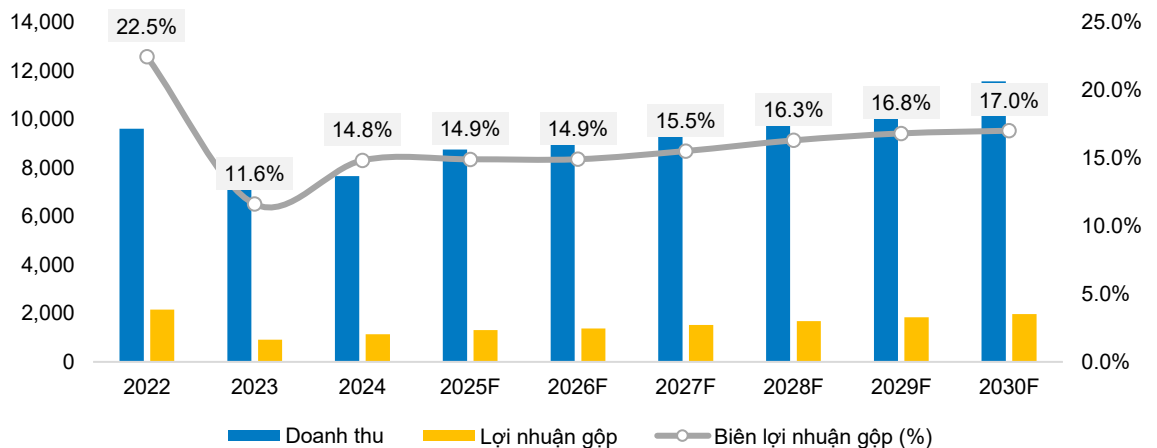
Nhận thức rõ các tồn tại trên, trong năm 2025, Hội đồng Quản trị VGC đã phê duyệt Phương án chi tiết “Đổi mới và tinh gọn mô hình tổ chức, hiện đại hóa công tác vận hành”, nhằm tái cấu trúc hệ thống theo hướng tinh gọn, nâng cao hiệu quả quản trị và phát huy tốt hơn các lợi thế sẵn có của Tổng Công ty. Cụ thể:

Đơn vị	Nội dung
Văn phòng Công ty mẹ	- Tổ chức lại mô hình tổ chức các Ban thuộc Văn phòng Công ty mẹ. - Chấm dứt hoạt động của các Chi nhánh TCT VGC tại Hà Nội, Đà Nẵng, Tp. Hồ Chí Minh, Ban QLDA đầu tư Nhà máy Sứ VGC Mỹ Xuân. - Chấm dứt hoạt động của 3 địa điểm kinh doanh thuộc Công ty mẹ (Ban QLDA đầu tư xây dựng): KCN Đồng Văn IV, KCN Tiền Hải, KCN Phú Hà.
Viện Nghiên cứu và Phát triển VGC	- Chuyển chức năng, nhân sự bộ phận R&D về các đơn vị nòng cốt của từng lĩnh vực kinh doanh thực hiện. - Rà soát nhân sự để xây kế hoạch điều chuyển, sắp xếp phù hợp chuyên môn. - Triển khai chấm dứt hoạt động vào thời điểm thích hợp.
Trường Cao đẳng VGC	- Rà soát hồ sơ pháp lý, phối hợp tư vấn xây dựng kế hoạch chuyển nhượng.
Mảng gạch ốp lát	- VGC Tiên Sơn (VIT) nhận sáp nhập VGC Hà Nội (VIH) và VGC Thăng Long (TLT), chuyển chức năng và bộ phận nhân sự của CTCP Kinh doanh Gạch ốp lát Viglacera (VIKD) thành Khối Kinh doanh của VIT. Sáp nhập VIKD vào VIT sau khi VIT nhận sáp nhập VIH và TLT. - Tại CTCP Bê tông khí VGC (BTK): Chuyển BTK thành Công ty con của VIT tại thời điểm thích hợp. - Tại CTCP Bao bì và má phanh VGC: Xem xét thoái vốn hoặc chuyển đổi mục đích sử dụng đất để đầu tư BĐS.
Mảng kính	- Công ty TNHH Kính nổi Việt Nam (VFG) đảm nhận vai trò Công ty nòng cốt sau tái cấu trúc, trực tiếp quản lý sở hữu vốn tại Công ty TNHH Kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (PFG). - Chuyển đổi mục đích sử dụng đất, chuyển đổi bổ sung ngành nghề kinh doanh tại CTCP Kính Đáp Cầu (DSG) và Công ty Kính nổi VGC (VIFG), chuyển giao Dây chuyền sản xuất kính Low E cho VFG/PFG quản lý, khai thác. - DSG chuyển nhượng Công ty TNHH Lắp dựng Kính VGC (LDK) cho nhà đầu tư bên ngoài hoặc chuyển giao sở hữu vốn cho VFG. - Duy trì hoạt động tại CTCP Khoáng sản VGC (VIM), thoái vốn tại thời điểm thích hợp. - Thoái vốn của TCT tại CTCP Đầu tư và XNK VGC (VGC – Exim) tại thời điểm thích hợp.
Mảng sứ vệ sinh	- Thành lập Công ty TNHH MTV Thiết bị vệ sinh Viglacera với vốn điều lệ 486 tỷ đồng (VGC sở hữu 100% vốn).

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp

Có thể so sánh tương đồng với 1 Công ty con khác thuộc GEX là GEE. Trong giai đoạn 2023–2024, GEE đã triển khai tái cấu trúc toàn diện bộ máy hoạt động, tập trung các công ty thành viên hoạt động trong cùng lĩnh vực về quản lý thống nhất dưới một công ty sub-holding. Đồng thời, GEE tiến hành cải tổ hệ thống nhân sự, tăng cường phối hợp nội bộ và khai thác hiệu quả các nguồn lực chung, qua đó tạo ra giá trị gia tăng rõ rệt cho các đơn vị thành viên. Bên cạnh đó, Công ty cũng thực hiện thoái vốn tại các đơn vị hoạt động kém hiệu quả, góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và cải thiện hiệu suất kinh doanh của toàn hệ thống. Nhìn vào kết quả, có thể nhìn rõ sự tích cực rõ rệt: doanh thu thuần đi ngang trong giai đoạn 2020–2023 ở mức 16.000 tỷ đồng, sau đó tăng mạnh lên mức hơn 21.000 tỷ đồng vào năm 2024, và đạt hơn 18.000 tỷ đồng trong 9T.2025 (+24% y/y). Biên lợi nhuận gộp được mở rộng từ quanh mức 12–13% lên mức 15–16% ở thời điểm hiện tại – cho thấy hiệu quả kinh doanh được cải thiện đáng kể hậu tái cấu trúc.

Như vậy, chúng tôi cũng kỳ vọng với việc cải tổ bộ máy, quản trị lại sơ đồ tổ chức của VGC, đặc biệt ở mảng VLXD, sẽ giúp Công ty có thể gia tăng hiệu quả kinh doanh ở cả mức tăng trưởng quy mô doanh thu và sự mở rộng của biên lợi nhuận trong các năm tiếp theo – đóng góp mạnh mẽ vào KQKD của VGC và GEI.

Quy mô doanh thu của GEE sau tái cấu trúc
(đvt: tỷ đồng)

Biên lợi nhuận gộp của GEE cải thiện

Dự báo KQKD mảng kinh doanh VLXD của GEI
(đvt: tỷ đồng)


Nguồn: Dữ liệu các công ty, BVSC tổng hợp

Mảng hạ tầng tiện ích – giá bán nước được điều chỉnh hỗ trợ KQKD trong thời gian tới

GEI đầu tư vào mảng sản xuất và kinh doanh nước sạch thông qua 2 đơn vị thành viên là CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (VCW – GEI nắm 62,5% vốn) và CTCP Nước sạch Tây Hà Nội (WDC – GEI mua 50,0% vốn trong tháng 11/2024). Trong đó, VCW là đơn vị sản xuất và bán buôn nước sạch, WDC là đơn vị phân phối và bán lẻ tại thị trường Hà Nội. Việc này giúp GEI hoàn thiện chuỗi giá trị cung ứng nước sạch theo đúng chiến lược kinh doanh ngành nước đã đề ra.

VCW cung cấp nước cho toàn bộ phía Tây Nam Tp. Hà Nội và một số khu vực khác thuộc Hệ thống cấp nước chuỗi đô thị “Sơn Tây – Hòa Lạc – Xuân Mai – Hiếu Môn – Hà Nội – Hà Đông”. VCW sở hữu nhà máy công suất 300.000 m3/ngày đêm – và chính thức được nâng lên thành 600.000 m3/ngày đêm từ cuối năm 2024.

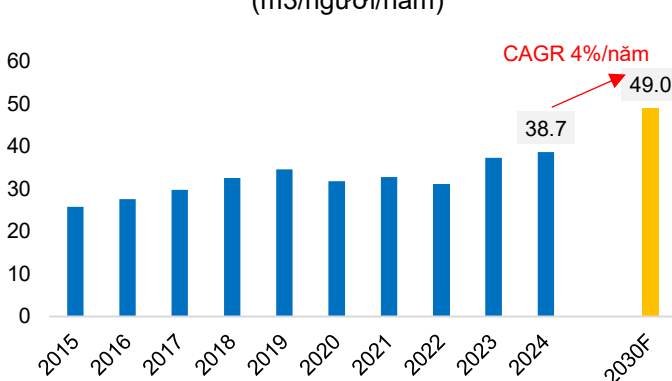
Về triển vọng ngành Nước, theo Hội Cấp thoát nước Việt Nam, dự kiến đến năm 2030, tổng nhu cầu nước của Việt Nam sẽ tăng 32% so với hiện nay, tương ứng tốc độ tăng trưởng CAGR gần 5% mỗi năm. Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng tiêu thụ nước đến từ (1) Gia tăng dân số tự nhiên

khoảng 1% mỗi năm trên cả nước; (2) Tỷ lệ đô thị hóa duy trì tăng với tốc độ 1,0–1,5%/năm; và (3) Tiêu thụ nước trong sản xuất công nghiệp gia tăng nhờ khả năng thu hút nguồn vốn FDI. Với kịch bản tăng trưởng GDP từ 6–7%/năm, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ nước sạch sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ 4–5%/năm đến 2030.

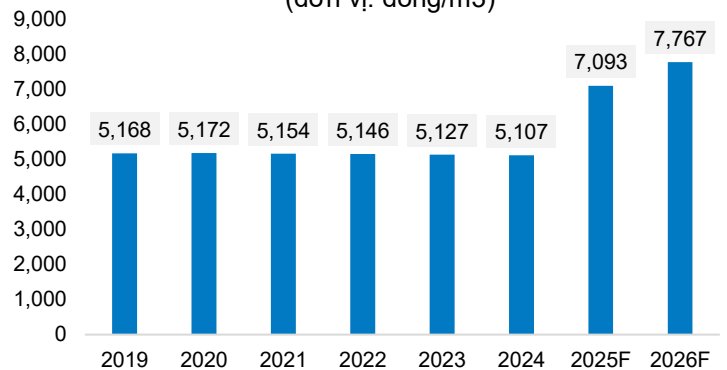
Về giá bán nước, sau 11 năm giữ nguyên mức giá 5.069 đồng/m³, ngày 29/03/2024, UBND Tp. Hà Nội đã phê duyệt điều chỉnh tăng giá bán nước sạch sinh hoạt của VCW lên 7.767 đồng/m³ (tăng 53%). Chúng tôi kỳ vọng yếu tố này sẽ hỗ trợ cho KQKD của VCW trong các năm tiếp theo, đặc biệt khi Công ty phải ghi nhận chi phí lãi vay và khấu hao lớn trong giai đoạn đầu của dự án 2. BVSC đánh giá rằng mảng kinh doanh nước sạch là tiềm năng, do đây là ngành có biên lợi nhuận cao, tốc độ tăng trưởng tự nhiên tương đối ổn định, giá bán cũng được UBND tỉnh điều chỉnh theo thời gian nhằm đảm bảo hiệu quả kinh doanh cho các doanh nghiệp.

Ngoài ra, việc sở hữu nhà máy nước giúp GEX/GEI có dòng tiền trả về khỏe và đều đặn hàng năm (giai đoạn vận hành ổn định sau đầu tư), từ đó giúp Công ty có thể: (1) có nguồn tài chính để trang trải các chi phí hoạt động, chi phí đầu tư; và (2) sử dụng chính các nhà máy nước để làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay tiếp theo, phục vụ nhu cầu M&A.

Tiêu thụ nước bình quân đầu người
(m³/người/năm)



Giá bán của VCW điều chỉnh tăng từ Q2.25
(đơn vị: đồng/m³)



Nguồn: NSO, Dữ liệu công ty, BVSC tổng hợp

Chiến lược phát triển:

Mảng sản xuất, bán buôn: GEI tiếp tục vận hành, khai thác tối đa công suất tại VCW 600.000 m³/ngày đêm giai đoạn 2026–2029, định hướng mở rộng lên 750.000 m³/ngày đêm vào năm 2030 và 900.000 m³/ngày đêm vào năm 2035. Đồng thời, tiếp tục đầu tư hạ tầng cung cấp nước sạch tại các KCN, nghiên cứu mở rộng hoạt động các tỉnh thông qua phát triển dự án mới hoặc M&A.

Mảng phân phối, bán lẻ: Sau khi hoàn thành M&A WDC, GEI đặt kế hoạch sẽ nâng công suất phân phối từ 30.000 m³/ngày đêm lên gần 100.000 m³/ngày đêm vào năm 2030, mở rộng mạng lưới tại phía Tây Hà Nội (Hoài Đức, Đan Phượng). Giai đoạn 2030–2035, tiếp tục tăng công suất đồng bộ với kế hoạch mở rộng của VCW, đồng thời tìm kiếm cơ hội đầu tư tại các địa phương khác.

Ở mảng năng lượng: GEI đang nghiên cứu đầu tư vào đại dự án điện gió gần bờ với quy mô 800 MW, giai đoạn 1 khoảng 129 MW.

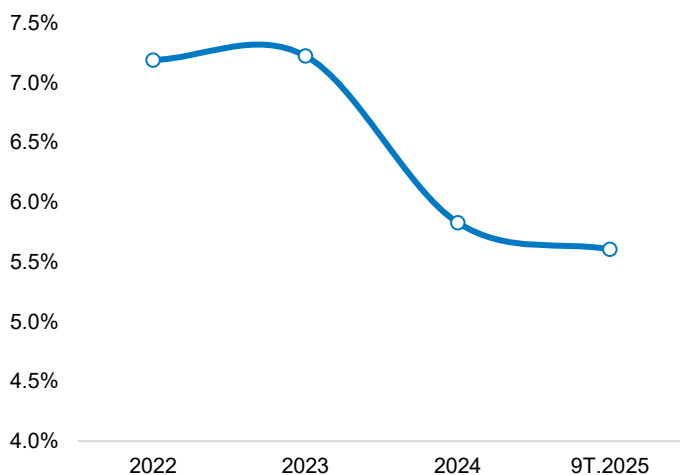
Tình hình tài chính

Tính đến cuối Q3.25, dư nợ vay của GEI đạt 12.539 tỷ đồng, tăng gần 4.500 tỷ đồng so với cuối năm 2024, trong đó dư nợ cho vay ngắn hạn là 5.131 tỷ đồng, dư nợ cho vay dài hạn là 7.408 tỷ đồng. Tỷ lệ đòn bẩy duy trì ở mức cao 2,1–2,3 lần, tuy nhiên là phù hợp với phần lớn các doanh nghiệp phát triển bất động sản trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư.

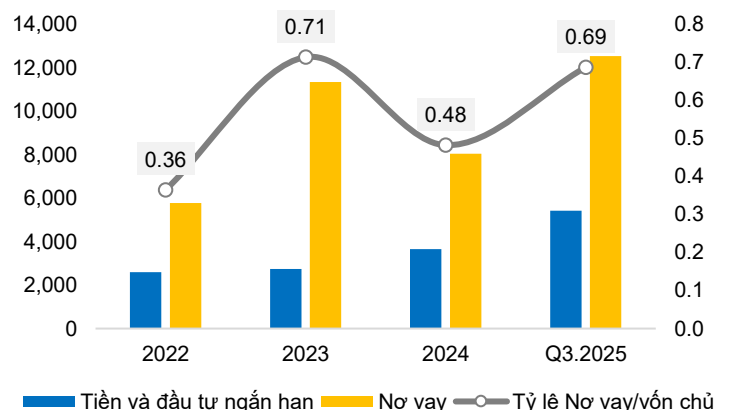
Ngày 25/11/2025, UBCKNN đã cấp Giấy chứng nhận đăng ký chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) cho GEI. Theo kế hoạch chào bán, GEI sẽ phát hành 100 triệu cổ phiếu ra công chúng và tiến tới đưa cổ phiếu niêm yết tại HSX. Giá chào bán là giá trúng đấu giá theo phương pháp bình quân gia quyền của nhà đầu tư khi tham gia đấu giá công khai của đợt IPO này, với mức giá khởi điểm là **28.000 đồng/cp**. Tổng số tiền GEI dự kiến thu về là 2.800 tỷ đồng, trong đó Công ty dùng 900 tỷ đồng để tăng vốn điều lệ tại Titan Hải Phòng nhằm thực hiện dự án KCN Trần Dương giai đoạn 1; 1.900 tỷ đồng để thực hiện tái cấu trúc Công ty (trả nợ gốc và giảm áp lực lãi vay). Nếu thương vụ IPO thành công, chúng tôi đánh giá đây là điểm rất tích cực đối với GEI, vì Công ty có nhiều dư địa hơn cho giai đoạn đẩy mạnh đầu tư 2026–2030.

Thông tin đợt IPO	Chi tiết
SLCP phát hành	100 triệu cổ phần
Giá khởi điểm bán đấu giá	28.000 đồng/cp
Giá trị VCSH trước chào bán	22.385 tỷ đồng
Số tiền thu về dự kiến	2.800 tỷ đồng
Mục đích sử dụng vốn	- Tăng vốn điều lệ cho CTCP Titan Hải Phòng: 900 tỷ đồng. - Tái cấu trúc tài chính Công ty: 1.900 tỷ đồng
Tiến độ thực hiện	
25/11/2025	UBCKNN cấp giấy Chứng nhận đăng ký chào bán.
4/12/2025 – 23/12/2025	Thời gian nhận đăng ký mua.
Chậm nhất 15h ngày 29/12/2025	Thời gian bỏ phiếu tham dự đấu giá.
9h ngày 31/12/2025	Ngày đấu giá.
02/01/2026 – 08/01/2026	Nhận kết quả đấu giá và thực hiện thanh toán số tiền còn lại.

Lãi suất vay trung bình



Tỷ lệ đòn bẩy của GEI
(đvt: tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC ước tính

Tổng hợp dự phóng KQKD 2025–2026

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST sau CĐTTS năm 2025 lần lượt đạt **14.465 tỷ đồng (+14% y/y)** và **706 tỷ đồng (+31% y/y)**:

- Mảng VLXD ghi nhận doanh thu tăng hơn 14% nhờ nhu cầu từ thị trường BĐS đang ở mức cao.
- Mảng BĐS thương mại và KCN ghi nhận đồng góp tăng trưởng từ các dự án thuộc VGC.
- Nhà máy nước Sông Đà được điều chỉnh tăng giá bán và mở rộng công suất giúp KQKD cải thiện rất đáng kể.
- Doanh thu tài chính và chi phí tài chính đều giảm mạnh do không ghi nhận lãi/lỗ từ việc thoái vốn Công ty con như trong 2024.
- Thu nhập từ CTLK đạt mức dương 32 tỷ đồng – so với mức lỗ 75 tỷ đồng trong năm 2024, nhờ Titan Corp và WDC bắt đầu ghi nhận KQKD tích cực từ năm 2025.

Dự báo cho năm 2026 là doanh thu thuần **17.275 tỷ đồng (+19% y/y)** và LNST sau CĐTTS **892 tỷ đồng (+26% y/y)**. VGC dự kiến sẽ tiếp tục đồng góp lớn vào KQKD của GEI, đặc biệt sau khi hoàn thành tái cấu trúc bộ máy giúp gia tăng biên lợi nhuận. Ngoài ra, dự án Lê Lai - Hải Phòng sẽ chính thức ghi nhận doanh thu, lợi nhuận vào năm 2026 cũng hỗ trợ cho đà tăng trưởng mạnh mẽ của GEI.

Đvt: tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2025 y/y	2026 y/y
Doanh thu thuần	12.713	14.465	17.275	13,8%	19,4%
- Sản phẩm VLXD	7.667	8.753	9.243	14,2%	5,6%
- BĐS thương mại và KCN	4.150	4.760	6.955	14,7%	46,1%
- Cung cấp nước	594	859	978	44,4%	13,9%
- Xây dựng, bán điện và khác	302	94	99	-68,8%	5,0%
Lợi nhuận gộp	3.682	4.135	5.111	12,3%	23,6%
Doanh thu tài chính	642	321	326	-50,0%	1,6%
Chi phí tài chính	769	483	708	-37,2%	46,5%
Thu nhập từ Công ty LDLK	-75	32	37	-	15,0%
Chi phí bán hàng	862	916	1.067	6,2%	16,5%
Chi phí QLDN	1.045	1.120	1.224	7,2%	9,2%
Thu nhập khác (ròng)	53	20	39	-61,2%	90,9%
LNTT	1.625	1.988	2.513	22,3%	26,4%
Lợi nhuận ròng sau CĐTTS	540	706	892	30,7%	26,4%
BLN gộp	29,0%	28,6%	29,6%		
BLN ròng	4,2%	4,9%	5,2%		
EPS (đồng/cp)	684	893	1.129		

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC ước tính

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi tiếp cận 2 phương pháp định giá là: (1) định giá lại tài sản Công ty mẹ; và (2) Chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp FCFF để xác định giá trị hợp lý cho GEI. Kết quả, giá mục tiêu cho GEI là **32.000 đồng/cp**, tương ứng tiềm năng tăng giá **+14,3%** so với giá khởi điểm bán đầu giá là **28.000 đồng/cp**.

Tổng hợp định giá	Giá trị hợp lý VCSH (triệu đồng)	Tỷ trọng	Giá trị/cp (đồng/cp)
Định giá lại giá trị tài sản ròng	25.836.361	50%	29.030
Chiết khấu dòng tiền	31.138.768	50%	34.987
Giá trị hợp lý			32.008

Phương pháp Định giá lại tài sản ròng Công ty mẹ (NAV):

NAV Valuation (triệu đồng)	Q3.2025	Đánh giá lại	Ghi chú
Tài sản ngắn hạn	2.928.438	2.928.438	
Tiền & tương đương tiền	230.652	230.652	
Đầu tư tài chính ngắn hạn	732.277	732.277	
Phải thu ngắn hạn	1.963.424	1.963.424	
Tài sản ngắn hạn khác	2.085	2.085	
Tài sản dài hạn	10.059.524	24.424.772	
Phải thu dài hạn	736.316	736.316	
Tài sản cố định	2.256	2.256	
Tài sản dở dang dài hạn	9.576	9.576	
Đầu tư tài chính dài hạn	9.270.359	23.635.608	Định giá lại giá trị hợp lý của các Công ty con, Công ty liên kết.
Tài sản dài hạn khác	41.017	41.017	
Tổng cộng tài sản	12.987.962	27.353.210	
Tiền dự kiến thu sau IPO	-	2.800.000	
Tổng nợ phải trả	4.316.849	4.316.849	
VCSH	8.671.112	25.836.361	
SLCP sau IPO (CP)	790.000.000	890.000.000	SLCP sau IPO tăng thêm 100 triệu cổ phần.
Giá trị hợp lý (đồng/cp)	10.976	29.030	

Đầu tư tài chính dài hạn (triệu đồng)	Q3.2025	Phương pháp	Giá trị hợp lý
Đầu tư vào Công ty con	8.173.254		21.509.854
CTCP Đầu tư KCN Dầu khí Long Sơn	1.150.004	NPV	2.704.153
CTCP Titan Hải Phòng	352.468	NPV	798.893
CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà	1.275.907	DCF	3.126.869
Công ty TNHH FIH (Vietnam)	300.000	NPV	1.164.737
TCT Viglacera – CTCP	5.094.855	DCF & P/B	13.715.182
CTCP Hạ tầng Gelex Tây Ninh	20	BV	20
Đầu tư vào Công ty liên kết	1.019.856		2.048.504
CTCP Nước sạch Tây Hà Nội	95.696	DCF	385.016
Công ty TNHH Titan Corporation	924.160	P/B @ 1,8x	1.663.488
Đầu tư vào đơn vị khác	77.250		77.250
Tổng cộng giá trị	9.270.359		23.635.608

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF):

FCFF (triệu đồng)	2026	2027	2028	2029	2030
CFO	2.816.618	2.925.949	2.538.415	2.377.517	2.223.762
FCFF	3.278.367	3.340.791	2.921.985	2.729.816	2.544.790
Terminal Value	34.479.776				
Tổng cộng giá trị DN	32.978.353				
+ Tiền và tương đương tiền	3.408.117				
+ Tiền dự kiến thu sau IPO	2.800.000				
- Nợ vay tài chính	8.047.703				
Giá trị hợp lý của VCSH	31.138.768				
SLCP sau IPO	890.000.000				
Giá trị hợp lý (đồng/cp)	34.987				

Nguồn: Dữ liệu công ty, BVSC ước tính

Tổng kết

Chúng tôi nhận thấy GEI đang sở hữu những đơn vị thành viên là các doanh nghiệp phát triển bất động sản hàng đầu tại Việt Nam, hoạt động trong cả hai phân khúc BĐS thương mại và KCN, với quỹ đất quy mô lớn, phân bổ tại nhiều vị trí chiến lược trên cả nước. Hiện nay, Công ty đang trong giai đoạn mở rộng quy mô đầu tư, thể hiện qua giá trị xây dựng dở dang đạt xấp xỉ 6.300 tỷ đồng, chiếm hơn 15% tổng tài sản, và dự kiến tiếp tục gia tăng trong thời gian tới khi GEI triển khai đầu tư vào Titan Hải Phòng và FIH (Vietnam). Bên cạnh đó, mảng VLXD được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động sau quá trình tái cấu trúc bộ máy và tối ưu hóa vận hành, qua đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu cũng như mở rộng biên lợi nhuận trong trung hạn. Ở góc độ tổng thể, đối với cả GEX nói chung và GEI nói riêng, chúng tôi ghi nhận những cải thiện tích cực về nền tảng hoạt động và cơ cấu tài chính sau giai đoạn mở rộng đầu tư và thực hiện M&A mạnh mẽ trong giai đoạn 2020–2024. Trong bối cảnh kế hoạch IPO của GEI, Công ty dự kiến sẽ thu hút được nguồn vốn tiền mặt dồi dào, tạo điều kiện để tiếp tục đầu tư vào các dự án mới, đồng thời cơ cấu lại tình hình tài chính, giảm áp lực lãi vay và nâng cao tính linh hoạt trong phân bổ vốn. Từ đó, GEI có thêm dư địa để đầu tư chọn lọc vào các lĩnh vực có tiềm năng sinh lời cao hơn trong giai đoạn tới. Về định giá, BVSC đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu GEI ở mức **32.000 đồng/cp**, tương ứng cao hơn **+14,3%** so với giá khởi điểm đầu giá **28.000 đồng/cp**.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	14.137	12.713	14.465	17.275
Giá vốn	10.308	9.030	10.330	12.164
Lợi nhuận gộp	3.829	3.682	4.135	5.111
Doanh thu tài chính	157	642	321	326
Chi phí tài chính	690	769	483	708
Lợi nhuận sau thuế sau CĐTS	441	540	706	892

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Tiền, tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	2.737	3.656	5.270	10.101
Khoản phải thu ngắn hạn	1.522	2.999	4.274	4.496
Hàng tồn kho	5.045	4.669	5.313	6.345
Tài sản cố định hữu hình	14.390	10.475	11.945	10.989
Đầu tư tài chính dài hạn	786	808	1.651	1.651
Tổng tài sản	37.800	35.576	41.988	46.862
Nợ vay ngắn hạn	3.613	2.870	4.305	3.905
Nợ vay dài hạn	7.735	5.177	6.731	5.731
Vốn chủ sở hữu	15.899	16.687	18.550	22.621
Tổng nguồn vốn	37.800	35.576	41.988	46.862

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-7,9%	-10,1%	13,8%	19,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-29,2%	22,6%	30,7%	26,4%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	27,1%	29,0%	28,6%	29,6%
Lợi nhuận thuần biên	3,1%	4,2%	4,9%	5,2%
ROA	1,2%	1,5%	1,8%	2,0%
ROE	2,8%	3,3%	4,0%	4,3%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	30,0%	22,6%	26,3%	20,6%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	71,4%	48,2%	59,5%	42,6%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	558	684	893	1.129
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	10.656	11.630	12.533	17.103

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Tuấn Dương** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng, CFA Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú, CFA Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển dannv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương, CFA Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhdn@bvsc.com.vn
Nguyễn Minh Khôi Vật liệu xây dựng khoimn@bvsc.com.vn		



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888