

CTCP Cơ Điện Lạnh (REE)

MUA +34,7%

Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	20/08/2026
Giá hiện tại	45.900 VND
Giá mục tiêu	60.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	66.900 VND*
TL tăng	+32,5%
Lợi suất cổ tức	2,2%
Tổng mức sinh lời	+34,7%

GT vốn hóa	28,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	0 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	113,1 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	5,3%
SL cổ phiếu lưu hành	623 tr
Pha loãng	623 tr

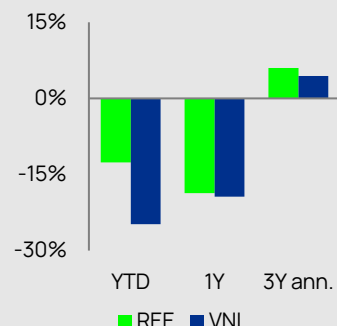
	REE	VNI
P/E (trượt)	11,3x	13,1x
P/B (ht)	1,4x	1,9x
ROA	6,6%	2,4%
ROE	12,7%	16,2%

* Đã điều chỉnh theo đợt chia cổ tức cổ phiếu 15%.

Tổng quan Công ty

REE là một công ty holding với 3 mảng kinh doanh chính gồm: điện (khoảng 1.050 MW, đóng góp khoảng 56% tổng lợi nhuận năm 2025), cơ điện lạnh (M&E) và cho thuê văn phòng. REE là một doanh nghiệp dẫn đầu trong mảng M&E và sở hữu 182.000 m² diện tích cho thuê văn phòng. Các mảng khác bao gồm nước và BĐS.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Thùy Dương
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	10.012	11.861	14.144	19.892
% YoY	19,4%	18,5%	19,3%	40,6%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.530	2.849	3.384	4.239
% YoY	26,9%	12,6%	18,8%	25,3%
EPS	26,9%	12,6%	18,8%	25,3%
Biên LN gộp	37,7%	34,8%	35,3%	36,6%
Biên LN ròng	25,3%	24,0%	23,9%	21,3%
ROE	12,7%	12,9%	13,8%	15,3%
Nợ ròng/vốn CSH	12,7%	14,3%	42,6%	65,5%
Lợi suất cổ tức	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
DPS (đồng)	1.000	1.000	1.000	1.000
P/E	11,7x	10,0x	8,4x	6,7x
P/B	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA	8,3x	7,3x	5,9x	4,0x

Tăng trưởng tích cực được duy trì, đi đúng lộ trình mở rộng công suất điện gió

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu đối với CTCP Cơ Điện Lạnh (REE) nhưng duy trì khuyến nghị MUA.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do mức WACC tăng lên 12,6% (so với mức 12,0% trước đây), sau khi chúng tôi nâng giả định lãi suất phi rủi ro từ 6% lên 7%, qua đó làm giảm định giá ở tất cả các mảng được định giá theo phương pháp CKDT. Điều này ảnh hưởng đến (1) định giá mảng điện giảm 9% (mặc dù tổng LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện giai đoạn 2026-2030 tăng 2%) và (2) định giá mảng cho thuê văn phòng giảm 9% (sau khi chúng tôi điều chỉnh giảm 8% tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 của mảng do dự án tòa nhà Phú Hữu Office Tower bị chậm tiến độ một năm, xem trang 5).
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 0,5% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh tương ứng là -1%/ -1%/0%/ -2%/0%), chủ yếu do tổng LNST mảng cho thuê văn phòng giảm 8%, lấn át mức tăng 2% của tổng LNST mảng điện.
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng 12,6% YoY, nhờ sự tăng trưởng ở hầu hết các mảng, ngoại trừ mảng bất động sản (-85% YoY) do tiến độ bán BĐS chậm hơn. Trong khi đó, M&E tăng 85% YoY (nhờ tăng trưởng doanh thu và không còn trích lập dự phòng), mảng cho thuê văn phòng tăng 18% YoY (nhờ tỷ lệ lấp đầy phục hồi và giá thuê tăng nhẹ), và mảng điện tăng 13% YoY (trong đó điện gió tăng 75% YoY với công suất tăng gấp 2,7 lần).
- Chúng tôi cũng dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027 tăng 19% YoY, được thúc đẩy bởi (1) mảng điện tăng 17% YoY (điện gió tăng 57% giúp bù đắp sản lượng thủy điện thấp hơn do hiện tượng El Nino), (2) mảng cho thuê văn phòng tăng 38% (nhờ tỷ lệ lấp đầy của E-town 6 tăng từ 60% lên 90%), và (3) M&E tăng 25% nhờ doanh thu cao hơn.
- Định giá của REE hiện ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 10,0 lần, thấp hơn 34% so với mức P/E trung vị 2 năm của công ty và tương ứng với hệ số PEG là 0,5, dựa trên tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2028 là 22%.
- Rủi ro:** Trì hoãn tại các dự án điện gió/điện mặt trời nổi mới; doanh thu mảng M&E thấp hơn kỳ vọng.
- Yếu tố hỗ trợ:** Đầu tư dự án điện gió ngoài khơi 500 MW (trang 15); khả năng hoàn nhập 580 tỷ đồng dự phòng mảng M&E.

Chúng tôi nhìn chung duy trì dự báo tổng công suất điện gió giai đoạn 2026-2030 ở mức 1.100 MW (tăng 13 lần so với năm 2025) nhưng điều chỉnh tăng dự báo năm 2026 và giảm nhẹ dự báo năm 2027. REE cho biết Duyên Hải 3 sẽ đi vào hoạt động trong tháng 10/2026 (so với quý 1/2027 trước đây) và Phú Cường 1A&1B sẽ đi vào hoạt động trong quý 4/2027 (so với quý 3/2027 trước đây), đồng thời công suất sẽ tăng gấp 4 lần trong hai năm. Ban lãnh đạo cũng kỳ vọng sẽ nhận được chấp thuận đầu tư cho 500 MW điện gió gần bờ và 500 MW điện gió ngoài khơi trong quý 4/2026, qua đó tạo nền tảng vững chắc cho danh mục dự án điện gió dài hạn của REE (trang 7).

Chúng tôi điều chỉnh tăng 3% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS mảng thủy điện giai đoạn 2026-2030 của REE khi chúng tôi nâng 4% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030 của VSH, chủ yếu phản ánh giả định giá bán trung bình (ASP) cao hơn, với LNST sau lợi ích CĐTTS lần lượt tăng 10%/10%/2% trong các năm 2026/2027/2028.

Backlog mảng M&E dự kiến đạt 10 nghìn tỷ đồng, hỗ trợ doanh thu 5 nghìn tỷ đồng/6 nghìn tỷ đồng trong năm 2026/2027: Tại ĐHCĐ bất thường tháng 7/2026, ban lãnh đạo cho biết giá trị hợp đồng ký mới trong 6 tháng đầu năm 2026 đạt mức cao 6 nghìn tỷ đồng và đặt mục tiêu 7-8 nghìn tỷ đồng cho cả năm 2026, tương ứng mức tăng gấp 2 lần YoY. Chúng tôi ước tính giá trị backlog đạt 10 nghìn tỷ đồng vào cuối 6 tháng đầu năm 2026, qua đó củng cố nền tảng tăng trưởng doanh thu vững chắc và hỗ trợ dự báo doanh thu mảng M&E của chúng tôi ở mức lần lượt 5 nghìn tỷ đồng/6 nghìn tỷ đồng trong năm 2026/2027.

Triển vọng năm 2026: Mảng M&E và điện dự kiến dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận

Hình 1: Dự báo năm 2026

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo cũ
Doanh thu	10.012	11.861	18%	-2%	(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu từ mảng M&E/cho thuê văn phòng/điện. (b) Dự báo doanh số mảng BDS thấp hơn của chúng tôi đã lấn át mức tăng doanh số ở các mảng khác.
M&E	3.521	5.000	42%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ được ghi nhận từ các dự án sân bay (Long Thành, Phú Quốc, Cát Bi), với giá trị backlog cuối năm 2025 đạt 5,8 nghìn tỷ đồng làm cơ sở cho dự báo doanh thu năm 2026 của chúng tôi.
Cho thuê văn phòng	1.155	1.358	18%	4%	(a) Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy trung bình của E-town 6 sẽ tăng lên 60% trong năm 2026 từ mức 50% trong năm 2025, cùng với sự phục hồi ổn định tại các tòa nhà văn phòng khác lên 93% (từ mức 92% trong năm 2025). (b) Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ giá thuê năm 2026 nhờ kết quả tích cực trong 6 tháng đầu năm.
BDS	183	80	-56%	-85%	(a & b) Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu ghi nhận do doanh số bán hàng chậm hơn kỳ vọng tại dự án Bồ Xuyên Thái Bình khi công ty chỉ bán được 8 trong số 45 sản phẩm trong 6 tháng đầu năm.
Mảng điện	4.979	5.249	5%	4%	(a) Được thúc đẩy bởi mảng điện gió (+52% YoY) nhờ đóng góp mới từ các trang trại điện gió Duyên Hải 1 và Duyên Hải 2 (mỗi dự án 48 MW, lần lượt đi vào hoạt động từ tháng 4 và quý 4/2026) và Duyên Hải 3 (80 MW, đi vào hoạt động từ quý 4/2026). (b) Chúng tôi điều chỉnh tăng 3,5% doanh thu mảng thủy điện nhờ giá CGM cao hơn.
Mảng nước và khác	174	174	0%	0%	
LNST sau lợi ích CĐT	2.530	2.849	13%	-1%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng LNST ở tất cả các mảng, ngoại trừ mảng BDS. (b) Do dự báo lợi nhuận thấp hơn của chúng tôi đối với mảng cho thuê văn phòng/BDS. LNST 6 tháng đầu năm đạt 1.346 tỷ đồng (+9% YoY), hoàn thành 47% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi.
M&E	164	304	85,4%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu và không còn trích lập dự phòng (so với 118 tỷ đồng trong năm 2025). Dự phòng lũy kế tại thời điểm cuối năm 2025 của mảng này là 580 tỷ đồng.
Cho thuê văn phòng	459	539	17,3%	-7%	(a) Được thúc đẩy bởi tỷ lệ lấp đầy cao hơn tại E-town 6 và các tòa nhà văn phòng khác cùng với giá thuê tốt hơn. (b) Chủ yếu do dự báo tỷ lệ lấp đầy thấp hơn của chúng tôi tại các tòa nhà văn phòng khác và chi phí vận hành bằng tiền mặt cao hơn (so với dự báo đi ngang trước đây của chúng tôi).
BDS	54	18	-65,9%	-85%	(a & b) Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo do doanh số bán các sản phẩm còn lại chậm hơn.
Mảng điện	1.412	1.596	13,0%	7%	(a) Được thúc đẩy bởi dự báo LNST sau lợi ích CĐT mảng điện gió tăng 75% YoY của chúng tôi (từ 176 MW công suất mới, tăng gấp đôi so với cùng kỳ), lấn át mức giảm 2% YoY của LNST sau lợi ích CĐT mảng thủy điện. (b) Do chúng tôi điều chỉnh tăng 6% dự báo LNST sau lợi ích CĐT mảng thủy điện nhờ giá CGM cao hơn.
Mảng nước	355	389	9,7%	0%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi rằng LNST của VCW tăng 71% YoY (sản lượng tăng 10%, ASP tăng 9%).
Khác	86	3	N.M.	N.M.	(a) Chủ yếu do chi phí lãi vay tăng từ các khoản đầu tư điện gió mới.

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Triển vọng năm 2027: LNST tiếp tục tăng trưởng ở tất cả các mảng

Hình 2: Dự báo năm 2027

Tỷ đồng	Dự báo 2026	Dự báo 2027	YoY	Dự báo 2027 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo cũ
Doanh thu	11.861	14.144	19%	1%	(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu ở tất cả các mảng. (b) Dự báo doanh số cao hơn của chúng tôi đối với mảng BĐS và cho thuê văn phòng đã lấn át mức điều chỉnh giảm nhẹ ở mảng điện.
M&E	5.000	6.000	20%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng dự báo doanh thu năm 2026 của chúng tôi sẽ được hỗ trợ bởi giá trị backlog vững chắc ở mức 6 nghìn tỷ đồng đối với nhiều dự án hạ tầng (ví dụ: APEC Phú Quốc, An Khánh).
Cho thuê văn phòng	1.358	1.619	19%	5%	(a) Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy trung bình của E-town 6 sẽ tăng lên 90% trong năm 2027 từ mức 60% trong năm 2026, cùng với sự phục hồi ổn định tại các tòa nhà văn phòng khác lên 99% (từ mức 96% trong năm 2025). (b) Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo giá thuê năm 2026 trong khi giữ nguyên dự báo tăng trưởng so với cùng kỳ cho năm 2027.
BĐS	80	100	25%	N.M.	(a&b) Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đẩy nhanh tiến độ bán các sản phẩm còn lại trong năm 2027.
Mảng điện	5.249	6.251	19%	-1%	(a) Được thúc đẩy bởi mảng điện gió (+84% YoY) nhờ đóng góp mới từ Phú Cường 1A-B (mỗi dự án 100 MW, đi vào hoạt động từ quý 4/2027) và sự tăng tốc của Duyên Hải 3 (80 MW, đi vào hoạt động từ quý 4/2026). (b) Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng của Phú Cường 1A do điều chỉnh thời điểm vận hành thương mại (COD) sang quý 4/2027 từ quý 3/2027 trước đây.
Mảng nước và khác	174	174	0%	0%	
LNST sau lợi ích CĐT	2.849	3.384	19%	1%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng LNST ở tất cả các mảng. (b) Do dự báo lợi nhuận cao hơn của chúng tôi đối với mảng điện đã bù đắp cho mức giảm 2% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐT mảng cho thuê văn phòng.
M&E	304	379	25%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu nhờ giá trị backlog vững chắc.
Cho thuê văn phòng	539	742	38%	-2%	(a) Được thúc đẩy bởi tỷ lệ lấp đầy cao hơn tại E-town 6 (từ 60% trong năm 2026 lên 90% trong năm 2027) và các tòa nhà văn phòng khác, cùng với giá thuê cao hơn. (b) Chủ yếu do chi phí vận hành cao hơn (so với dự báo đi ngang trước đây của chúng tôi).
BĐS	18	23	25%	N.M.	(a & b) Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo, phản ánh việc công ty đẩy nhanh tiến độ bán các sản phẩm còn lại.
Mảng điện	1.596	1.865	17%	1%	(a) Được thúc đẩy bởi dự báo LNST sau lợi ích CĐT mảng điện gió tăng 58% YoY của chúng tôi (nhờ công suất tăng gấp đôi trong năm 2026 và tăng 1,7 lần YoY trong năm 2027), lấn át mức giảm 7,1% YoY của LNST sau lợi ích CĐT mảng thủy điện (một phần được hỗ trợ bởi nhà máy thủy điện Trà Khúc 30 MW đi vào hoạt động trong quý 1/2027 và giá CGM tăng 17% YoY). (b) Do chúng tôi điều chỉnh tăng 6% dự báo LNST sau lợi ích CĐT mảng thủy điện nhờ giá CGM cao hơn.
Mảng nước	389	446	14%	0%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi rằng LNST của VCW tăng 51% YoY.
Khác	3	-71	N.M.	-17%	(a) Chủ yếu do chi phí lãi vay tăng từ các khoản đầu tư điện gió mới.

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Tóm tắt dự báo giai đoạn 2026-2030

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2026-2030 sẽ đạt mức 25%, nhờ chủ yếu được thúc đẩy bởi:

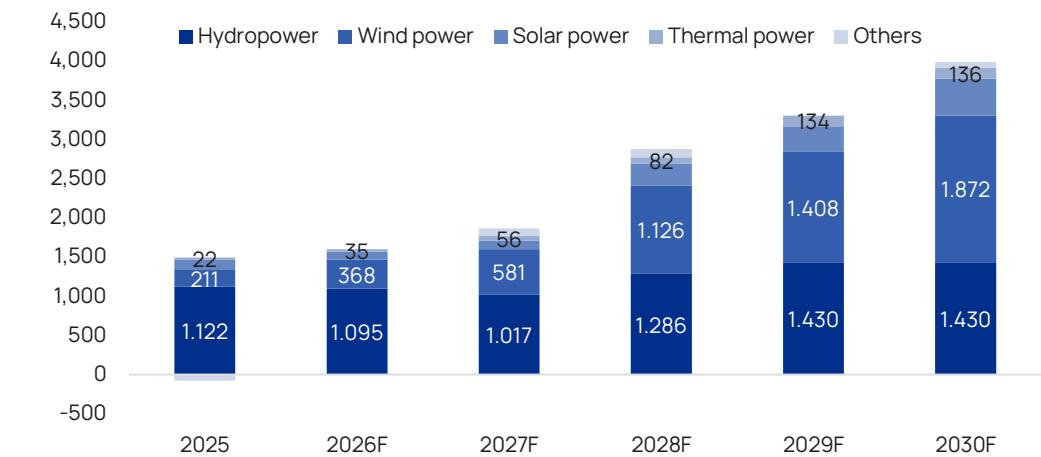
- Thủy điện, CAGR 7%:** Chúng tôi dự phóng bổ sung thêm 30 MW từ nhà máy Trà Khúc 2 với thời điểm vận hành thương mại (COD) dự kiến rơi vào năm 2027.
- Điện gió, CAGR 50%:** Chúng tôi dự phóng REE sẽ đưa vào vận hành lần lượt 176/200/248/250/250 MW công suất điện gió mới trong các năm 2026/2027/2028/2029/2030, nhờ được hỗ trợ bởi: (1) việc phê duyệt biểu giá điện gió mới thuận lợi vào tháng 5/2025 cũng như (2) năng lực chuyên môn và triển khai mạnh mẽ của REE trong ngành.
- Điện mặt trời nổi:** Chúng tôi kỳ vọng REE sẽ bổ sung thêm 285/170/170 MW công suất điện mặt trời nổi trong các năm 2028/2029/2030, so với việc không ghi nhận công suất bổ sung trong năm 2025.
- Màng nước, CAGR 7%:** Chúng tôi dự báo đóng góp LNST sau lợi ích CĐTS từ màng nước sẽ tăng 30% vào năm 2030 so với năm 2026, chủ yếu nhờ công suất tăng gấp đôi vào cuối năm 2025 và mức tăng 52% đối với giá nước, có hiệu lực từ quý 2/2025, tại CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà (UPCoM: VCW).
- Cho thuê văn phòng, CAGR 19%:** Động lực đến từ việc đưa E-town 6 (với tỷ lệ lấp đầy tăng dần từ năm 2025) và tòa nhà Phú Hữu Office Tower (Thủ Đức) vào vận hành trong năm 2029. Nhờ đó, LNST sau lợi ích CĐTS màng cho thuê văn phòng của REE tăng lên 1 nghìn tỷ đồng vào năm 2030, tương ứng 2,x lần mức của năm 2026.
- Mảng M&E, CAGR đạt 24%:** Điều này được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi rằng CAGR doanh thu sẽ đạt 27%.

Hình 3: Tóm tắt dự báo của Vietcap cho REE giai đoạn 2026-2030

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LNST sau lợi ích CĐTS (mới)	2.530	2.849	3.384	4.239	5.486	7.008
M&E	164	304	379	406	529	715
Cho thuê văn phòng	459	539	742	789	925	1.067
Bất động sản	54	18	23	85	0	0
Điện	1.412	1.596	1.865	2.878	3.304	3.987
Nước	355	389	446	483	505	505
Khác	86	3	-71	-401	223	733
LNST sau lợi ích CĐTS (trước đây)		2.873	3.342	4.256	5.588	7.026
Thay đổi (%)		-1%	1%	0%	-2%	0%

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Hình 4: Tóm tắt dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 của Vietcap đối với mảng điện của REE (tỷ đồng), CAGR đạt 26%

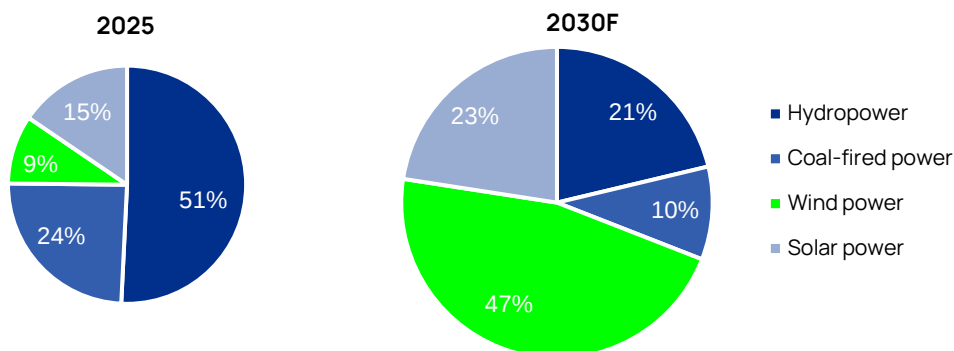


Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Mảng điện, đang đi đúng lộ trình nâng gấp ba công suất lên 3.000 MW vào năm 2030, nhờ được dẫn dắt bởi mảng điện gió

Tại ĐHCĐ bất thường tháng 7/2026, REE tái khẳng định kế hoạch nâng gấp ba tổng công suất điện vào năm 2030. Ban lãnh đạo cho biết tổng công suất bổ sung khoảng 2.000 MW. Trong danh mục này, REE đang phát triển và nghiên cứu khoảng 1.000 MW điện gió trên bờ, 500 MW điện gió ngoài khơi và khoảng 500 MW điện mặt trời nổi đã điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu (dựa trên 500/200/375 MW tại TBC, VSH, TMP).

Hình 5: Cơ cấu công suất điện của REE, đạt 2.592 MW vào năm 2030; điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu



Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Duy trì dự báo công suất điện gió tăng 13 lần vào năm 2030 nhờ năng lực triển khai đã được kiểm chứng

Chúng tôi duy trì dự báo tổng công suất điện gió giai đoạn 2026-2030 ở mức 1.100 MW. Hiện chúng tôi dự báo công suất điện gió bổ sung sẽ đạt 176/200/248/250/250 MW trong các năm 2026/2027/2028/2029/2030, so với mức 96/280/248/250/250 MW trước đây, phản ánh việc điều chỉnh COD của một số dự án dựa trên bản tin nhà đầu tư quý 2 của công ty:

- Dự báo 2026: Chúng tôi điều chỉnh tăng 9% sản lượng điện gió (+46 triệu kWh), chủ yếu nhờ Duyên Hải 3 - 80 MW đi vào vận hành sớm hơn kỳ vọng vào tháng 10/2026 so với giả định trước đây của chúng tôi là quý 1/2027, qua đó bổ sung 54 triệu kWh sản lượng so với giả định trước đây là không ghi nhận sản lượng.
- Dự báo 2027: Chúng tôi điều chỉnh giảm 7% sản lượng điện gió (-81 triệu kWh), chủ yếu do mức giảm 50% (-81 triệu kWh) tại Phú Cường 1A & 1B - 200 MW khi tiến độ xây dựng bị lùi sang quý 4/2027 so với giả định trước đây của chúng tôi là quý 3/2027.

Danh mục dự án:

- Duyên Hải 1 (48 MW): đã vận hành từ tháng 4/2026.
- Duyên Hải 2 (V1-3 giai đoạn 2, 48 MW): đang triển khai, dự kiến COD trong tháng 10/2026.
- Duyên Hải 3 (V1-5 & V1-6 giai đoạn 2, 80 MW): dự kiến COD trong tháng 10/2026.
- Phú Cường 1A & 1B (mỗi dự án 100 MW): dự kiến COD trong quý 4/2027.
- Đối với giai đoạn 2028-2030, chúng tôi giả định REE sẽ phát triển thêm các dự án tiềm năng mới, có thể bao gồm V3-7 (200 MW), V1-4 giai đoạn 2 (48 MW) và V3-5 (96 MW) tại tỉnh Trà Vinh, các dự án mà REE đã đề xuất khảo sát địa điểm vào tháng 10/2025.
- Tại ĐHCĐ năm 2026, ban lãnh đạo REE cho biết 500 MW điện gió gần bờ dự kiến sẽ nhận được chấp thuận đầu tư trong quý 4/2026.

Nhìn chung, chúng tôi giữ nguyên dự báo tổng LNST sau lợi ích CBTS mảng điện gió giai đoạn 2026-2030, do các dự án điện gió đang đi đúng tiến độ. Chúng tôi điều chỉnh tăng 13% dự báo LNST năm 2026 lên 368 tỷ đồng (+75% YoY) nhờ sản lượng cao hơn và điều chỉnh giảm 6% dự báo LNST năm 2027 dựa trên lộ trình COD nêu trên.

Hình 6: Dự báo của Vietcap đối với lợi nhuận mảng điện gió của REE giai đoạn 2026-30

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Công suất (MW, điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu)	96	257	457	705	955	1.205
Doanh thu	822	1.250	2.296	4.708	6.202	7.679
LNST	325	476	701	1.252	1.538	2.005
Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS của REE (mới)	211	368	581	1.126	1.408	1.872
Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS của REE (cũ)		327	619	1.126	1.409	1.872
Dự báo mới so với dự báo trước đây		13%	-6%	0%	0%	0%

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Giữ nguyên dự báo mở rộng diện mặt trời nổi, dự kiến bắt đầu đóng góp từ năm 2028

Nhìn chung, trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi giữ nguyên dự báo tổng lợi nhuận mảng điện mặt trời giai đoạn 2026-2030 ở mức 1,3 nghìn tỷ đồng (bao gồm điện mặt trời áp mái và điện mặt trời nổi), tương đương khoảng 10% LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện của REE. Điều này phản ánh dự báo của chúng tôi về tổng công suất điện mặt trời đạt 758 MW vào năm 2030 (hoặc 559 MW khi đã điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu).

Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện mặt trời sẽ đạt 101 tỷ đồng (-17% YoY), chủ yếu do không còn khoản hoàn thuế, so với khoảng 56 tỷ đồng được ghi nhận trong năm 2025 sau phán quyết của tòa án.

Hình 7: Dự báo công suất điện mặt trời áp mái và điện mặt trời nổi giai đoạn 2026-30

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng công suất cuối năm (MW)	133	133	133	418	588	758
Điện mặt trời áp mái	133	133	133	133	133	133
Điện mặt trời nổi	0	0	0	285	455	625
Sản lượng thương phẩm (triệu kWh)	140	157	157	268	491	713
Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS của REE (tỷ đồng)	137	101	111	277	327	475

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Điều chỉnh tăng dự báo LNST năm 2026/2027 của VSH nhờ giá CGM cao hơn

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 6%/6%/1% giá bán trung bình (ASP) mảng thủy điện trong các năm 2026/2027/2028 sau khi nâng giả định giá CGM trong Báo cáo Cập nhật Ngành điện gần đây của chúng tôi.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 4% dự báo tổng LNST giai đoạn 2026-2030 của VSH, chủ yếu nhờ các mức tăng 10%/10%/2% trong các năm 2026/2027/2028.

Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh tăng 3% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS mảng thủy điện giai đoạn 2026-2030 của REE (với các mức điều chỉnh lần lượt là +6%/+6%/+2,5%/+2%/+2%) nhờ mức giá CGM tốt hơn.

Hình 8: Tóm tắt dự báo đối với mảng thủy điện của VSH

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	2.304	2.340	2.066	2.154	2.349	2.447
LNST	863	951	802	914	1.121	1.247
Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS của REE (mới)		500	422	481	589	656
Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS của REE (trước đây)		455	382	472	589	655
Dự báo mới/dự báo trước đây		10%	10%	2%	0%	0%

Nguồn: VSH, REE, Dự báo của Vietcap

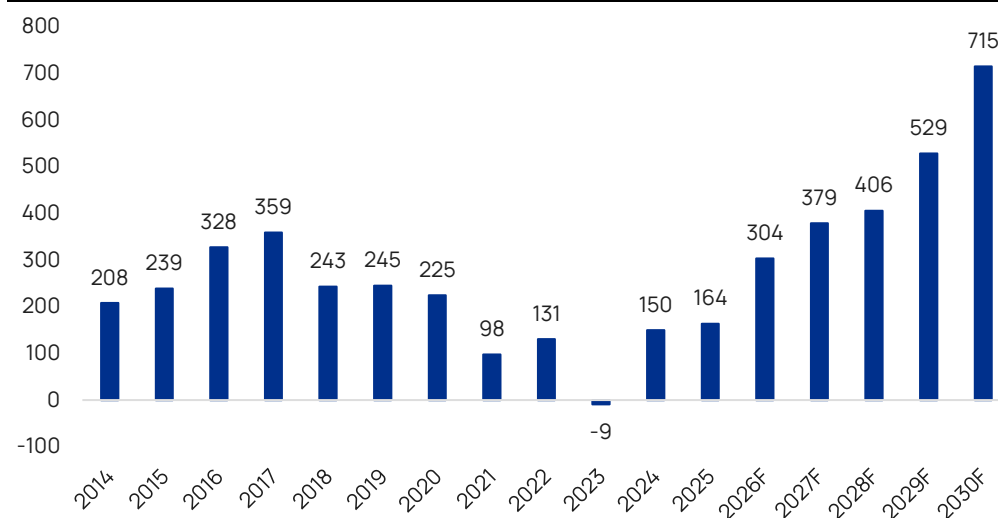
Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng mảng M&E của REE nhờ giá trị backlog vững chắc

Tại ĐHCĐ năm 2026, REE cho biết mục tiêu doanh thu 1 tỷ USD trong năm 2030 (gấp khoảng 7,4 lần so với năm 2025), được thúc đẩy bởi a) các dự án sân bay, b) các dự án trung tâm dữ liệu & bán dẫn, c) EPC cho điện mặt trời áp mái/điện mặt trời nổi, d) máy biến áp và truyền tải cho điện gió trên bờ (khoảng 10% vốn đầu tư XDCB điện gió) và e) các công việc liên quan đến LNG, cùng với mục tiêu giá trị hợp đồng ký mới năm 2026 đạt 6 nghìn tỷ đồng (gấp khoảng 1,7 lần so với năm 2025).

Ngoài ra, ban lãnh đạo cho biết giá trị hợp đồng ký mới đạt mức cao 6 nghìn tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2026 và đặt mục tiêu 7-8 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới trong cả năm 2026, tương ứng mức tăng gấp 2 lần YoY. Chúng tôi ước tính giá trị backlog hiện tại đạt 10 nghìn tỷ đồng, qua đó mang lại tầm nhìn doanh thu vững chắc và hỗ trợ dự báo doanh thu của chúng tôi ở mức lần lượt 5 nghìn tỷ đồng/6 nghìn tỷ đồng trong năm 2026/2027. Động lực tăng trưởng được hỗ trợ bởi các hợp đồng liên quan đến hạ tầng sân bay và các dự án PPP, bao gồm APEC Phú Quốc và An Khánh.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi giữ nguyên dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 ở mức 2,3 nghìn tỷ đồng (khoảng 10% tổng LNST sau lợi ích CĐTS của REE), chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 68% của tổng doanh thu, qua đó bù đắp nhiều hơn cho biên lợi nhuận gộp trung bình giai đoạn 2026-2030 thấp hơn ở mức 8,8% (so với mức trung bình trước đây là 11%), phù hợp với kế hoạch của ban lãnh đạo về biên lợi nhuận thấp hơn từ các dòng dịch vụ mới. Điều này tương ứng với doanh thu mảng M&E năm 2030 đạt 13 nghìn tỷ đồng (khoảng 50% mục tiêu năm 2030 của ban lãnh đạo), tức CAGR đạt 30% trong giai đoạn 2025-2030.

Hình 9: Dự báo của Vietcap đối với LNST sau lợi ích CĐTS mảng M&E của REE (tỷ đồng)



Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Định giá

Giá mục tiêu dựa theo phương pháp tổng của từng phần (SoTP)

Chúng tôi tiếp tục định giá REE bằng phương pháp định giá tổng của từng phần (SoTP). Vui lòng xem chi tiết trong [Báo cáo Cập nhật REE - tháng 4/2025](#) của chúng tôi.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu của REE, chủ yếu đến từ việc WACC tăng từ mức 12,0% lên 12,6%, sau khi chúng tôi điều chỉnh giả định tỷ lệ phí rủi ro từ mức 6% lên 7%, qua đó làm giảm giá trị định giá của các mảng được định giá theo phương pháp CKDT. Điều này ảnh hưởng đến (1) định giá mảng điện giảm 9% (dù tổng LNST sau lợi ích CĐTTS mảng điện giai đoạn 2026-2030 tăng 2%) và (2) định giá mảng cho thuê văn phòng giảm 9% (sau khi chúng tôi điều chỉnh giảm 8% tổng LNST sau lợi ích CĐTTS mảng cho thuê văn phòng giai đoạn 2026-2030 do dự án Phú Hữu Office Tower bị lùi tiến độ một năm). Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm 2% định giá mảng M&E và 6% định giá mảng nước sau khi hạ P/E của REE cho các mảng này lần lượt xuống 8,3 lần và 9,4 lần (từ mức 8,5 lần và 10,0 lần).

Hình 10: Giả định WACC của Vietcap

Chi phí vốn	Báo cáo trước đây	Điều chỉnh
WACC	12,0%	12,6%

Nguồn: Vietcap

Hình 11: Định giá tổng của từng phần

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị tài sản ròng (NAV) dự phóng	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp	P/E dự phóng 2026 tại giá mục tiêu
Mảng phát điện*				26.391	
Danh mục thủy điện (575 MW)	CKDT			13.862	
PPC – nhiệt điện (280 MW)	Hỗn hợp	3.960	21%	821	
Danh mục điện mặt trời (240 MWp)	CKDT	975	100%	975	
Trang trại điện gió Trà Vinh (48 MW)	CKDT	1.410	100%	1.410	
Trang trại điện gió Thuận Bình (40 MW)	CKDT	1.717	61%	1.042	
Trang trại điện gió Duyên Hải 2 (48MW)	CKDT	395	100%	395	
Trang trại điện gió Duyên Hải 3 (80MW)	CKDT	669	100%	669	
Trang trại điện gió Duyên Hải 1 (48MW)	CKDT	328	70%	230	
Trang trại điện gió Phú Cường 1A & 1B (200 MW)	CKDT	1.396	100%	1.396	
Các dự án điện gió mới (744 MW)	CKDT	4.682	100%	4.682	
Các dự án điện mặt trời thả nổi mới (735 MWp)	CKDT	1.570	58%	909	
Cho thuê văn phòng				9.532	
Toà nhà hiện hữu	Tỷ suất vốn hóa	7.031	100%	7.031	
Etown 6	CKDT	2.180	100%	2.180	
Phú Hữu – Thủ Đức	CKDT	321	100%	321	
M&E				2.529	
LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026		304			
P/E mục tiêu (x)		8,3			
Nước				3.660	
LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026		389			
P/E mục tiêu (x)		9,4			
BĐS **				257	
BĐS REE	Giá trị sổ sách	257	100%	257	
Tổng giá trị doanh nghiệp				42.369	
Trừ nợ tổng công ty vào cuối quý				-6.632	
Cộng tiền mặt tổng công ty vào cuối quý				6.394	
Tổng giá trị cổ phần				42.131	
Chiết khấu công ty đa ngành				10%	
Giá trị cổ phần sau chiết khấu				37.918	
Số lượng cổ phiếu (triệu)				623	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				60.800	13,3x
Giá thị trường (đồng/cổ phiếu)				45.900	
Tỷ lệ tăng				32,5%	
Lợi suất cổ tức				2,2%	
Tổng mức sinh lời				34,7%	

Nguồn: REE, Vietcap (* Công suất trong bảng là công suất phát điện được điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu;
** Chi phí đầu tư của REE theo báo cáo tài chính quý 4/2023, đã điều chỉnh tỷ lệ sở hữu)

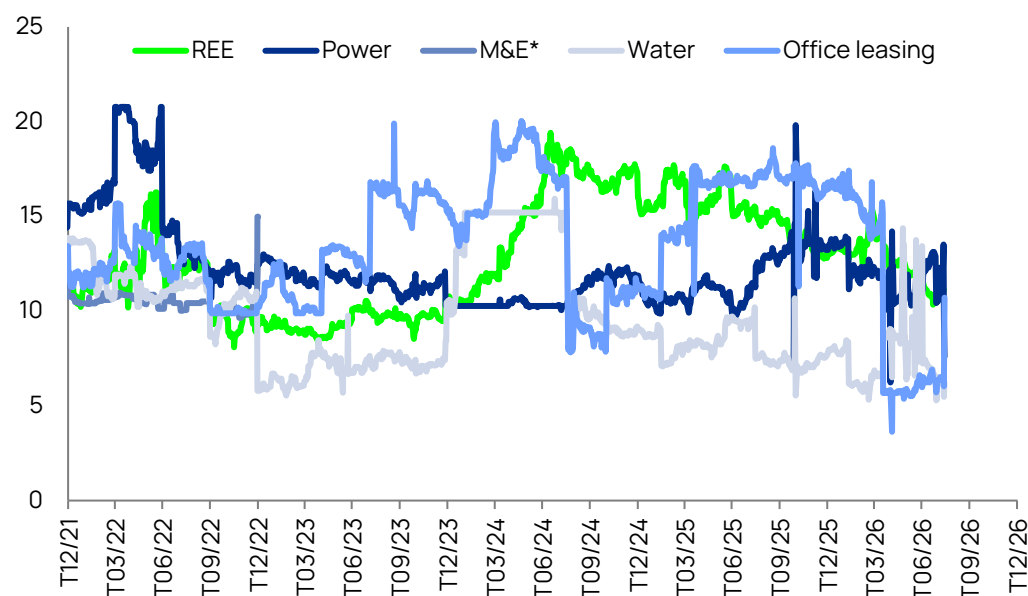
Các công ty cùng ngành

Hình 12: So sánh các công ty cùng ngành

Triệu USD	GTVH	Doanh thu thuần trượt	YoY %	LNST trượt	YoY %	Nợ rỗng/ VCSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt (x)	P/B quý gần nhất (x)
ĐIỆN											
MER PM	9.046	8.724	4,8	892	10,3	54,0	6,6	33,4	5,7	10,8	3,3
GPSC TP	4.197	2.469	-8,9	211	37,5	78,6	2,5	6,3	2,6	20,4	1,3
TPWR IN	12.710	7.070	-4,7	424	-5,6	128,6	2,3	10,0	0,7	32,4	3,1
RATCH TB	2.547	1.005	11,7	193	7,2	24,7	2,8	6,3	3,7	13,5	0,9
2380 HK	4.367	6.824	-9,6	474	-11,9	172,1	1,0	6,0	7,0	8,6	0,5
9507 JP	2.303	4.981	-8,5	358	-7,3	181,4	3,3	11,9	2,8	6,6	0,7
BPP TB	1.105	800	-3,0	258	406,8	51,8	9,3	15,6	4,5	4,4	0,7
FPH PM	689	2.228	-49,3	335	27,7	29,1	3,3	10,3	2,2	5,7	0,2
KEL PA	731	2.179	18,5	15	85,1	220,0	0,5	2,3	N/A	48,2	1,8
Trung vị	2.547	2.469	-4,7	335	10,3	78,6	2,8	10,0	3,3	10,8	0,9
ĐIỆN TÁI TẠO											
NHPC	8.098	1.316	11,9	426	25,3	100,5	9,3	2,1	27,7x	1,9x	8.700
ACEN Corp	1.937	660	17,8	117	80,6	98,6	4,6	1,7	22,8x	0,8x	1.862
Super Energy Corp	99	241	-13,1	16	-60,72	175,0	2,6	N/A	6,3x	0,2x	88
Zhejiang Provincial New Energy	2.663	669,89	-1,72	63	-5,7	156,9	3,6	0,9	39,9x	1,4x	2.574
Zhongmin Energy	1.478	219	-13,0	66	-32,3	-9,2	6,5	0,6	21,6x	1,4x	1.613
GEPI Energy	3.799	1.299	5,8	290	17,0	79,1	13,9	2,9	12,5x	N/A	3.102
Xinjiang Lixin Energy	2.109	173	28,6	21	276,9	207,9	5,0	0,2	93,5x	N/A	970
Guizhou Qianyan Power	1.230	472	61,7	90	146,6	78,3	15,0	2,5	13,0x	1,8x	1.122
Trung vị	2.023	566	8,9	78	21,1	99,6	5,7	1,7	22,2x	1,4x	1.738
CHO THUÊ VĂN PHÒNG											
600007 CH	2.739	524	-4,1	168	-3,3	-31,8	9,8	12,0	5,8	15,4	1,8
RLC PM	1.356	865	14,2	234	7,5	17,5	4,9	7,9	5,8	6,0	0,5
034810 KS	140	1.625	4,9	-43	-3.683,9	50,7	-2,3	-8,3	4,0	N/A	0,3
CMC TB	15	38	-33,6	2	N/A	179,9	1,0	3,4	N/A	6,9	0,2
AKH IN	5	8,5	865,8	3	817,5	-9,5	23,3	26,6	N/A	1,9	0,4
Trung vị	140	524	4,9	3	2,1	17,5	4,9	7,9	5,8	6,5	0,4
M&E											
SRF VN	10	47	29,1	1	39,0	115,0	0,8	3,7	N/A	18,4	0,7
MCG VN	5	2	1,8	0	-101,8	247,0	-0,6	-8,5	N/A	N/A	1,5
DHP VN	4	9	4,5	0	0,7	-4,6	5,5	7,5	9,7	7,6	0,6
KSD VN	3	1	-43,4	0	N/A	-6,9	0,6	0,7	N/A	87,2	0,6
Trung vị	4	5	3,1	0	0,7	55,2	0,7	2,2	9,7	18,4	0,6
NƯỚC											
MWC PM	1.436	715	10,4	289	52,3	142,2	6,3	19,8	6,0	5,5	1,3
EASTW TB	282	110	-9,4	2	-15,6	125,9	0,2	0,6	0,2	146,1	0,8
WHAUP TB	896	115	25,6	46	118,0	93,9	3,5	8,0	2,9	19,7	2,2
TWK MK	141	114	2,7	20	19,5	13,3	5,0	11,9	7,0	7,0	0,8
3768 HK	66	206	-7,2	27	-25,5	93,8	1,5	3,7	N/A	2,2	0,1
RAHH MK	758	562,0	N/A	34,7	N/A	73,5	1,8	8,1	N/A	21,5	3,3
6136 HK	226	332	0,4	46	98,9	137,9	1,3	3,9	0,6	4,7	0,2
6839 HK	15	330	-15,3	-258	-6,7	225,6	-4,3	N/A	N/A	N/A	N/A
PBAH MK	180	142	9,1	32	-9,8	-1,5	6,7	11,8	2,3	5,5	0,6
Trung vị	226	206	1,5	32	6,4	93,9	1,8	8,1	2,6	6,2	0,8
Trung vị của tất cả các ngành*	689	524	1,1	35	7,4	78,6	2,5	7,7	3,9	8,1	0,7
REE VN	1.127	393	15,4	100	10,4	12,7	6,8	12,8	1,8	11,1	1,4

Nguồn: Các công ty niêm yết, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 16/08/2026) (* Không bao gồm các công ty điện tái tạo do hiện tại chúng tôi đang sử dụng các công ty holding về ngành điện để so sánh)

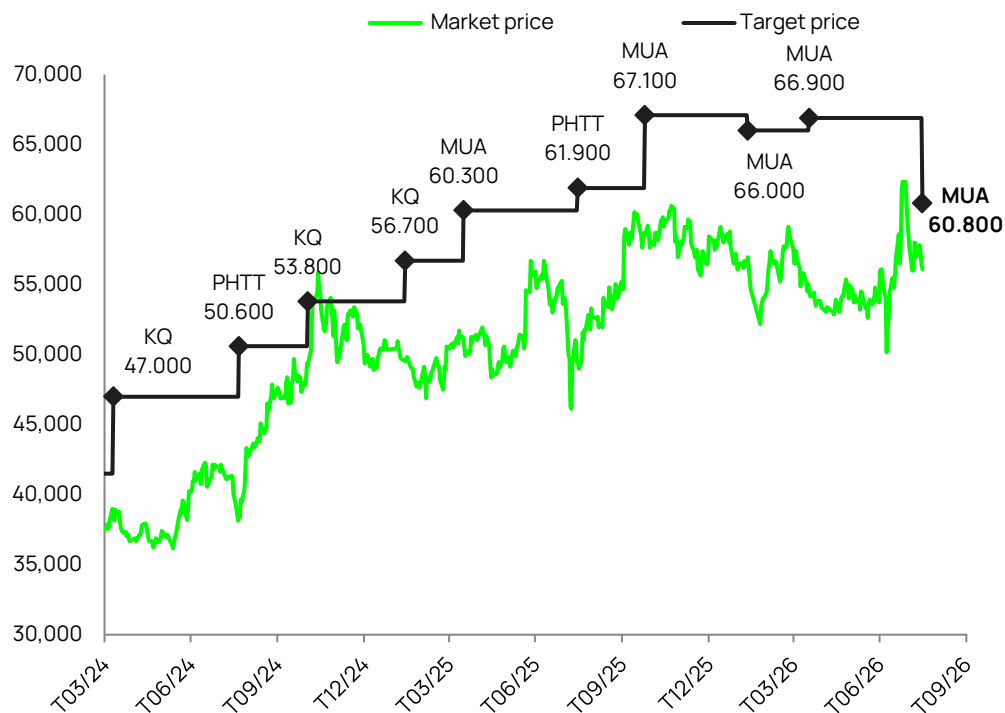
Hình 13: Diễn biến P/E của REE so với các công ty cùng ngành (x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (* Dữ liệu không có sẵn từ đầu năm 2023; Dữ liệu tính đến ngày 16/08/2026)

Diễn biến khuyến nghị

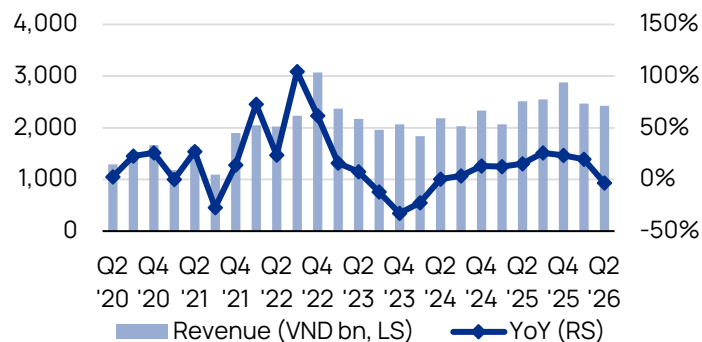
Hình 14: Diễn biến khuyến nghị giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh các đợt chia cổ phiếu tiền mặt và cổ tức cổ phiếu)

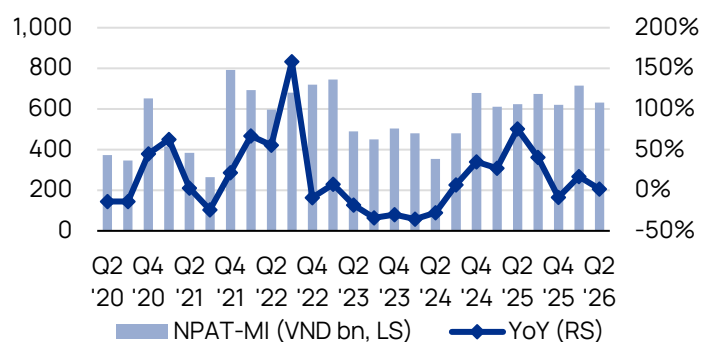
KQKD hàng quý

Hình 15: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



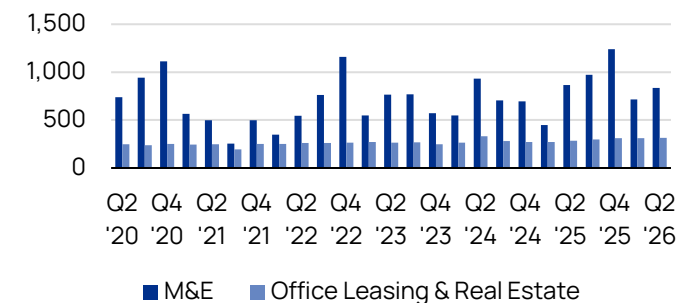
Nguồn: REE, Vietcap

Hình 16: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý (tỷ đồng)



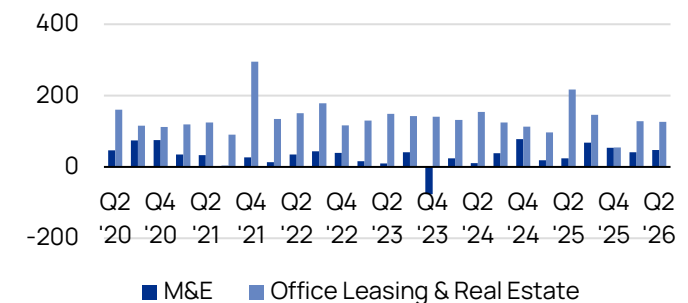
Nguồn: REE, Vietcap

Hình 17: Doanh thu mảng M&E, cho thuê văn phòng và BĐS (tỷ đồng)



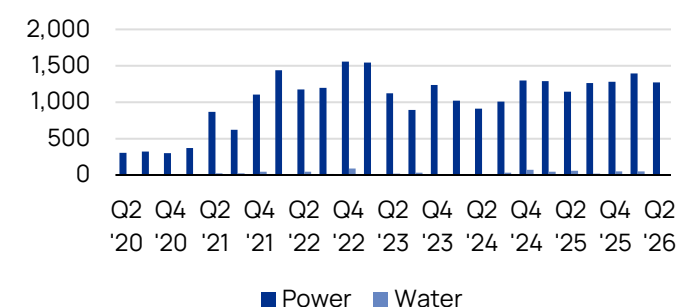
Nguồn: REE, Vietcap

Hình 18: LNST sau lợi ích CĐTS mảng M&E và cho thuê văn phòng (tỷ đồng) (*)



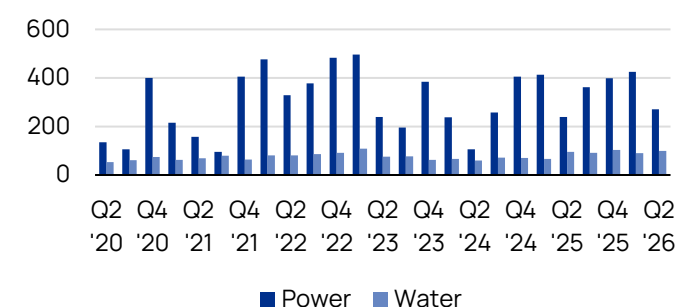
Nguồn: REE, Vietcap (*LNST cho thuê văn phòng tăng mạnh trong quý 4/2021 là do khoản lãi bất thường 198 tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi công ty con BDS VIID trong đó REE sở hữu 51% cổ phần)

Hình 19: Doanh thu mảng điện & nước (tỷ đồng)



Nguồn: REE, Vietcap

Hình 20: LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện & nước (tỷ đồng)



Nguồn: REE, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	10.012	11.861	14.144	19.892
Giá vốn hàng bán	-6.236	-7.732	-9.152	-12.620
Lợi nhuận gộp	3.775	4.128	4.992	7.272
Chi phí bán hàng	-120	-128	-153	-215
Chi phí quản lí DN	-655	-572	-777	-1.399
LN thuần HĐKD	3.001	3.428	4.062	5.658
Doanh thu tài chính	447	494	633	696
Chi phí tài chính	-741	-792	-1.094	-1.902
Trong đó, chi phí lãi vay	-688	-758	-1.060	-1.902
Lợi nhuận từ công ty LDLK	840	835	897	1.107
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-27	-27	-27	-27
LNTT	3.520	3.938	4.471	5.531
Thuế TNDN	-369	-451	-503	-490
LNST trước CĐTS	3.151	3.488	3.967	5.041
Lợi ích CĐ thiếu số	-621	-638	-583	-802
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	2.530	2.849	3.384	4.239
LN ròng sau CĐTS, cốt lõi ⁽¹⁾	2.545	2.883	3.418	4.239
EBITDA	4.385	4.851	6.013	8.932
EPS báo cáo, VND	4.061	4.574	5.432	6.806
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	4.070	4.612	5.467	6.781
EPS pha loãng VND	4.061	4.574	5.432	6.806
DPS, VND	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS/EPS báo cáo (%)	25%	22%	18%	15%

(1) Điều chỉnh cho lãi/lỗ bất thường

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	19,4%	18,5%	19,3%	40,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	23,6%	14,2%	18,5%	39,3%
Tăng trưởng EPS, cốt lõi	30,7%	13,3%	18,5%	24,0%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	26,9%	12,6%	18,8%	25,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	37,7%	34,8%	35,3%	36,6%
Biên LN từ HĐ %	30,0%	28,9%	28,7%	28,4%
Biên EBITDA	43,8%	40,9%	42,5%	44,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	25,3%	24,0%	23,9%	21,3%
ROE %	12,7%	12,9%	13,8%	15,3%
ROA %	6,6%	6,6%	6,2%	6,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	82	81	81	73
Số ngày phải thu	133	137	131	115
Số ngày phải trả	122	108	92	86
TG luân chuyển tiền	93	110	119	102
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,7	3,5	3,6	2,6
CS thanh toán nhanh	2,4	3,1	3,3	2,3
CS thanh toán tiền mặt	0,6	1,2	1,5	0,9
Nợ/Tài sản	27,1%	31,9%	43,2%	46,8%
Nợ/Vốn sử dụng	30,4%	35,0%	46,5%	50,3%
Nợ/Vốn CSH	12,7%	14,3%	42,6%	65,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,4	4,5	3,8	3,0

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	3.046	6.256	9.036	8.107
Đầu tư TC ngắn hạn	4.652	4.652	4.652	4.652
Các khoản phải thu	4.192	4.712	5.425	7.085
Hàng tồn kho	1.524	1.907	2.131	2.939
TS ngắn hạn khác	289	289	289	289
Tổng TS ngắn hạn	13.702	17.814	21.532	23.071
TS dài hạn (gộp)	30.250	33.713	47.233	64.069
- Khấu hao lũy kế	-11.209	-12.632	-14.583	-17.857
TS dài hạn (ròng)	19.041	21.081	32.651	46.212
Đầu tư TC dài hạn	6.312	6.562	6.831	7.163
TS dài hạn khác	1.021	1.021	1.021	1.021
Tổng TS dài hạn	26.373	28.665	40.503	54.397
Tổng Tài sản	40.075	46.479	62.035	77.467
Phải trả ngắn hạn	2.446	2.118	2.507	3.458
Nợ ngắn hạn	1.473	1.723	2.200	4.177
Nợ ngắn hạn khác	1.229	1.229	1.229	1.229
Tổng nợ ngắn hạn	5.147	5.070	5.936	8.864
Nợ dài hạn	9.380	13.124	24.587	32.040
Nợ dài hạn khác	751	751	751	751
Tổng nợ	15.278	18.946	31.274	41.655
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	5.417	6.229	6.229	6.229
Thặng dư vốn CP	1.013	1.013	1.013	1.013
Lợi nhuận giữ lại	14.103	15.517	18.278	21.894
Vốn khác	413	413	413	413
Lợi ích CĐTS	3.850	4.361	4.828	6.262
Vốn chủ sở hữu	24.796	27.533	30.761	35.812
Tổng cộng nguồn vốn	40.075	46.479	62.035	77.467
CP lưu hành cuối năm (tr)	623	623	623	623
CP quỹ cuối năm (tr) (pha loãng)	623	623	623	623

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	5.636	3.046	6.256	9.036
Lợi nhuận sau thuế	2.530	2.849	3.384	4.239
Khấu hao	1.385	1.423	1.951	3.274
Thay đổi vốn lưu động	-555	-1.230	-549	-1.517
Điều chỉnh khác (2)	-648	-197	-313	-305
Tiền từ hoạt động KD	2.711	2.845	4.472	5.691
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.895	-3.463	-13.520	-16.836
Đầu tư, ròng (3)	-2.660	585	628	775
Tiền từ HĐ đầu tư	-4.556	-2.879	-12.892	-16.061
Cổ tức đã trả	-964	-623	-623	-623
Tặng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tặng (giảm) nợ ngắn hạn	218	250	477	1.978
Tặng (giảm) nợ dài hạn	237	3.745	11.463	7.453
Tiền từ các HĐ TC khác	-237	-128	-117	633
Tiền từ hoạt động TC	-746	3.244	11.200	9.441
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-2.590	3.210	2.780	-929
Tiền cuối năm	3.046	6.256	9.036	8.107

(2) Trừ thu nhập từ các công ty LDLK
(3) Bao gồm cổ tức từ các công ty LDLK

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Phụ lục: Dự án điện gió ngoài khơi mang lại tiềm năng điều chỉnh tăng đáng kể cho dự báo của chúng tôi

REE đã trình Chính phủ đề xuất phát triển 10 GW điện gió ngoài khơi tại khu vực phía Nam đến năm 2040, với vốn đầu tư XDCB dự kiến ở mức 35-40 tỷ USD (REE góp khoảng 51% vốn, phần còn lại từ các đối tác). Kế hoạch được chia thành 3 giai đoạn: Giai đoạn 1 (2032) 2 GW, Giai đoạn 2 (2035) 3 GW và Giai đoạn 3 (2036-2040) 5 GW.

REE thúc đẩy dự án điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 với công nghệ LiDAR nổi

REE đặt mục tiêu đầu tư khoảng 500 MW điện gió ngoài khơi vào cuối năm 2026, theo chia sẻ của ban lãnh đạo tại ĐHCĐ bất thường vào tháng 7/2026. REE đặt mục tiêu COD vào năm 2030. Dự án điện gió ngoài khơi 500 MW này cũng là dự án ngoài khơi tiên phong tại Việt Nam. Theo ban lãnh đạo, đây là cơ hội điện gió ngoài khơi có tiến độ triển khai tốt nhất trong nước.

Vào tháng 11/2025, REE đã được cấp 7.091 ha diện tích khu vực biển để thực hiện các hoạt động đo đạc, khảo sát địa chất và thủy văn, và hiện đã lựa chọn AKROCEAN - đơn vị chuyên về quan trắc ngoài khơi của Pháp – cùng với đối tác trong nước là CTCP Phúc Anh để triển khai chiến dịch đo đạc tiềm năng gió và điều kiện khí tượng hải văn từ quý 3/2026. Chiến dịch này sẽ triển khai công nghệ LiDAR nổi để thu thập dữ liệu về gió và điều kiện biển, qua đó cung cấp các dữ liệu đầu vào quan trọng cho việc đánh giá tiềm năng gió, đặc điểm khu vực dự án và các nghiên cứu khả thi tiếp theo.

Chúng tôi hiện chưa đưa dự án Nam Bộ 3 vào mô hình định giá, trong khi còn chờ đợi thêm tiến triển về chấp thuận đầu tư và công bố thông tin tài chính.

Khung pháp lý cho điện gió ngoài khơi đang tiến triển thuận lợi

Tháng 3/2025: Nghị định 58/NĐ-CP - hướng dẫn Luật Điện lực về năng lượng tái tạo quy định Qc ở mức 80% đối với sản lượng điện gió ngoài khơi. Việc thảo luận về khả năng nâng Qc lên 90% đang được tiến hành.

Tháng 6/2025: Quyết định 1824/QĐ-BCT: Phê duyệt giá điện gió ngoài khơi ở mức 3.641 đồng/kWh (khoảng 14,2 US cent/kWh), cao hơn giá điện LNG năm 2025 (3.327 đồng/kWh).

Tháng 8/2026: Luật Dầu khí 2026 mở rộng khung pháp lý sang chuỗi giá trị năng lượng ngoài khơi.

Luật Dầu khí 2026 mở rộng phạm vi của Luật Dầu khí vượt ra ngoài các hoạt động dầu khí truyền thống nhằm bao gồm chuỗi giá trị dầu khí, các dịch vụ dầu khí công nghệ cao và năng lượng ngoài khơi gắn với hoạt động dầu khí.

Các nhà hoạch định chính sách nhấn mạnh rằng các dự án dầu khí và các dự án điện gió ngoài khơi có nhiều điểm tương đồng, bao gồm khảo sát ngoài khơi, xây dựng, vận hành và các yêu cầu về an ninh quốc gia. Do đó, việc mở rộng khung pháp lý dầu khí sang năng lượng ngoài khơi có thể giúp Việt Nam tận dụng năng lực chuyên môn dầu khí hiện có, hạ tầng ngoài khơi và dữ liệu địa chất/hải văn cho việc phát triển điện gió ngoài khơi.

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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

Khuyến cáo

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

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

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Mỹ Đình

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

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

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn