



CẬP NHẬT QUÝ

Công ty Cổ phần Cơ điện Lạnh (REE: HOSE)

Giá mục tiêu: 56.200 Đồng

Khuyến nghị: KHẢ QUAN

Tăng giá: 24,2%

Ngày 04/09/2026



Cơ cấu hoạt động kinh doanh đa dạng giúp lợi nhuận tương đối ổn định

Sau khi giá cổ phiếu đã giảm đáng kể từ báo cáo cập nhật trước, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với REE lên **KHẢ QUAN** từ **TRUNG LẬP**, với giá mục tiêu 12 tháng là **56.200 đồng/cổ phiếu** (từ 61.200 đồng), tương đương tiềm năng tăng giá là 24%. Mức giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu phản ánh việc chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2027.

Luận điểm đầu tư

- Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn đến từ mảng điện:** REE đang tiếp tục mở rộng danh mục năng lượng tái tạo, qua đó hỗ trợ triển vọng tăng trưởng dài hạn của mảng điện.
- Lợi nhuận ổn định nhờ động lực tăng trưởng đa dạng:** Mặc dù mảng điện dự kiến chịu áp lực trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng các mảng cơ điện lạnh (M&E), văn phòng cho thuê và nước & môi trường sẽ tiếp tục tăng trưởng hoặc duy trì sự ổn định, góp phần hỗ trợ ổn định lợi nhuận.

Cập nhật KQKD 6T2026 và Triển vọng giai đoạn 2026-2027

KQKD 6T2026

Trong 6T2026, REE ghi nhận **doanh thu và lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (NPATMI) lần lượt tăng 7-9% svck**, chủ yếu nhờ đóng góp từ các mảng điện, nước & môi trường và cơ điện lạnh (M&E) & thương mại.

- Thủy điện:** Lợi nhuận từ thủy điện tiếp tục tăng trưởng hai chữ số trong 6T2026. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng xu hướng này khó có thể duy trì trong thời gian tới khi hiện tượng El Niño quay trở lại trong Q2/2026 tiếp tục ảnh hưởng đến sản lượng phát điện. Chúng tôi kỳ vọng mức sụt giảm sản lượng sẽ lớn hơn tác động tích cực từ giá điện cao hơn trong ngắn hạn.
- Cơ điện lạnh (M&E):** Mảng M&E đạt cột mốc quan trọng khi giá trị hợp đồng ký mới đạt 5,9 nghìn tỷ đồng (gấp 3,2 lần svck) chỉ trong 6T2026, vượt mức đỉnh năm 2024 và gần như hoàn thành kế hoạch cả năm 2026 của Ban lãnh đạo, qua đó thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn.
- Phát triển bất động sản và văn phòng cho thuê:** Tiến độ bán hàng tại dự án Light Square vẫn chưa khởi sắc, trong khi hoạt động cho thuê văn phòng vẫn ổn định.

Triển vọng giai đoạn 2026-2027

- Chúng tôi dự báo **lợi nhuận sẽ giảm ở mức một chữ số trong giai đoạn 2026-2027**, với dự báo NPATMI năm 2026 gần như không đổi ở khoảng **2,4 nghìn tỷ đồng (-6% svck)**.
- Chúng tôi kỳ vọng sự suy yếu của mảng thủy điện sẽ được bù đắp một phần bởi lượng hợp đồng (backlog) lớn của mảng M&E, tỷ lệ lấp đầy danh mục văn phòng cho thuê ở mức cao và nhu cầu sử dụng nước tăng trưởng ổn định. Cơ cấu lợi nhuận đa dạng sẽ giúp bù trừ một phần rủi ro lợi nhuận giảm trong bối cảnh mảng điện chịu áp lực trong ngắn hạn.

Yếu tố hỗ trợ: (1) Các dự án đầu tư mới đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận. (2) Đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án **Phú Cường 1A & 1B** và **Trà Khúc 2**. (3) Tiến độ bán hàng tại dự án **Light Square** tích cực hơn dự kiến

Rủi ro: (1) Rủi ro sự cố kỹ thuật tại các nhà máy điện. (2) Giá trị hợp đồng M&E mới thấp hơn kỳ vọng, tác động đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trung hạn. (3) Áp lực về tỷ lệ lấp đầy trong mảng văn phòng cho thuê, gây ảnh hưởng đến doanh thu cho thuê.

Bảng 1: Các chỉ tiêu chính

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	8.570	8.384	10.012	10.759	11.651
Tăng trưởng DTT	-8,6%	-2,2%	19,4%	7,5%	8,3%
Biên lợi nhuận gộp	43,3%	37,3%	37,7%	35,9%	33,1%
NPATMI	2.188	1.993	2.529	2.382	2.253
EPS (VND)	3.510	3.201	4.057	3.822	3.615
Tăng trưởng EPS	-18,7%	-8,8%	26,7%	-5,8%	-5,4%
Nợ/VCSH (x)	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4
Tỷ suất cổ tức	1,8%	1,5%	1,6%	2,2%	2,2%
ROE	13,9%	11,1%	13,3%	11,8%	9,9%
P/E (x)	10,6	16,0	13,1	11,9	12,6
P/B (x)	1,3	1,7	1,6	1,2	1,2
EV/EBITDA	6,3	8,3	7,2	6,2	6,1

Nguồn: REE, SSI Research

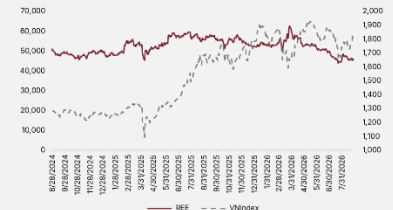
Đào Minh Châu, CFA

Phó Giám đốc TTPT

chaudm@ssi.com.vn

Giá CP - VND (03/09/26)	45.250
Vốn hóa (USDmn):	1.087
SLCP lưu hành (triệu cp):	623
KLGD TB 3 tháng (triệu cp):	0,5
Giá cao/thấp 52T (k VND):	62,4/43,9
GTGD TB 3 tháng (USDmn):	1,0
Tỷ lệ SHNN (%):	49,0
GTNN còn được mua (USDmn):	0,2
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):	5,3

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Tiền thân là một công ty nhà nước thành lập năm 1977, REE đã thực hiện cổ phần hóa vào năm 1993 và trở thành một trong những công ty đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2000. Với vai trò là một tập đoàn đa ngành, REE tập trung vào bốn mảng kinh doanh chính, bao gồm cơ điện lạnh & thương mại, năng lượng, bất động sản và nước & môi trường.

Nhìn lại 6T2026: Điều kiện thời tiết kém thuận lợi đối với các nhà máy thủy điện

Bảng 2: KQKD 6T2026

Tỷ đồng	1H25	1H26	% svck	%hoàn thành kế hoạch công ty
Doanh thu thuần	4.582	4.897	7%	40%
Lợi nhuận gộp	1.804	1.965	9%	
Lợi nhuận hoạt động	1.925	2.114	10%	
EBIT	2.068	2.309	12%	
EBITDA	2.751	3.042	11%	
Lợi nhuận trước thuế	1.727	1.938	12%	
Lợi nhuận sau thuế	1.555	1.720	11%	
NPATMI	1.234	1.346	9%	48%

Nguồn: REE, SSI Research

Bảng 3: KQKD Q2/2026

Tỷ đồng	2Q25	2Q26	% svck	1Q26	% svqt
Doanh thu thuần	2.514	2.426	-3%	2.471	-2%
Lợi nhuận gộp	853	919	8%	1.046	-12%
Lợi nhuận hoạt động	924	982	6%	1.132	-13%
EBIT	1.003	1.082	8%	1.227	-12%
EBITDA	1.349	1.462	8%	1.581	-8%
Lợi nhuận trước thuế	829	884	7%	1.054	-16%
Lợi nhuận sau thuế	739	781	6%	939	-17%
NPATMI	623	631	1%	714	-12%

Nguồn: REE, SSI Research

Trong 6T2026, REE ghi nhận doanh thu đạt 4,9 nghìn tỷ đồng (+7% svck) và NPATMI đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+9% svck), nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Các mảng điện, nước & môi trường và cơ điện lạnh (M&E) & thương mại là những động lực tăng trưởng chính. Trong kỳ, thời tiết nắng nóng kéo dài làm gia tăng nhu cầu sử dụng điện trên toàn quốc, hỗ trợ cả sản lượng nhiệt điện và mảng máy lạnh/máy điều hòa không khí. Một số điểm nổi bật gồm:

- Đúng như kỳ vọng, **điều kiện thời tiết kém thuận lợi, bao gồm sự trở lại của hiện tượng El Niño trong Q2/2026, đã làm giảm khả năng huy động thủy điện**. Tuy nhiên, lợi nhuận mảng thủy điện vẫn tăng trưởng hai chữ số nhờ: (1) giá thị trường điện toàn phần (FMP) phục hồi và (2) chi phí tài chính giảm. Chúng tôi duy trì quan điểm điều kiện thủy văn kém thuận lợi có thể kéo dài ít nhất đến hết nửa đầu năm 2027, qua đó hỗ trợ sản lượng nhiệt điện, dù đóng góp lợi nhuận từ mảng này đối với kết quả kinh doanh của REE vẫn ở mức hạn chế. Trong khi đó, các nhà máy năng lượng tái tạo khác ngoài thủy điện vẫn duy trì hoạt động ổn định.
- Mảng cơ điện lạnh (M&E) tiếp tục có kết quả ấn tượng**, với giá trị hợp đồng ký mới đạt 5,9 nghìn tỷ đồng (gấp 3,2 lần svck) chỉ trong 6T2026. Kết quả này vượt mức đỉnh hơn 5 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 và gần như hoàn thành kế hoạch của cả năm 2026, góp phần củng cố triển vọng tăng trưởng trung hạn. REE kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới có thể đạt khoảng 8 nghìn tỷ đồng (gấp 2 lần svck) trong năm 2026.
- Mảng máy lạnh được hưởng lợi từ các đợt nắng nóng kéo dài**, do thúc đẩy nhu cầu thị trường điều hòa.
- Mảng nước & môi trường duy trì đà tăng trưởng**, nhờ nhu cầu sử dụng nước sạch tăng, đặc biệt là từ Nhà máy nước Sông Đà.
- Ngược lại, **những thách thức tại dự án Light Square vẫn tiếp diễn**. Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất hiện ở mức cao có ảnh hưởng kém tích cực đến nhu cầu mua bất động sản. Mặt khác, mảng văn phòng cho thuê vẫn duy trì ổn định.

Bảng 4: KQKD 6T2026 theo từng mảng

Doanh thu và NPATMI

Tỷ đồng	1H25	1H26	% svck	Diễn giải
Doanh thu	4.582	4.897	7%	
Mảng cơ điện lạnh & thương mại	1.314	1.553	18%	
Mảng điện	2.433	2.664	9%	
Mảng nước & môi trường	106	52	-51%	Chủ yếu nhờ vào TK Plus, do doanh thu từ các dự án đang triển khai chưa được ghi nhận.
Mảng bất động sản*	729	629	-14%	
Khác	0	0	n.m	
NPATMI	1.234	1.346	9%	Cơ điện lạnh & thương mại, điện, và nước & môi trường là ba động lực tăng trưởng chính
				Dịch vụ cơ điện lạnh
Mảng cơ điện lạnh & thương mại	42	89	112%	• Tăng trưởng được hỗ trợ bởi việc nghiệm thu bàn giao một số dự án và hoàn nhập dự phòng phải thu. • REEPRO đã khánh thành Nhà máy Phú Quốc rộng 7.000 m² vào ngày 01/02/2026. Nhà máy được xây dựng để sản xuất ống gió và máng

Tỷ đồng	1H25	1H26	% svck	Diễn giải
				cấp thương hiệu REE TECH, phục vụ dự án Sân bay Phú Quốc và các công trình hướng đến sự kiện APEC 2027. - Giá trị hợp đồng ký mới tăng gấp 3,2 lần svck. Máy lạnh: KQKD được thúc đẩy bởi nhu cầu máy điều hòa tăng và chi phí lãi vay giảm. Thủy điện: Mặc dù sản lượng giảm 10% svck, giá thị trường điện toàn phần (FMP) tăng 30% svck cùng với chi phí tài chính thấp hơn đã giúp LNST tăng 12% svck. Trong tháng 6/2026, REE nâng tỷ lệ sở hữu tại Nhà máy Thủy điện Sử Pán 2 lên 39,12% từ mức 34,99% trước đó. Điện gió: Tốc độ gió thuận lợi hơn tại tỉnh Vĩnh Long. Bên cạnh đó, Nhà máy Duyên Hải đi vào vận hành từ tháng 3/2026 cũng đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận. Điện mặt trời: Lợi nhuận giảm từ mức nền cao trong 6T2025 nhờ khoản hoàn nhập dự phòng thuế thu nhập doanh nghiệp. Điện bán lẻ: Tăng trưởng lợi nhuận được thúc đẩy bởi nhu cầu phụ tải gia tăng và tỷ lệ tổn thất điện năng giảm. Nhiệt điện: Trong bối cảnh sản lượng thủy điện bị ảnh hưởng bởi điều kiện thời tiết kém thuận lợi, nhiệt điện được hưởng lợi từ nhu cầu điện toàn quốc tăng cao, với sản lượng tăng 28% svck. Bên cạnh các nhà máy điện hiện hữu, REE đang đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án mới như Trà Khúc 2, Duyên Hải 2, Duyên Hải 3 và Phú Cường 1A & 1B (xem Bảng 6). Kết quả được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu thụ nước gia tăng, đặc biệt tại Nhà máy nước Sông Đà với sản lượng tiêu thụ tăng 25% svck, sau khi hoàn thành mở rộng công suất Giai đoạn 2. Phát triển bất động sản: - Tiến độ bán hàng tại dự án The Light Square hạn chế là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận mảng bất động sản suy giảm. - Kể từ khi mở bán năm 2024, dự án mới chỉ mới bán được 8 trên tổng số 45 sản phẩm Văn phòng cho thuê: Đà tăng trưởng lợi nhuận tiếp tục được duy trì nhờ giá cho thuê cải thiện và tỷ lệ lấp đầy tăng.
Màng điện	652	695	7%	
Màng nước & môi trường	161	190	18%	
Màng bất động sản*	320	254	-21%	
Khác	59	118	99%	

Nguồn: REE, SSI Research. *Bất động sản bao gồm các mảng phát triển bất động sản và văn phòng cho thuê.

Sản lượng bán điện

Triệu kWh	1H25	1H26	% svck
Thủy điện	2.731	2.470	-10%
Năng lượng tái tạo (không bao gồm thủy điện)	348	374	7%
Điện mặt trời	152	154	1%
Điện gió	196	219	12%
Nhiệt điện	1.972	2.531	28%
Tổng	5.051	5.375	6%

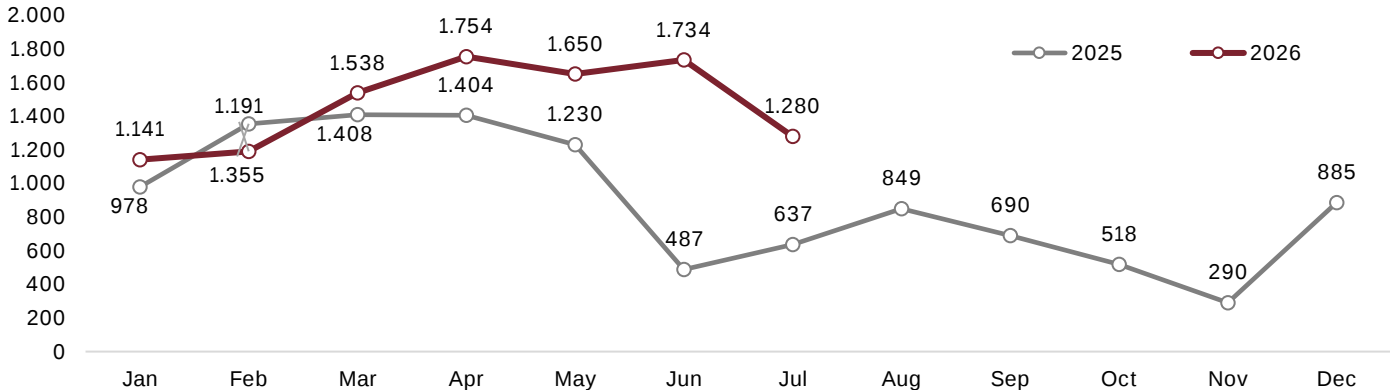
Nguồn: REE, SSI Research

Sản lượng tiêu thụ màng nước & môi trường

Triệu m3	1H25	1H26	% svck
Xử lý nước	246	261	6%
Phân phối nước sạch	144	151	5%

Nguồn: REE, SSI Research

Biểu đồ 5: Giá thị trường điện toàn phần (FMP - đồng/kWh) của Việt Nam đã phục hồi trong năm 2026 – phù hợp với kỳ vọng



Nguồn: EVN, SSI Research (dữ liệu tính đến tháng 7/2026)

Bảng 6: Cập nhật các dự án năng lượng tái tạo trọng điểm đang được REE triển khai

Dự án	Loại hình	Công suất (MW)	REE sở hữu	Mục tiêu COD của REE*	Diễn giải	Mục tiêu COD của chúng tôi**	Sản lượng dự kiến năm (triệu kWh)
Trà Khúc 2	Thủy điện	30	100%	Q1/2027	- Khởi công xây dựng từ năm 2024 và đã hoàn thành hơn 80%. - Đã được giao đất cho toàn bộ công trình chính và một phần lòng hồ.	Chúng tôi hiện chưa đưa dự án này vào dự báo	120
Duyên Hải 2 (V1-3 Giai đoạn 2)	Điện gió	48	100%	30/10/2026	- Đã lựa chọn xong các nhà thầu cho các hạng mục lớn. - Phần trên bờ: REE đang hoàn tất hồ sơ pháp lý cần thiết để triển khai xây dựng. - Phần trên biển: REE đang thực hiện thi công lắp đặt móng trụ và đang trong quá trình hoàn thiện nhập khẩu thiết bị.	Q4/2026	132
Duyên Hải 3 (V1-5 & V1-6 Giai đoạn 2)	Điện gió	80	100%	30/10/2026	- Đã lựa chọn xong các nhà thầu cho các hạng mục lớn. - Phần trên bờ: REE đang hoàn tất hồ sơ pháp lý cần thiết để triển khai xây dựng. - Phần trên biển: REE đang thực hiện thi công lắp đặt móng trụ và đang trong quá trình hoàn thiện nhập khẩu thiết bị.	Q4/2026	218
Phú Cường 1A & 1B	Điện gió	200	99.99%	Q4/2027	- REE đã mua lại 90% cổ phần tại CTCP Điện gió Phú Cường (đơn vị phát triển dự án) và nâng tỷ lệ sở hữu lên 99,99% trong Q2/2026. - Dự án đã được cấp Giấy chứng nhận đầu tư (IRC). - Công trình trạm biến áp 220 kV được khởi công vào tháng 5/2026. - REE đang lựa chọn các nhà thầu cho các gói thầu xây dựng lớn và triển khai công tác giải phóng mặt bằng. - Dự án dự kiến sử dụng 25 tua-bin điện gió Envision EN-226/8.X YE. - Việc giao nhận các tua-bin dự kiến là từ Q2/2027, trong khi mục tiêu đầu nối lưới điện là tháng 10/2027.	Chúng tôi hiện chưa đưa dự án này vào dự báo	560

Nguồn: REE, SSI Research

*COD: Ngày vận hành thương mại

**không đổi

Triển vọng 2026-2027: Khó khăn mang tính chu kỳ của thủy điện sẽ được bù đắp một phần bởi sự ổn định của các mảng kinh doanh khác

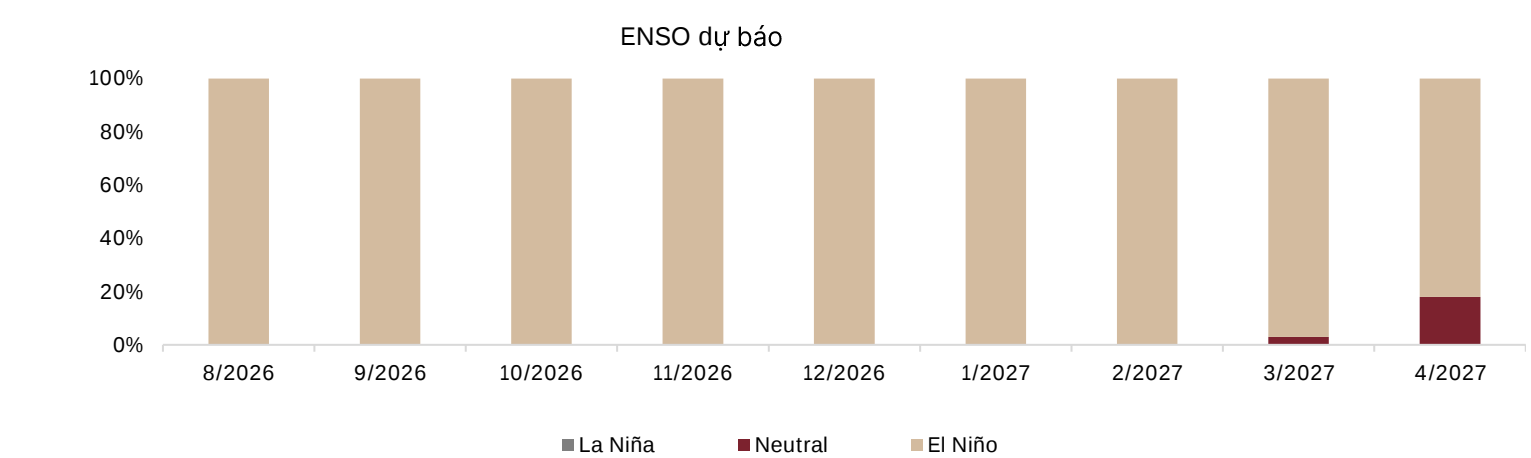
Như đã đề cập, chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện sẽ tiếp tục khó khăn, kéo dài ít nhất đến hết nửa đầu năm 2027, gây áp lực lên lợi nhuận mảng điện. Tổng sản lượng điện dự kiến duy trì ổn định nhờ 1) mức độ huy động ổn định của các nhà máy năng lượng tái tạo hiện hữu, 2) đóng góp từ Nhà máy Duyên Hải, và 3) việc đưa vào vận hành thương mại các Nhà máy Duyên Hải 2 và Duyên Hải 3. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đóng góp lợi nhuận từ ba nhà máy điện mới này sẽ khiêm tốn trong những năm đầu vận hành. Đối với Phú Cường 1A & 1B, dự án này được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn hơn là đóng góp đáng kể trong ngắn hạn.

Bảng 7: Dự báo sản lượng bán điện giai đoạn 2026-2027

Triệu kWh	2024	2025	2026F	% svck	2027F	% svck
Thủy điện	5.428	7.055	5.662	-20%	5.165	-9%
Năng lượng tái tạo (không bao gồm thủy điện)	653	646	847	31%	1.119	32%
Điện mặt trời	289	280	284	2%	292	3%
Điện gió	364	366	563	54%	827	47%
Nhiệt điện *	4.575	3.652	4.416	21%	4.567	3%
Điện bán lẻ	342	342	373	9%	384	3%
Tổng	10.998	11.694	11.298	-3%	11.235	-1%

Nguồn: REE, SSI Research
*REE hiện sở hữu ~20% cổ phần tại Phà Lại

Biểu đồ 8: Xác xuất xuất hiện hình thái thời tiết El Niño cao cho thấy các điều kiện thủy văn kém thuận lợi có thể kéo dài ít nhất đến hết nửa đầu năm 2027.



Nguồn: NOAA, IRI, SSI Research (tính đến tháng 8/2026)

Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận của REE sẽ giảm ở mức một chữ số trong giai đoạn 2026-2027, được hỗ trợ bởi kết quả kinh doanh vững chắc từ các mảng cơ điện lạnh (giá trị hợp đồng tốt), văn phòng cho thuê (tỷ lệ lấp đầy cao và đóng góp lợi nhuận từ E.town 6 nhiều hơn) và nước & môi trường (nhu cầu tiêu thụ nước tăng trưởng ổn định). Bên cạnh đó, việc đẩy nhanh triển khai các dự án mới, đặc biệt trong lĩnh vực năng lượng tái tạo, có thể tạo động lực thúc đẩy lợi nhuận hồi phục từ năm 2028 trở đi.

Bảng 9: Dự báo lợi nhuận năm 2026

Tỷ đồng	2025	2026	% svck	Diễn giải
Doanh thu	10.012	10.759	7%	
Mảng cơ điện lạnh & thương mại	3.521	4.054	15%	Mảng dịch vụ cơ điện lạnh tiếp tục phục hồi
Mảng điện	4.979	5.224	5%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi các dự án Duyên Hải, Duyên Hải 2 và Duyên Hải 3.
Mảng nước & môi trường	174	122	-30%	Dựa trên KQKD của TK Plus trong 6T2026.
Mảng bất động sản*	1.338	1.359	2%	- Mảng văn phòng cho thuê là động lực tăng trưởng chính. - Trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao, để thận trọng, chúng tôi giả định doanh số bán hàng tại dự án Light Square trong giai đoạn 2026-2027 sẽ tiếp tục ở mức khiêm tốn.
Khác	0	0	n.m	
NPATMI	2.529	2.382	-6%	Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo NPATMI.
Mảng cơ điện lạnh & thương mại	164	228	38%	
Mảng điện	1.412	1.181	-16%	
Mảng nước & môi trường	355	376	6%	
Mảng bất động sản *	513	567	10%	
Khác	85	31	n.m	

Nguồn: REE, SSI Research. *Bất động sản bao gồm các mảng đầu tư bất động sản và văn phòng cho thuê.

Định giá

Mặc dù dự báo NPATMI năm 2026 gần như không đổi, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 12 tháng xuống **56.200 đồng/cổ phiếu** (từ 61.200 đồng/cổ phiếu), chủ yếu do chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2027. Với tiềm năng tăng giá 24%, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với REE lên **KHẢ QUAN** (từ TRUNG LẬP).

Chúng tôi duy trì mức chiết khấu tập đoàn 10% đối với phương pháp định giá SOTP nhằm phản ánh sự đa dạng trong lĩnh vực hoạt động của REE và giữ nguyên hệ số P/E mục tiêu là 14x đối với phương pháp định giá P/E.

Bảng 10: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu (Đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng*
P/E	52.100	40%
SOTP	59.000	60%
Giá mục tiêu	56.200	

Nguồn: REE, SSI Research (*Chúng tôi cho rằng những thách thức trong ngắn hạn của REE sẽ giảm dần trong dài hạn).

Bảng 1: Phương pháp SOTP

Dự án/mảng	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
BẤT ĐỘNG SẢN		7.060
Đầu tư bất động sản		392
The Light Square	RNAV	34
Saigonres Group	P/B	358
Văn phòng cho thuê	DCF	6.668
ĐIỆN		26.750
Thác Bà	DCF	869
Thác Bà 2	DCF	177
Vinh Sơn – Sông Hinh	DCF	7.229
Đăk Nghé	DCF	228
Thác Mơ	DCF	1.897
Srok Phu Miêng IDICO	DCF	383
Sông Ba Hạ	DCF	1.175
Thủy điện miền Nam	DCF	460
Thủy điện miền Trung	DCF	1.316
Sử Pán2	DCF	441
Phả Lại	DCF	634
Bình Điện	DCF	303
Công ty Phát triển Điện Đông Dương	DCF	752
Công ty Năng lượng mặt trời REE	DCF	2.497
Phong điện Thuận Bình	DCF	1.815
Điện gió Trà Vinh V1-3	DCF	2.491
Duyên Hải	DCF	1.604
Duyên Hải 3	DCF	1.244
Duyên Hải 2	DCF	733
Công ty Phát triển Điện Trà Vinh	DCF	500
Nước & Môi trường	DCF	3.571
Cơ điện lạnh & Thương mại	DCF	2.351
Tổng giá trị doanh nghiệp		39.732
Tiền mặt ròng tại công ty mẹ		1.131
Giá trị hợp lý của VCSH		40.863
Chiết khấu		10%
Giá trị VCSH		36.776
SLCP lưu hành (triệu)		623
Giá mục tiêu (Đồng/cp)		59.000

Nguồn: REE, SSI Research

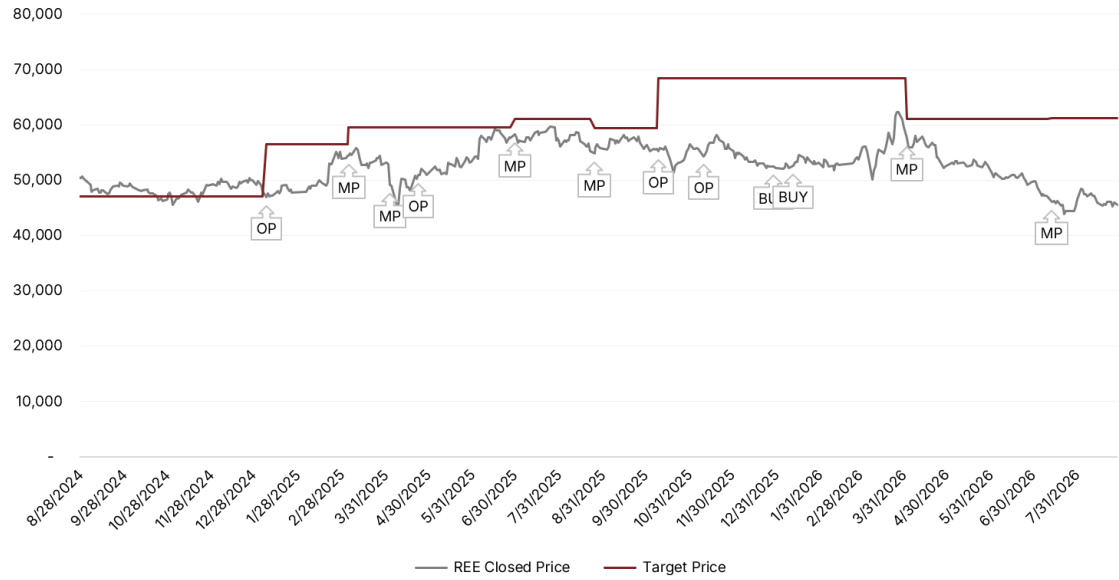
Yếu tố hỗ trợ:

- Các dự án đầu tư mới đóng góp thêm vào tăng trưởng lợi nhuận.
- Đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án **Phú Cường 1A & 1B** và **Trà Khúc 2**
- Tiến độ bán hàng tại dự án Light Square tích cực hơn dự kiến

Rủi ro:

- Rủi ro sự cố kỹ thuật từ các nhà máy điện.
- Giá trị hợp đồng M&E mới thấp hơn kỳ vọng, làm giảm triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trung hạn.
- Áp lực về tỷ lệ lấp đầy trong mảng văn phòng cho thuê, gây ảnh hưởng đến doanh thu cho thuê.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương	5.636	3.046	4.500	4.974
+ Đầu tư ngắn hạn	1.060	4.652	4.652	4.652
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	3.130	4.192	4.859	5.262
+ Hàng tồn kho	1.277	1.524	2.014	2.274
+ Tài sản ngắn hạn khác	183	288	277	302
Tổng tài sản ngắn hạn	11.286	13.701	16.302	17.464
+ Các khoản phải thu dài hạn	36	108	41	45
+ GTCL Tài sản cố định	13.961	14.130	17.543	17.526
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	2.542	2.478	2.286	2.094
+ Đầu tư dài hạn	1.453	2.433	2.433	2.433
+ Tài sản dài hạn khác	6.199	6.312	6.312	6.312
Tổng tài sản dài hạn	885	913	1.020	1.091
Tổng tài sản	25.077	26.373	29.636	29.501
+ Nợ ngắn hạn	36.362	40.075	45.937	46.965
Trong đó: vay ngắn hạn	4.070	5.147	6.138	7.874
+ Nợ dài hạn	1.254	1.473	2.017	3.330
Trong đó: vay dài hạn	9.838	10.131	12.566	9.674
Tổng nợ phải trả	9.143	9.380	11.684	8.686
+ Vốn góp	13.908	15.278	18.704	17.548
+ Thặng dư vốn cổ phần	4.710	5.417	6.234	6.234
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.013	1.013	1.013	1.013
+ Quý khác	12.761	14.104	15.045	16.675
Vốn chủ sở hữu	3.970	4.263	4.941	5.495
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	22.455	24.797	27.233	29.417
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	3.784	2.711	3.829	4.279
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	205	-4.556	-4.698	-1.398
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.375	-745	2.323	-2.407
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2.613	-2.590	1.454	474
Tiền đầu kỳ	3.023	5.636	3.046	4.500
Tiền cuối kỳ	5.636	3.046	4.500	4.974
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,77	2,66	2,66	2,22
Hệ số thanh toán nhanh	2,41	2,31	2,28	1,89
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,65	1,50	1,49	1,22
Nợ ròng / EBITDA	1,09	0,61	0,68	0,61
Khả năng thanh toán lãi vay	4,64	6,12	5,21	4,20
Ngày phải thu	130,5	103,7	99,8	91,6
Ngày phải trả	46,6	58,0	65,5	60,7
Ngày tồn kho	91,3	82,0	93,6	100,5
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,62	0,62	0,59	0,63
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,38	0,38	0,41	0,37
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,62	0,62	0,69	0,60
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,46	0,44	0,50	0,41
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,06	0,06	0,07	0,11

Nguồn: REE, SSI Research

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	8.384	10.012	10.759	10.924
Giá vốn hàng bán	-5.260	-6.236	-6.897	-7.055
Lợi nhuận gộp	3.124	3.775	3.862	3.870
Doanh thu hoạt động tài chính	0	0	0	498
Chi phí tài chính	318	447	523	-867
Thu nhập từ các công ty liên kết	-791	-740	-872	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	-154
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-118	-120	-155	-751
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	-578	-655	-700	3.395
Thu nhập khác	2.672	3.547	3.406	47
Lợi nhuận trước thuế	15	-27	3	3.442
Lợi nhuận ròng	2.688	3.520	3.409	3.067
Lợi nhuận chia cho cổ đông	2.396	3.150	3.060	2.432
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1.993	2.529	2.382	635
EPS cơ bản (VND)	3.201	4.057	3.822	3.615
Giá trị sổ sách (VND)	40.126	38.670	36.421	39.036
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.000	1.000	1.000	1.000
EBIT	3.426	4.207	4.219	4.112
EBITDA	4.724	5.592	5.696	5.720
Tăng trưởng				
Doanh thu	-2,2%	19,4%	7,5%	8,3%
EBITDA	-10,2%	18,4%	1,9%	0,4%
EBIT	-14,3%	22,8%	0,3%	-2,5%
Lợi nhuận ròng	-14,0%	31,5%	-2,9%	-8,3%
Vốn chủ sở hữu	8,1%	10,4%	9,8%	8,0%
Vốn điều lệ	15,0%	15,0%	15,1%	0,0%
Tổng tài sản	4,2%	10,2%	14,6%	2,2%
Định giá				
P/E	16,0	13,1	11,9	12,6
P/B	1,7	1,6	1,3	1,2
Giá/Doanh thu	3,8	3,3	2,6	2,4
Tỷ suất cổ tức	1,5%	1,6%	2,2%	2,2%
EV/EBITDA	8,3	7,2	6,2	6,1
EV/Doanh thu	4,7	4,0	3,3	3,0
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	37,3%	37,7%	35,9%	33,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	38,8%	39,6%	35,8%	32,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	28,6%	31,5%	28,4%	24,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	1,4%	1,2%	1,4%	1,8%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	6,9%	6,5%	6,5%	6,1%
ROE	11,1%	13,3%	11,8%	9,9%
ROA	6,7%	8,2%	7,1%	6,0%
ROIC	9,5%	11,0%	9,9%	8,9%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư
Phạm Lưu Hưng
Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường
Đào Minh Châu
Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư
chaudm@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Dữ liệu
Nguyễn Thị Anh Thư
Chuyên viên hỗ trợ
thunta2@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321