

CTCP Cơ điện lạnh (REE)

Điện

Giá hiện tại	VND66.300
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND69.700/53.046
Giá mục tiêu	VND76.600
Giá mục tiêu trước đó	VND67.900
Consensus	2,5%
Tiềm năng tăng giá	15,5%
Tỷ suất cổ tức	1,5%
Tổng tỷ suất sinh lời	17,0%

Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	1.362,8
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	1,7
Sở hữu NN (tr USD)	0,0
Số CP lưu hành (tr)	542
Số CP sau pha loãng (tr)	542

	REE	Ngành	VNI
P/E trượt	13,9x	12,6x	14,3x
P/B hiện tại	1,8x	1,9x	2,0x
ROA	5,6%	4,8%	2,2%
ROE	13,4%	16,5%	13,7%

* dữ liệu ngày 17/11/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
REE	1,4%	-2,9%	19,1%
VNIndex	-7,1%	-0,3%	32,8%

Cơ cấu sở hữu

Platinum Victory Pte.Ltd	41,6%
Nguyễn Thị Mai Thanh	12,2%
Khác	46,2%

Tổng quan doanh nghiệp

REE là một tập đoàn hàng đầu Việt Nam chuyên về lĩnh vực cơ điện, năng lượng và bất động sản. Hiện tại, tập đoàn sở hữu tổng công suất phát điện ~1 GW, chủ yếu từ thủy điện và điện gió. Bên cạnh đó, REE còn cung cấp dịch vụ thi công cơ điện lạnh và phát triển các dự án bất động sản thương mại và dân cư.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

Khả Quan (từ Trung Lập)

Khởi động chu kỳ đầu tư mới

- Nâng khuyến nghị lên Khả quan với tiềm năng tăng giá 15,5% và tỷ suất cổ tức 1,5%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 12,8% trong khi giá cổ phiếu gần như đi ngang kể từ báo cáo gần nhất (-0,3%).
- Giá mục tiêu cao hơn do nâng dự phóng EPS, chuyển mô hình định giá sang năm 2026 và phản ánh các dự án điện gió mới vào định giá.
- P/E trượt hiện là 13,7x, chỉ cao hơn một chút so với P/E trung bình 5 năm (12x), là mức hấp dẫn khi xét đến triển vọng vững chắc của doanh nghiệp.

Tiêu điểm tài chính

- Lợi nhuận (LN) ròng Q3/25 tăng mạnh 40,5% svck lên 674 tỷ đồng nhờ LN tăng trưởng từ tất cả các mảng kinh doanh chính, đặc biệt là mảng điện.
- Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2025-26 tăng trưởng 34,9%/10,2% svck nhờ mảng điện tăng trưởng mạnh trong năm 2025 và đóng góp cao hơn của các dự án E town 6 và dự án BĐS Light Square trong năm 2026.

Luận điểm đầu tư

Các dự án điện gió mới thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng dài hạn

REE chính thức nhận được quyết định phê duyệt đầu tư và khởi động hai dự án điện gió gần bờ là V1-3 GĐ2 (48 MW) và V1-5 & V1-6 GĐ2 (80 MW) với tổng vốn hơn 6.100 tỷ. Đây là bước đi tiếp theo trong chiến lược phát triển năng lượng xanh của REE. Cùng với dự án V1-4 đang triển khai, REE sẽ tăng công suất điện gió lên 2,4 lần, đạt 302 MW vào năm 2027. Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng điện của REE trong giai đoạn 2026-2027, trong bối cảnh triển vọng thủy điện có thể sẽ khiêm tốn sau một năm 2025 mạnh mẽ. Ngoài ra, REE cũng vừa được giao nhiệm vụ khảo sát điện gió ngoài khơi tại phía Nam, điều này có thể mở ra cơ hội cho REE phát triển mảng kinh doanh này trong tương lai.

Dự án sân bay Long Thành (LTIA) thúc đẩy mảng M&E trong ngắn hạn

Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực đối với mảng cơ điện lạnh (M&E) của REE trong những năm tới với DT dự kiến tăng 30,2%/22,4% svck và LN ròng M&E tăng 20,4%/37,5% svck trong năm 2025-26, chủ yếu nhờ việc triển khai dự án LTIA, dự kiến hoàn thành vào cuối 2025 đến đầu 2026. Ngoài ra, nếu không tính dự án LTIA, giá trị hợp đồng ký mới cũng tăng gấp đôi svck trong 9T25, cao hơn đáng kể so với mức trung bình lịch sử và là tín hiệu tích cực cho mảng M&E trong những năm tới.

Mảng bất động sản (BĐS) sẽ là động lực tăng trưởng trong năm 2026

BĐS sẽ là động lực tăng trưởng trong năm 2026, với sự đóng góp từ cả hoạt động cho thuê văn phòng và phát triển dự án. Chúng tôi kỳ vọng tòa nhà E.town 6 sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy 50%/85% trong năm 2025-26, hỗ trợ LN ròng cho thuê văn phòng tăng 2,6%/26,4% svck. Trong khi đó, việc bán và bàn giao phần lớn các sản phẩm của dự án Light Square sẽ bị trì hoãn sang năm 2026 (sv. Kỳ vọng trước đó là nửa cuối năm 2025). Dự án này dự kiến mang lại DT 699 tỷ đồng và LN ròng 192 tỷ đồng trong năm 2026, đóng góp 6% tổng LN ròng của REE.

Định giá hấp dẫn khi xét đến triển vọng vững chắc của doanh nghiệp

REE hiện đang giao dịch ở mức P/E trượt là 13,7x, cao hơn một chút so với mức P/E trung bình 5 năm là 12x. Chúng tôi đánh giá đây là mức định giá hấp dẫn, xét đến tiềm năng LN tích cực trong ngắn hạn cũng như triển vọng dài hạn đầy hứa hẹn của doanh nghiệp với nhiều dự án năng lượng xanh mới được triển khai.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-8,5%	-2,2%	25,7%	14,4%
Tăng trưởng LN	-18,7%	-8,9%	34,9%	10,2%
Biên LN gộp	43,2%	37,2%	38,9%	36,9%
Biên LN ròng	25,5%	23,7%	25,5%	24,5%
P/E (lần)	10,3	15,8	13,4	12,1
P/B (lần)	1,3	1,7		
ROAE	13,3%	11,0%	13,6%	13,9%
Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	37,2%	21,2%	21,4%	25,1%

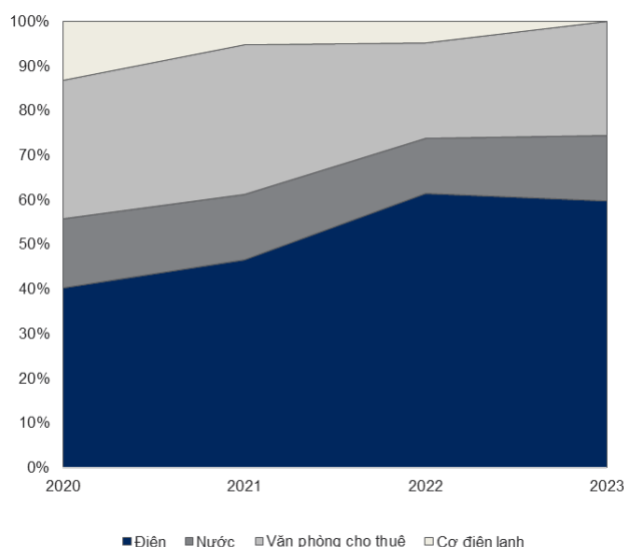
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp: Tập đoàn đa ngành với mũi nhọn đến từ mảng dịch vụ tiện ích

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE) thành lập năm 1977 với trọng tâm ban đầu là mảng cơ điện lạnh (M&E). Sau đó, công ty đã liên tục phát triển và mở rộng sang nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau bao gồm bất động sản, và các ngành nghề dịch vụ tiện ích thiết yếu, đóng góp giá trị bền vững cho xã hội. Kể từ năm 2020, Hội đồng quản trị (HĐQT) quyết định tái cấu trúc công ty thành công ty mẹ, trong đó các công ty con và công ty liên kết sẽ được tổ chức thành 4 công ty, tương ứng với 4 mảng kinh doanh: cơ điện lạnh, bất động sản, điện, và nước.

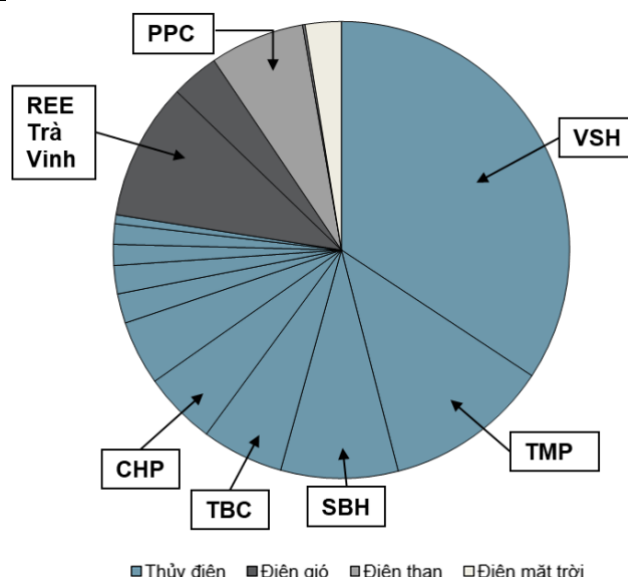
REE đã đầu tư vào mảng tiện ích (điện & nước) từ năm 2010 và đã phát triển danh mục các công ty con và công ty liên kết vững mạnh. Tập đoàn có tổng công suất phát điện là 2.635MW, trong đó, công suất thuộc sở hữu của REE đạt 1.046MW với 3 loại nguồn phát khác nhau là thủy điện (519MW), điện than (274MW) và NLTT (253MW).

Hình 1: Cơ cấu LN theo các mảng kinh doanh. Các mảng kinh doanh của REE đều có LN tương đối ổn định



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Cơ cấu đóng góp LN mảng phát điện của REE. Thủy điện là nguồn chủ đạo, chiếm hơn 75%.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Danh mục điện của REE

	Tên doanh nghiệp	Sở hữu	Công suất (MW)	% tổng công suất của REE	Sản lượng năm (triệu kWh)	Năm hoạt động	Địa điểm
Thủy điện	(VSH) Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	52,6%	356	18%	1.473		Sông Công (Bình Định) - Sông Hinh (Phú Yên)
	> Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	52,6%	136	7%	659	1994-2001	
	> Thủy điện Thượng Kon Tum	52,6%	220	11%	814	2021	Sông Đắk Nghé (Kon Tum)
	(TBC) Thủy điện Thác Bà	60,4%	120	7%	444	1975	Hồ Thác Bà (Yên Bái)
	(MHP) Thủy điện Mường Hum	79,9%	35	3%	157	2011	Sông Ngòi Phát (Lào Cai)
	(IED) Phát triển điện Đồng Dương	100,0%	22	2%	84		
	> Thủy điện Nậm Bản 2	100,0%	22	2%	84	2018	Lai Châu
	(TMP) Thủy điện Thác Mơ	42,6%	170	7%	670	1995	Sông Bé (Bình Phước)
	(SBH) Thủy điện Sông Ba Hạ	25,8%	220	6%	825	2009	Phú Yên
	(ISH) Thủy điện Srok Phu Miêng	34,3%	51	2%	201	2007	Sông Bé (Bình Phước)
	(CHP) Thủy điện Miền Trung	24,2%	170	4%	649		
	> Thủy điện A Lưới	24,2%	170	4%	649	2012	Huế
	(BDH) Thủy điện Bình Điền	25,5%	44	1%	181	2009	Sông Hữu Trạch (Huế)
	(SHP) Thủy điện miền nam	11,1%	123	1%	550	2010	Lâm Đồng
Điện than	(PPC) Nhiệt điện Phả Lại	20,7%	1.040	21%	5.900	1986	Hải Dương
	(NBP) Nhiệt điện Ninh Bình	29,5%	100	3%	567	1976	Ninh Bình
	CTCP REE SE	100,0%	132	13%	198	2020	
Điện mặt trời	(TMP) Thủy điện Thác Mơ	42,6%	50	2%	100		
	> Điện mặt trời Thác Mơ	42,6%	50	2%	100	2020	Bình Phước
	(CHP) Thủy điện Miền Trung	24,2%	50	1%	100		
	> Điện mặt trời Cư Jút	24,2%	50	1%	100	2019	Đắk Nông
Điện gió trên bờ	Phong điện Thuận Bình	50,0%	79	4%	205		
	> Phú Lạc 1	50,0%	24	1%	62	2016	Bình Thuận
	> Phú Lạc 2	50,0%	26	1%	65	2021	Bình Thuận
	> Lợi Hải 2	50,0%	29	1%	78	2021	Ninh Thuận
Điện gió gần bờ	REE Trà Vinh (Trà Vinh V1-3)	100,0%	48	5%	158	2021	Trà Vinh
Bán lẻ	(DTV) Điện Trà Vinh	66,3%					Trà Vinh

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Danh mục đầu tư của REE bao gồm bốn công ty xử lý nước, bốn công ty phân phối nước và một công ty tư vấn (TK Cộng). Tất cả đều là công ty liên kết của REE ngoại trừ TK Cộng là công ty con.

	Doanh nghiệp	Mã	Location	Sở hữu (%)	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (m3/ngày)
Xử lý nước	B.O.O Thủ Đức	BOO	Thủ Đức, TPHCM	42,1%	313,1	300.000
	Nước Sạch Sài Gòn	SWIC	Thủ Đức, TPHCM	40,0%	480,0	300.000
	Tân Hiệp Water	THW	Tân Hiệp, TPHCM	32,0%	153,6	300.000
	Nước Sạch Sông Đà	VCW	Hà Nội	36,0%	878,0	300.000
Bán lẻ	Cấp nước Thủ Đức	TDW	Thủ Đức, TPHCM	44,2%	103,4	0
	Cấp nước Gia Định	GDW	Gia Định, TPHCM	20,1%	35,0	0
	Cấp nước Nhà Bè	NBW	Nhà Bè, TPHCM	20,0%	43,1	0
	Cấp thoát nước Khánh Hòa	KHW	Khánh Hòa	43,9%	268,6	0
Tư vấn	TK Cộng	TK+	TPHCM	65,0%	0,0	0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

REE hiện sở hữu danh mục tám tòa nhà văn phòng hạng A và B, với tổng diện tích sàn là 182.000m², tất cả đều tọa lạc trên những con phố đông dân cư của Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM). Các tòa nhà văn phòng đang hoạt động tốt với tỷ lệ lấp đầy cao khoảng 98% hàng năm. Khu phức hợp E.town nằm ở khu vực ngoài trung tâm TP.HCM.

Hình 5: Danh mục tòa nhà văn phòng REE

Tòa nhà	Sở hữu	Năm vận hành	Hạng	Vị trí
E.Town 1	100%	2002	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 2	100%	2007	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 3	100%	Q4/08	B	264 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 4	100%	Q4/08	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
REE Tower	100%	2011	B	9 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TPHCM
E.Town Central	100%	2017	A	11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TPHCM
E.Town 5	100%	Q3/19	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 6	100%	Q2/24	A	365 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận tiếp đà tăng trưởng

Hình 6: Tổng quan KQKD Q3/25 và 9T25

Tỷ đồng	Q3/25	% svck	9T25	% svck	sv. dự phóng
Doanh thu	2.552	25,8%	7.134	18,0%	68,8%
- Điện	1.264	25,4%	3.698	25,7%	77,5%
- Nước	20	-41,5%	125	180,3%	104,7%
- Bất động sản	298	5,8%	1.028	17,1%	51,1%
- Cơ điện lạnh	970	37,4%	2.283	4,4%	65,8%
LN gộp	932	35,5%	2.736	29,7%	66,1%
Chi phí BH&QLDN	155	12,0%	435	-6,1%	62,7%
LN tài chính thuần	(83)	-32,6%	(245)	-37,0%	44,7%
LN từ LDLK	243	17,2%	606	37,3%	69,7%
LNTT	927	46,5%	2.654	55,7%	71,0%
LN ròng	674	40,5%	1.909	45,2%	73,3%
- Điện	361	40,2%	1.013	68,3%	79,4%
- Nước	91	26,8%	252	27,4%	76,2%
- Bất động sản	146	32,8%	466	17,6%	55,5%
- Cơ điện lạnh	68	82,2%	110	53,3%	62,2%
Biên LN gộp	36,5%	2,6 điểm %	38,3%	3,5%	3,5 điểm %
Biên LN ròng	26,4%	2,8 điểm %	26,8%	5,0%	5,0 điểm %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thủy điện tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng mảng điện

Doanh thu (DT) điện Q3/25 tăng 25,4% svck lên 1.264 tỷ đồng nhờ DT thủy điện (+29% svck) và điện gió (+25% svck) tăng. Tổng sản lượng thủy điện tiếp tục tăng 26% svck, đạt 2,15 tỷ kWh nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi tại khu vực miền Trung (nhà máy thủy điện VSH, CHP) trong khi sản lượng điện gió tăng 19% svck, đạt 80 triệu kWh nhờ hiệu suất cao hơn của các dự án điện gió tại Thuận Bình. Kết quả, LN ròng điện tăng 40,2% svck lên 361 tỷ đồng nhờ sản lượng tăng và tỷ lệ Qc thấp hơn.

LN bất động sản (BDS) tăng nhờ tỷ lệ lấp đầy được cải thiện

DT BDS Q3/25 tăng 5,8% svck lên 298 tỷ đồng nhờ DT cho thuê văn phòng tăng trưởng (+10,4% svck) bù đắp cho việc không ghi nhận DT phát triển BDS (-92% svck). DT cho thuê văn phòng tăng đạt 298 tỷ đồng nhờ sự đóng góp của dự án E.town 6, và LN cho thuê văn phòng cũng tăng 17,6% svck lên 127 tỷ đồng nhờ tỷ lệ lấp đầy cải thiện tại các tòa nhà hiện hữu và cả E.town 6. Cùng với kết quả từ việc giảm sở hữu trong công ty liên kết, LN ròng BDS tăng 32,8% svck lên 146 tỷ đồng.

Mảng M&E được thúc đẩy bởi dự án sân bay Long Thành (LTIA)

DT M&E Q3/25 tăng 37,4% svck lên 970 tỷ đồng và LN ròng M&E tăng mạnh 79% svck lên 68 tỷ đồng nhờ dự án LTIA bước vào giai đoạn cao điểm, tình hình thu hồi công nợ cải thiện và chi phí quản lý giảm. Ngoài ra, REE ghi nhận giá trị hợp đồng ký mới giảm 40% svck, xuống 1.554 tỷ đồng chủ yếu do không ghi nhận hợp đồng giá trị cao như LTIA trong Q3/24, nhưng vẫn tăng 26% so với quý trước, báo hiệu triển vọng mảng M&E sẽ tiếp tục tích cực.

Mảng nước hồi phục khi nhà máy nước Sông Đà ghi nhận LN dương trở lại

LN ròng mảng nước tăng 26,8% svck lên 91 tỷ đồng trong Q3/25, chủ yếu là nhờ nhà máy nước Sông Đà (VCW) ghi nhận LN dương 34 tỷ đồng so với mức

Lỗ ròng 33 tỷ đồng trong Q3/24 nhờ sản lượng nước tiêu thụ tăng và giá bán được điều chỉnh tăng

Lợi nhuận tiếp đà tăng trưởng trong Q3/2025

Tổng hợp lại, LN ròng Q3/25 tăng 40,5% svck lên 674 tỷ đồng nhờ sự tăng trưởng ở tất cả các mảng kinh doanh chính. Nhờ đó, LN ròng 9T25 tăng 45,2% svck lên 1.909 tỷ đồng.

Triển vọng 2025/26: Tăng trưởng lợi nhuận được hỗ trợ bởi cả ba mảng cốt lõi

Hình 7: Thay đổi dự phóng KQKD năm 2025-26

Tỷ đồng	Thực tế	Cũ		Mới		%Δ		Nhận xét
	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
Tổng doanh thu	8.395	10.371	10.818	10.555	12.079	1,8%	11,7%	
% svck	-2,2%	23,5%	4,3%	25,7%	14,4%			
- Phát điện	4.240	4.769	5.359	5.262	5.338	10,3%	-0,4%	Chúng tôi tăng dự phóng DT điện năm 2025 do nâng giả định sản lượng thủy điện thêm 14%
- Cho thuê văn phòng	1.069	1.233	1.359	1.175	1.330	-4,7%	-2,2%	Điều chỉnh dự phóng để phản ánh kết quả thấp hơn kỳ vọng trong 9T25
- BĐS dân cư	60	780	297	225	699	-71,2%	135,4%	Dự phóng của chúng tôi thay đổi chủ yếu do chúng tôi trì hoãn việc bàn giao dự án Light Square sang năm 2026 và giảm doanh thu từ việc bán quỹ đất vào giữa năm 2025
- Nước	114	120	126	143	121	19,0%	-3,6%	Điều chỉnh dự phóng để phản ánh kết quả cao hơn kỳ vọng trong 9T25
- Cơ điện lạnh	2.880	3.470	3.676	3.750	4.591	8,1%	24,9%	Nâng dự phóng để phản ánh giá trị hợp đồng ký mới cao hơn kỳ vọng trong 9T25
LN gộp	3.124	4.139	4.456	4.101	4.459	-0,9%	0,1%	
Biên LN gộp (%)	37,2%	39,9%	41,2%	38,9%	36,9%	-1,0 điểm%	-4,3 điểm%	
Chi phí BH&QLDN	(696)	(694)	(753)	(706)	(781)	1,8%	3,6%	
EBIT	2.428	3.445	3.703	3.395	3.679	-1,4%	-0,7%	
Chi phí tài chính ròng	(473)	(547)	(472)	(418)	(476)	-23,6%	1,0%	Chúng tôi giảm dự phóng chi phí tài chính ròng năm 2025 để phản ánh kết quả tốt hơn kỳ vọng trong 9T25 khi REE tăng mạnh khoản mục đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn (ngắn hạn) trong năm nay
Thu nhập từ LDLK (điện & nước)	717	868	909	909	932	4,6%	2,6%	
LN ròng	1.993	2.603	2.860	2.690	2.965	3,3%	3,7%	
% svck	-8,9%	30,6%	9,8%	34,9%	10,2%			
- Phát điện	1.007	1.277	1.475	1.500	1.413	17,5%	-4,2%	
- Cho thuê văn phòng	469	558	629	481	608	-13,8%	-3,3%	
- BĐS dân cư	40	281	81	126	192	-55,3%	136,8%	
- Nước	267	331	364	357	390	8,0%	7,2%	
- Cơ điện lạnh	149	177	194	179	247	1,4%	26,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng LN tích cực trong năm 2025-26 nhờ sự cải thiện ở ba trụ cột kinh doanh chính

Trong năm 2025, chúng tôi dự báo LN ròng sẽ tăng trưởng 34,9% svck, nhờ: 1) LN mảng điện tăng mạnh (+49% svck) nhờ những cơn mưa lớn (hơn mức bình thường) và kéo dài ở khu vực miền Trung; 2) kết quả kinh doanh mảng nước cải thiện (+34% svck) khi VCW ghi nhận mức LN dương so với khoản lỗ trong năm 2024; và 3) một phần đóng góp nhỏ từ mảng BĐS đến từ việc bán quỹ đất.

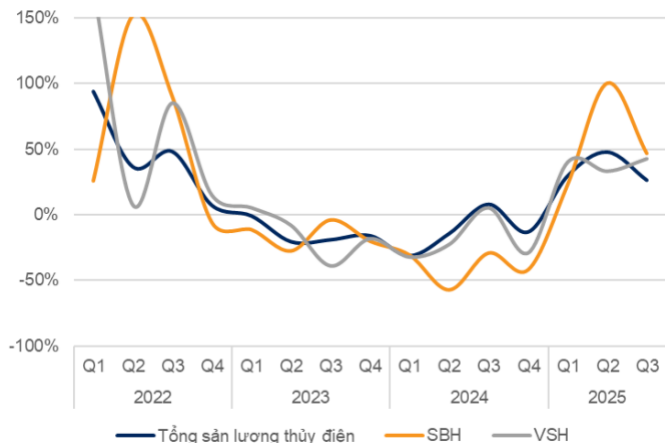
Trong năm 2026, chúng tôi ước tính LN ròng mảng điện sẽ giảm nhẹ 5,8% svck do sự đóng góp của các nhà máy điện mới (thủy điện Thác Bà 2 và điện gió Trà Vinh V1-4) sẽ chỉ bù đắp một phần cho điều kiện thủy văn kém hơn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng LN ròng của REE sẽ tiếp tục tăng 10,2% svck, chủ yếu nhờ sự cải thiện trong hoạt động cho thuê văn phòng, cơ điện lạnh và việc bàn giao sản phẩm tại dự án Light Square.

Điện: Động lực tăng trưởng mới từ các dự án điện gió

Thủy điện: Triển vọng tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2026 sau một năm 2025 mạnh mẽ

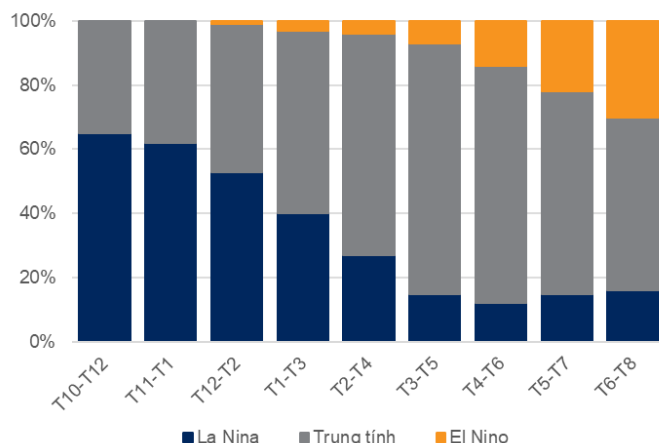
Những cơn mưa lớn hơn bình thường và kéo dài trong những tháng gần đây, đặc biệt là ở khu vực miền Trung, đã kéo theo lượng nước lớn về các hồ chứa, dẫn đến hiệu suất mạnh mẽ của mảng thủy điện của REE. Tổng sản lượng thủy điện của REE ghi nhận kết quả kinh doanh quý cao nhất kể từ năm 2022, tăng 26% svck trong Q3/25 và 33% svck trong 9T25. Do điều kiện thủy văn tiếp tục thuận lợi, chúng tôi kỳ vọng REE sẽ tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan trong Q4/25, qua đó tổng sản lượng điện của các công ty con của REE sẽ tăng trưởng 33% svck (lên 3,11 tỷ kWh) và tổng sản lượng thủy điện năm 2025 tăng trưởng 27% svck (lên 6,88 tỷ kWh) trong năm 2025.

Hình 8: Sản lượng thủy điện tăng mạnh được thúc đẩy bởi sự gia tăng sản lượng tại các nhà máy ở khu vực miền Trung như VHS, SBH



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Tuy nhiên, triển vọng năm 2026 có thể khiêm tốn vì hình thái thời tiết nghiêng về pha trung tính, theo dự báo ENSO mới nhất

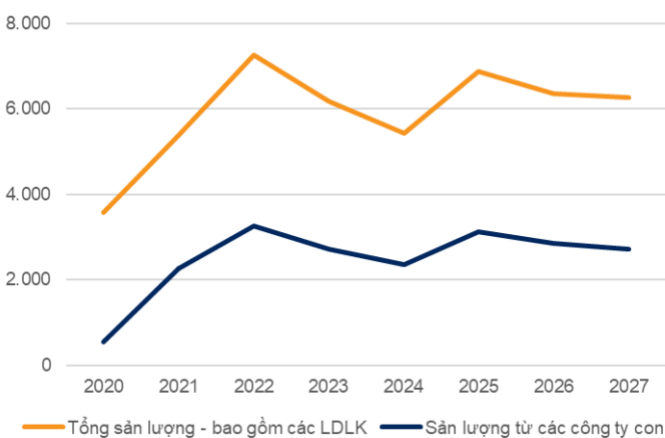


Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

Trong năm 2026, triển vọng tăng trưởng sản lượng thủy điện có thể sẽ ở mức khiêm tốn do điều kiện thời tiết thiên về pha trung tính (theo dự báo ENSO mới nhất của IRI), đặc biệt là so với mức nền cao của năm 2025. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng điện từ các công ty con và tổng sản lượng điện của REE trong năm 2026 sẽ giảm lần lượt 8,3%/7,8% svck xuống 2,86/6,35 tỷ kWh.

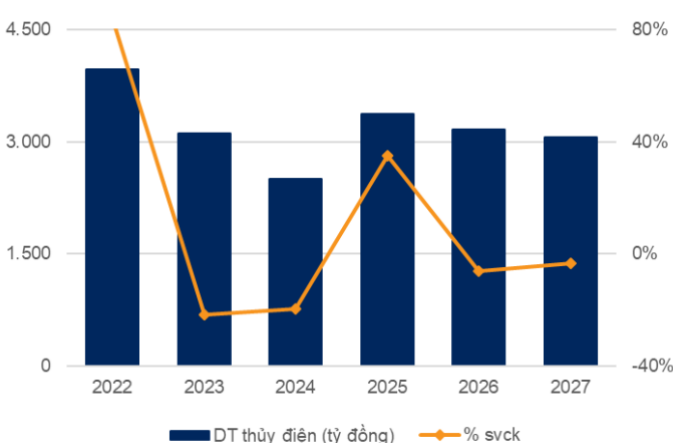
Nhìn chung, chúng tôi dự báo doanh thu thủy điện sẽ tăng 35% svck trong năm 2025, trở thành động lực tăng trưởng chính của REE trong năm nay. Sau đó, chúng tôi ước tính DT thủy điện sẽ giảm 6% svck trong năm 2026 do sản lượng thấp hơn (-8% svck) dù kỳ vọng giá bán trung bình được cải thiện (+2,4% svck).

Hình 10: Dự phóng sản lượng thủy điện của REE (triệu kWh)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Dự phóng DT thủy điện của REE (tỷ đồng)

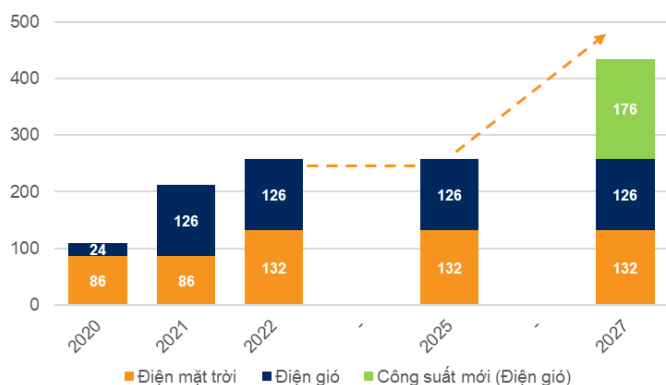


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

NLTT: Các dự án điện gió mới hỗ trợ triển vọng dài hạn

Vừa qua, REE đã chính thức nhận được quyết định phê duyệt đầu tư và đã khởi động hai dự án điện gió gần bờ, gồm dự án V1-3 GD2 (48 MW) và dự án V1-5 & V1-6 GD2 (80 MW), với tổng vốn đầu tư ước tính hơn 6,1 nghìn tỷ. Đây là bước tiếp theo trong chiến lược phát triển năng lượng xanh của REE. Cùng với dự án V1-4 (48 MW) đang triển khai, REE sẽ nâng tổng công suất điện gió thêm 2,4 lần, đạt 302 MW vào năm 2027.

Hình 12: REE sẽ nâng tổng công suất NLTT thêm 70% vào năm 2027 (MW) (chỉ tính các dự án đang triển khai)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Danh mục các dự án điện của REE và một số dự án tiềm năng khác

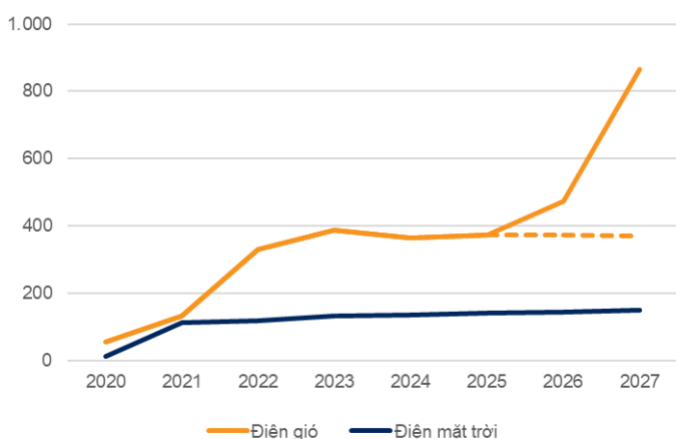
	Công suất	Ngày vận hành dự kiến	Vốn đầu tư ước tính (tỷ đồng)	Tình trạng
Dự án thủy điện				
Thác Bà 2	19	2025	709	Hoàn thành
Trà Khúc 2	30	2027	1.200	Đang xây dựng
Dự án điện gió				
Trà Vinh V1-4	48	2026	2.200	Đang xây dựng
Trà Vinh V1-5 & V1-6 GD 2	80	2026-27	3.864	Đang triển khai
Trà Vinh V1-3 GD2	48	2026-27	2.257	Đang triển khai
Trà Vinh V1-4 GD2	48	2030	N/A	Đang đề xuất
Một số dự án điện mặt trời nổi tiềm năng trong QHĐ8				
Hồ Sông Hình	200	2028-29		
Hồ Sông Hình 3	200	2028-29		
Hồ Sông Ba Hạ	220	2028-29		

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, QHĐ 8, VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, triển vọng các dự án NLTT hiện hữu của REE nhìn chung là tích cực trong giai đoạn 2025-26 khi nút thắt trong việc huy động sản lượng NLTT do quá tải đường truyền đã dần được tháo gỡ, tạo điều kiện cho việc gia tăng sản lượng các nhà máy NLTT. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu NLTT năm 2025 sẽ tăng 6% svck lên 1.132 tỷ đồng nhờ sản lượng tăng nhẹ (+2,6% svck) và đồng USD tăng giá.

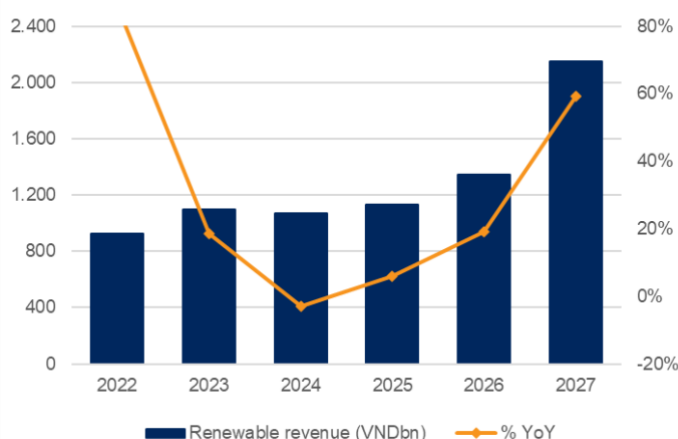
Trong giai đoạn 2026-27, chúng tôi kỳ vọng REE sẽ lần lượt đưa ba nhà máy điện gió mới vào vận hành với V1-4 vào đầu năm 2026 và hai dự án mới triển khai (V1-3 GD2 và V1-5 & V1-6 GD2) vào đầu năm 2027. Những dự án này sẽ là động lực chính thúc đẩy triển vọng dài hạn của REE trong lĩnh vực NLTT, đưa tổng sản lượng điện gió tăng 27%/83% svck trong giai đoạn 2026-27.

Hình 14: REE's renewable volume forecast (million kWh)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Dự phóng DT NLTT của REE (tỷ đồng)



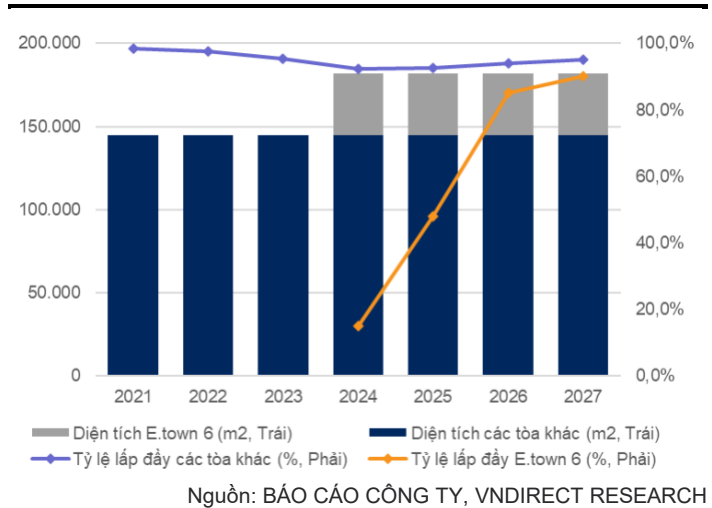
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Bất động sản: Tỷ lệ lấp đầy ngày càng tăng của E.town 6 sẽ thúc đẩy tăng trưởng LN cho thuê văn phòng

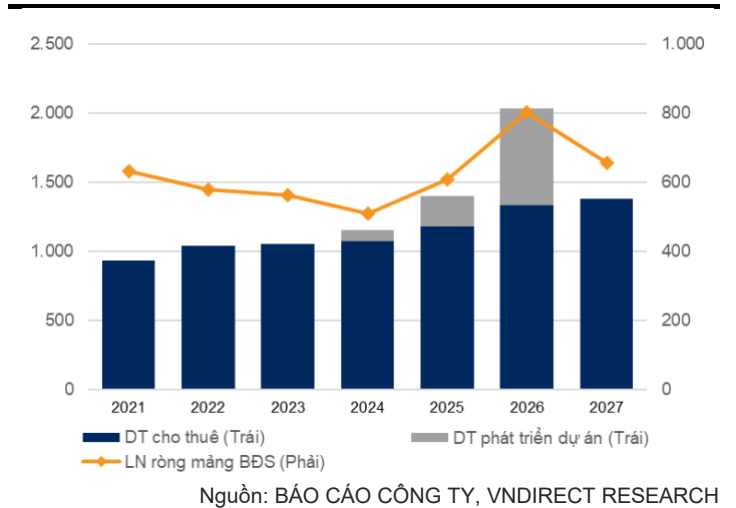
Thị trường văn phòng cho thuê vẫn sẽ đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng tăng do triển vọng khả quan của nguồn cung cho thuê và sự thay đổi trong phong cách làm việc theo hướng kết hợp giữa văn phòng và làm việc từ xa. Savills cho biết tổng nguồn cung văn phòng tại TP.HCM tiếp tục tăng nhẹ trong Q2/25, đạt 2,9 triệu m2 diện tích sàn cho thuê (NLA) với tỷ lệ lấp đầy đạt 88%.

Nhận thấy bối cảnh cạnh tranh này, chúng tôi kỳ vọng E.town 6 – tòa nhà văn phòng hạng A đầu tiên của REE – sẽ cần một vài năm để đạt được tỷ lệ lấp đầy cao (50% vào năm 2025 và 85% vào năm 2026). Đối với các văn phòng còn lại, chúng tôi dự kiến tỷ lệ lấp đầy sẽ duy trì ổn định trong năm 2025 trước khi tăng nhẹ 1,5% lên 94% vào năm 2026, nhờ các chính sách cho thuê linh hoạt của REE để ứng phó với sức cạnh tranh ngày càng tăng. Nhìn chung, chúng tôi ước tính LN ròng cho thuê văn phòng sẽ ổn định trong năm 2025 trước khi tăng 26% svck trong năm 2026 nhờ tỷ lệ lấp đầy tăng tại E.town 6.

Hình 16: E.town 6 sẽ cần một vài năm để đạt được tỷ lệ lấp đầy cao do tính cạnh tranh ngày càng tăng và xu hướng chuyển dịch sang làm việc từ xa



Hình 17: Doanh thu phát triển bất động sản (từ dự án Light Square) sẽ thúc đẩy tăng trưởng của lĩnh vực bất động sản trong năm 2026 (tỷ đồng)



Trong khi đó, việc bán và bàn giao tại dự án Light Square khả năng sẽ tiếp tục trì hoãn sau khi không có chuyển biến đáng kể trong 9T25. Do đó, chúng tôi trì hoãn tiến độ bàn giao phần lớn sản phẩm tại dự án này sang năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng toàn bộ dự án sẽ tạo ra doanh thu 75/699 tỷ đồng và LN ròng 21 tỷ đồng/192 tỷ đồng trong năm 2025-26.

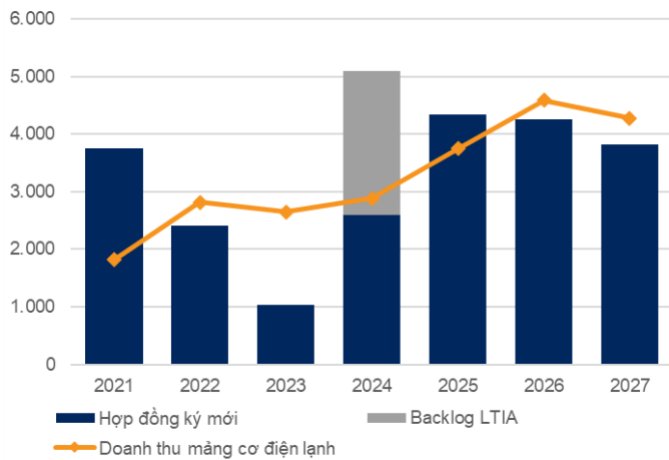
Cơ điện lạnh (M&E): Siêu dự án sân bay Long Thành thúc đẩy tăng trưởng

Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực cho mảng M&E của REE trong giai đoạn 2025-26 với kỳ vọng doanh thu tăng trưởng 30,2%/22,4% svck, chủ yếu nhờ việc triển khai dự án Sân bay Quốc tế Long Thành (LTIA). Về cơ bản, chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ tăng trưởng 20,4% svck vào năm 2025 trước khi tiếp tục tăng mạnh 37,5% svck vào năm 2026 do chúng tôi kỳ vọng REE sẽ có thể ghi nhận phần lớn lợi nhuận từ dự án LTIA (dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2025 đến đầu năm 2026) trong thời điểm đó.

Đối với giá trị hợp đồng ký mới, 9T25 ghi nhận giá trị ký mới giảm 12,7% svck, đạt 3.407 tỷ đồng, chủ yếu do không ghi nhận hợp đồng lớn như dự án LTIA trong 2024. Tuy nhiên, nếu không tính dự án LTIA, giá trị hợp đồng ký mới đã

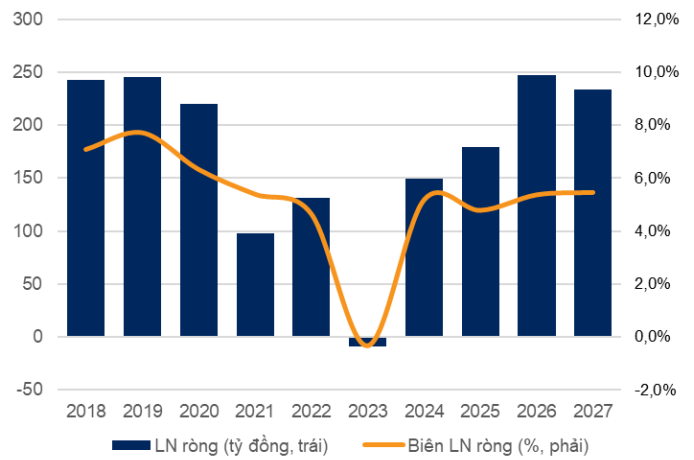
liên tục tăng so với cùng kỳ trong các quý gần đây và tăng gấp đôi svck trong 9T25. Kết quả này cao hơn đáng kể so với mức trung bình lịch sử, và là tín hiệu tốt cho triển vọng mảng M&E trong những năm tới.

Hình 18: Backlog từ LTIA sẽ thúc đẩy doanh thu M&E của REE trong năm 2025-26 (tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận M&E sẽ tăng mạnh trong năm 2026 khi REE hoàn thành dự án LTIA



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 76.600

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SoTP) để định giá REE do tập đoàn kinh doanh ở nhiều lĩnh vực như: sản xuất điện, nước, bất động sản và cơ điện lạnh. Chúng tôi đã tăng giá mục tiêu thêm 12,8% lên 76.600 đồng chủ yếu do: 1) chuyển mô hình định giá sang năm 2026; 2) nâng dự phóng EPS và 3) phản ánh hai nhà máy điện gió mới vào mô hình định giá.

Với tiềm năng lợi nhuận khả quan trong ngắn hạn cũng như triển vọng dài hạn đầy hứa hẹn với nhiều dự án năng lượng xanh mới, chúng tôi cho rằng P/E trượt 13,7x, chỉ cao hơn một chút so với mức P/E trung bình 5 năm là 12x, là mức định giá hấp dẫn. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị lên thành Khả quan đối với cổ phiếu REE với tiềm năng tăng giá 15,5%.

Hình 20: Giả định WACC

Giả định	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta, Bloomberg	1,0
Phân bù rủi ro thị trường	8,4%
Chi phí sử dụng vốn	11,4%
Chi phí sử dụng nợ	8,5%
Tỷ lệ nợ	40,0%
WACC	9,9%

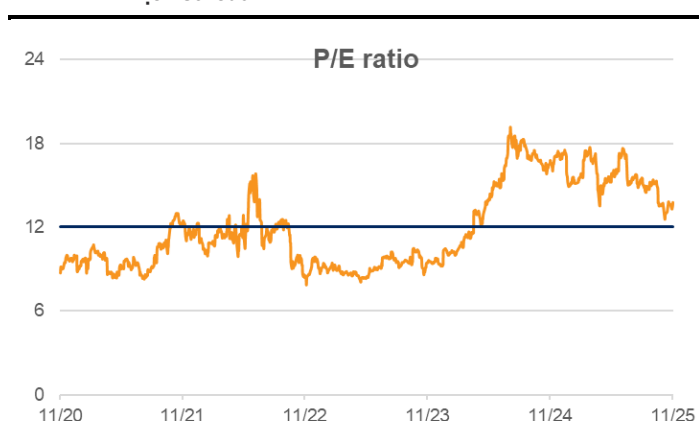
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Định giá từng phần (SoTP)

	Giá trị tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị mỗi cp
Phương pháp định giá từng phần (SoTP)			
Điện	33.464	DCF	61.780
Công ty con thủy điện	20.207	DCF	37.306
Công ty liên kết thủy điện (trừ thủy điện Bình Điền)	4.868	DCF	8.988
Điện mặt trời	1.351	DCF	2.494
Điện gió	6.088	DCF	11.239
Nhiệt điện Phả Lại	803	DCF	1.482
Thủy điện Bình Điền	146	Giá trị sổ sách	-
Nước	5.149	P/E mục tiêu 13.2x	9.506
Cho thuê văn phòng	10.992	Cap rate - 8.5%	20.292
Bất động sản dân cư	290	NPV	536
LDLK Bất động sản - SGR	306	Giá trị sổ sách	565
Cơ điện lạnh	2.713	P/E mục tiêu 10x	5.009
Cổ phiếu nắm giữ VIB	1.181	Giá trị sổ sách	2.180
(-) Nợ	10.346		
(+) Tiền mặt	5.826		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	3.839		
Giá trị doanh nghiệp	46.103		
Chiết khấu	10%		
Giá trị doanh nghiệp sau chiết khấu	41.493		
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	542		
Giá mục tiêu (đ/cp)	76.600		

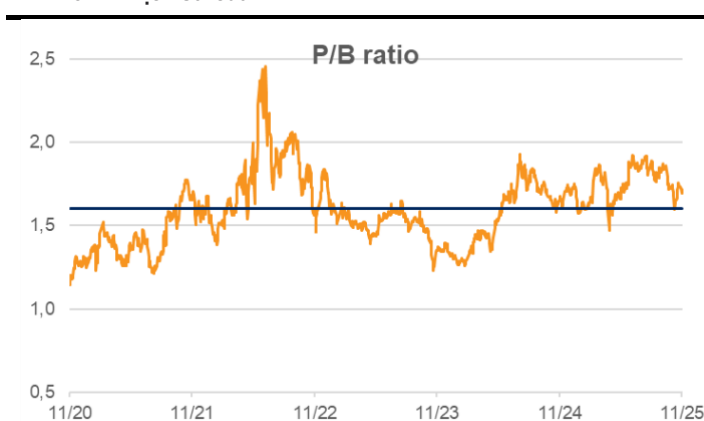
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: P/E lịch sử của REE



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: P/B lịch sử của REE



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá tiềm năng:

- Giá bán điện bình quân cao hơn kỳ vọng.
- Ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng tại mảng M&E.

Rủi ro giảm giá:

- Sản lượng phát điện thấp hơn kỳ vọng.
- Tỷ lệ hấp thụ tại dự án Light Square thấp hơn kỳ vọng.
- Backlog cơ điện lạnh tăng chậm hơn dự kiến trong bối cảnh thị trường bất động sản tiếp tục khó khăn, khiến REE tiếp tục trích lập dự phòng nợ khó đòi.

Hình 24: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Vốn hóa	Tăng trưởng LN	D/E rỗng	P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)	ROE (%)	
	Bloomberg	Tr USD	2024	Trượt 12T	TB 5 năm	Trượt	2025	Hiện tại	2025	Trượt	Trượt 2025
Cơ điện lạnh											
CTCP Điện cơ Hải Phòng	DHP VN	4,2		(6,0)	7,2	8,6	N/A	0,6	N/A	4,8	7,5
Sunway Construction Group Bhd	SCGB MK	1.854,4		(30,1)	22,1	12,0	23,4	7,4	7,7	21,2	29,2
Trung bình				(18,1)	14,6	10,3	23,4	4,0	7,7	13,0	18,3
Ngành điện											
PVPower	POW VN	1.359,7		20,1	19,8	18,8	23,6	1,1	1,0	8,1	5,8
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	178,4		19,0	9,7	9,6	N/A	2,4	N/A	6,3	26,1
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	206,0		152,5	20,9	9,1	7,6	1,2	1,1	6,7	15,7
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	407,9		62,9	15,0	13,2	N/A	2,2	N/A	7,8	16,9
Trung bình				63,6	16,3	12,7	15,6	1,7	1,1	7,2	16,1
Ngành nước											
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương	BWE VN	393,1		100,3	14,6	14,6	10,7	1,8	1,5	8,6	13,1
CTCP Nước Thủ Dầu Một	TDM VN	238,2		4,7	11,2	14,0	N/A	1,8	N/A	6,8	13,4
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW VN	13,4		(27,7)	13,8	15,0	N/A	3,1	N/A	8,5	21,1
CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà	VCW VN	102,5		(33,5)	8,9	8,7	N/A	2,0	N/A	4,0	23,5
Trung bình				11,0	12,1	13,1	10,7	2,2	1,5	7,0	17,7
Doanh nghiệp đa ngành											
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	352,0		97,0	44,3	18,5	14,2	1,6	1,5	7,4	8,8
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	84,5		47,9	21,4	4,8	N/A	0,2	N/A	20,8	4,8
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	471,7		51,7	15,0	35,8	14,9	1,9	1,7	9,9	5,5
Trung bình				53,3	24,3	18,3	14,1	1,4	1,6	11,9	8,1
Bình quân gia quyền các lĩnh vực điện, nước và M&E				50,3	15,6	12,6	15,4	1,9	1,6	7,6	16,5
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	1.362,8		16,5	16,5	13,9	13,2	1,8	1,7	9,7	13,4

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu ngày 17/11/2025)

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	5.644	5.815	9.378	8.579	8.395	10.555	12.079
Giá vốn hàng bán	(4.034)	(3.500)	(5.042)	(4.860)	(5.260)	(6.446)	(7.610)
Lợi nhuận gộp	1.606	2.310	4.330	3.710	3.124	4.101	4.459
Chi phí QLDN	(366)	(456)	(667)	(756)	(696)	(706)	(781)
Chi phí bán hàng							
LN hoạt động	1.239	1.854	3.663	2.954	2.428	3.395	3.679
EBITDA thuần	2.612	3.707	5.330	4.724	4.359	5.239	5.654
Chi phí khấu hao	322	893	1.225	1.264	1.298	1.334	1.424
LN HĐ trước thuế và lãi vay	2.291	2.814	4.105	3.460	3.060	3.906	4.230
Thu nhập tài chính	222	466	187	227	318	361	315
Chi phí tài chính	(475)	(707)	(942)	(1.016)	(791)	(778)	(791)
Thu nhập ròng khác	22	13	(107)	14	15	(28)	(40)
Thu nhập từ công ty LDLK	915	774	1.077	877	717	909	932
Lợi nhuận trước thuế	1.924	2.400	3.879	3.056	2.688	3.858	4.095
Chi phí thuế	(210)	(264)	(363)	(269)	(292)	(409)	(434)
Lợi nhuận ròng	1.628	1.855	2.693	2.188	1.993	2.690	2.965
LN ròng sau điều chỉnh	1.628	1.855	2.693	2.188	1.993	2.690	2.965

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền & Tương đương tiền	652	1.831	1.151	3.023	5.636	4.708	4.620
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.329	914	1.749	1.132	1.060	2.588	1.891
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.082	2.987	4.013	3.780	3.130	4.037	4.395
Hàng tồn kho	808	800	1.409	1.354	1.277	1.349	1.575
Tài sản ngắn hạn khác	139	275	251	235	183	291	431
Tổng tài sản ngắn hạn	6.009	6.806	8.573	9.524	11.286	12.972	12.911
Tài sản cố định	2.519	15.992	15.771	14.845	13.890	14.326	15.160
Tổng đầu tư	9.287	6.261	6.491	6.560	6.199	6.164	6.085
Tài sản dài hạn khác	2.716	2.768	3.080	3.982	4.988	5.077	7.960
Tổng tài sản	20.530	31.827	33.915	34.912	36.362	38.539	42.115
Nợ vay ngắn hạn	1.265	1.234	1.455	1.238	1.254	1.396	2.100
Phải trả người bán	633	660	650	619	724	834	1.069
Phải trả ngắn hạn khác	1.546	2.169	1.981	2.087	2.091	2.256	2.702
Tổng nợ ngắn hạn	3.443	4.062	4.086	3.945	4.070	4.486	5.871
Nợ vay dài hạn	4.335	10.740	9.946	9.505	9.143	8.569	9.073
Phải trả dài hạn khác	540	667	679	693	695	942	1.062
Vốn điều lệ	3.101	3.101	3.564	4.097	4.710	5.417	5.417
Lợi nhuận giữ lại	8.352	10.201	11.942	13.221	14.190	15.253	16.653
Vốn chủ sở hữu	10.975	15.120	17.966	19.352	21.026	23.113	24.680
Lợi ích cổ đông thiểu số	760	3.056	3.697	3.452	3.555	3.872	4.039
Tổng nợ và VCSH	20.530	31.827	33.915	34.912	36.362	38.539	42.115

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Lợi nhuận trước thuế	1.924	2.400	3.879	3.056	2.688	3.858	4.095
Khấu hao	322	893	1.225	1.264	1.298	1.334	1.424
Thuế đã nộp	(203)	(230)	(359)	(372)	(280)	(409)	(434)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.047)	(1.041)	(1.174)	(830)	(904)	(1.056)	(1.127)
Thay đổi vốn lưu động	(382)	(497)	(2.003)	(302)	981	(812)	(43)
LC tiền thuần từ HĐKD	613	1.525	1.569	2.817	3.784	2.914	3.915
Đầu tư TSCĐ	(1.394)	(3.912)	(738)	(873)	(1.035)	(1.584)	(4.951)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	3	1	27	15	5	0	0
Các khoản khác	683	1.291	722	1.075	1.279	336	290
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(119)	608	(779)	425	(44)	(1.350)	318
LC tiền thuần từ HĐĐT	(827)	(2.013)	(768)	642	205	(2.598)	(4.343)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	62	121	1	0	28	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(48)	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(84)	1.632	(908)	(701)	(376)	(431)	1.207
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(604)	(86)	(574)	(886)	(1.027)	(812)	(867)
LC tiền thuần từ HĐTC	(674)	1.667	(1.481)	(1.588)	(1.375)	(1.244)	341
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	1.540	652	1.831	1.151	3.023	5.636	4.708
LC tiền thuần trong kỳ	(888)	1.179	(680)	1.872	2.613	(928)	(88)
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	652	1.831	1.151	3.023	5.636	4.708	4.620

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (VND)	3.006	3.425	4.971	4.040	3.680	4.966	5.474
P/E	8,8	10,9	9,0	10,3	15,8	13,4	12,1
PEG 1 năm	0,6	0,2	-0,5	-1,2	0,5	1,3	-5,9
EV/EBIT	16,2	18,0	10,5	11,4	16,4	13,3	12,6
EV/EBITDA	19,0	21,8	13,8	8,0	10,7	9,5	9,1
P/S	2,5	3,5	2,6	2,6	3,8	3,4	3,0
P/B	1,3	1,5	1,6	1,3	1,7	1,7	1,6
Tỷ suất cổ tức	4,2%	0,4%	2,4%	3,9%	3,3%	2,3%	2,4%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	37,1%	4,6%	21,3%	40,5%	51,5%	30,2%	29,2%
Chỉ số tăng trưởng	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	15,3%	3,0%	61,3%	-8,5%	-2,2%	25,7%	14,4%
Tăng trưởng LN gộp	28,9%	43,8%	87,4%	-14,3%	-15,8%	31,3%	8,7%
Tăng trưởng LN ròng	-0,7%	13,9%	45,1%	-18,7%	-8,9%	34,9%	10,2%
Tăng trưởng EPS	-0,7%	13,9%	45,1%	-18,7%	-8,9%	34,9%	10,2%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Biên LN gộp	28,5%	39,7%	46,2%	43,2%	37,2%	38,9%	36,9%
Biên EBITDA	18,7%	26,4%	29,5%	49,2%	44,4%	44,8%	42,2%
Biên LN hoạt động	22,0%	31,9%	39,1%	34,4%	28,9%	32,2%	30,5%
Biên LN ròng	28,8%	31,9%	28,7%	25,5%	23,7%	25,5%	24,5%
ROAA	8,1%	7,1%	8,2%	6,4%	5,6%	7,2%	7,4%
ROAE	14,9%	15,0%	18,7%	13,3%	11,0%	13,6%	13,9%
Chỉ số đòn bẩy	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	2,9	2,8	4,1	3,1	3,3	4,9	4,9
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	0,6	0,3	1,7	2,3	2,1	2,1	0,9
Nợ vay / Vốn	36%	34%	44%	39%	36%	33%	30%
Nợ vay / VCSH	57%	51%	79%	63%	56%	49%	43%
Nợ vay ròng / VCSH	29%	33%	61%	47%	34%	18%	12%
Chỉ số thanh khoản	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Vòng quay tổng tài sản	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Vòng quay khoản phải thu	2,2	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,9
Số ngày phải thu	169	190	136	166	150	124	127
Vòng quay khoản phải trả	6,9	5,4	7,7	7,7	7,8	8,3	8,0
Số ngày phải trả	53	67	47	48	47	44	46
Vòng quay hàng tồn kho	4,5	4,4	4,6	3,5	4,0	4,9	5,2
Số ngày tồn kho	81	84	80	104	91	74	70
Hệ số thanh toán hiện hành	1,7	1,7	2,1	2,4	2,8	2,9	2,2
Hệ số thanh toán nhanh	1,5	1,5	1,8	2,1	2,5	2,6	1,9

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng Năng lượng và Hóa chất

Email: hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>