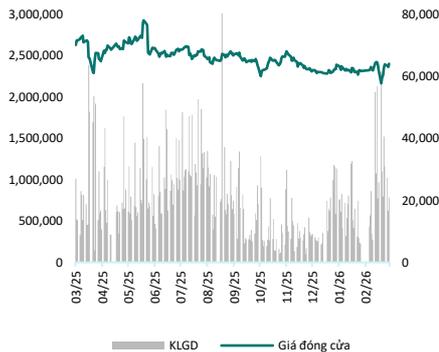


Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	67,400
Giá mục tiêu	82,835
Lợi nhuận kỳ vọng	+22.9%

Thông tin giao dịch	
Ngành	Đa ngành
KLGD TB 3 tháng	759,765
SLCP lưu hành	541,658,139
Biên độ 52 tuần	52,200-68,600
Vốn hoá	36,507.96 tỷ đồng
Beta	0.44

## Biến động giá REE 1 năm



Cổ đông lớn	
Platinum Victory Pte. Ltd	41.70%
Công ty TNHH Năng lượng REE (REE Energy)	14.12%
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.83%
Công ty Đầu tư Tài chính Nhà nước TP. HCM	7.16%
Apollo Asia Fund	4.75%

## ĐÓN “GIÓ” TĂNG TRƯỞNG – VỮNG BƯỚC TRONG CHU KÌ MỚI

### Khuyến nghị

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp DCF và P/E để xác định mức định giá hợp lý, đồng thời phản ánh kỳ vọng của thị trường. Trên cơ sở đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu REE với giá mục tiêu 82,835 VND/cổ phiếu (upside +22.9% so với giá đóng cửa ngày 20/03/2026).

### L luận điểm đầu tư

#### Mảng Năng lượng tăng trưởng nhanh nhờ mở rộng công suất điện gió

Trong bối cảnh chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP trên 10% năm 2026, nhu cầu tiêu thụ điện tại Việt Nam được dự báo sẽ tăng mạnh. REE đặt mục tiêu nâng tổng công suất phát điện lên 2,000-2,500 MW trong giai đoạn 2026-2030F, với trọng tâm là các dự án NLTT phù hợp với định hướng của QHĐ8 ĐC. Trong đó, động lực tăng trưởng chính trong ngắn và trung hạn đến từ các dự án điện gió mới dự kiến đi vào vận hành trong năm 2026, bao gồm Duyên Hải (48 MW) và V1-3 GĐ2 cùng V1-5&6 GĐ2 (128 MW), giúp nâng tổng công suất phát điện sở hữu lên khoảng 15%. Bên cạnh đó, việc tiếp quản tổ hợp điện gió Phú Cường (1,400 MW) tại Sóc Trăng sẽ tạo ra bước nhảy vọt về quy mô công suất, củng cố vị thế của REE trong lĩnh vực NLTT và mở rộng dự địa tăng trưởng dài hạn.

#### Cơ điện lạnh tiếp tục tăng trưởng nhờ khối lượng backlog cao

Hoạt động cơ điện lạnh được kỳ vọng phục hồi khi giá trị hợp đồng ký mới lũy kế tính đến cuối năm 2025 đạt 3,809 tỷ đồng, đến từ các dự án hạ tầng và sân bay quy mô lớn. Giá trị backlog năm 2026 dự kiến tăng lên 4,488 tỷ đồng với các dự án tiêu biểu như sân bay Cát Bi, sân bay Phú Quốc, tổng trạm An Khánh... Ngoài ra, năm 2026 được kỳ vọng sẽ là điểm rơi ghi nhận doanh thu từ các dự án đã triển khai trước đó, đặc biệt là Sân bay Long Thành sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mảng M&E trong ngắn hạn.

#### Mảng BĐS duy trì tăng trưởng nhờ cải thiện tỷ lệ lấp đầy tại E. Town 6 và bán hàng tại dự án The Light Square

Tỷ lệ lấp đầy của tòa nhà E. Town 6 năm 2025 hiện chỉ mới đạt khoảng 50% và được kỳ vọng tăng lên đến 80% trong năm 2026 nhờ vào nhu cầu đối với văn phòng hạng B chất lượng tốt tại khu vực rìa trung tâm TP.HCM tăng cao. Bên cạnh đó, dự án bất động sản nhà ở The Light Square tại Thái Bình vẫn còn hơn 600 tỷ đồng doanh thu chưa được ghi nhận tính đến cuối năm 2025, tạo dư địa cho tăng trưởng doanh thu của REE trong năm 2026.

### Triển vọng doanh nghiệp

Giai đoạn 2026F–2028F được kỳ vọng sẽ đánh dấu chu kỳ tăng trưởng mới của REE, được hỗ trợ bởi cả động lực nội tại và yếu tố vĩ mô thuận lợi. Trong đó, mảng năng lượng tiếp tục đóng vai trò trụ cột, với chiến lược mở rộng công suất điện gió là động lực tăng trưởng dài hạn, phù hợp với định hướng phát triển NLTT theo QHĐ8 ĐC. Bên cạnh đó, REE duy trì vị thế là nhà thầu cơ điện hàng đầu trong lĩnh vực hạ tầng, với lượng backlog lớn tạo nền tảng cho tăng trưởng doanh thu trong ngắn hạn. Đồng thời, mảng bất động sản cho thuê được kỳ vọng cải thiện nhờ xu hướng dịch chuyển sang văn phòng hạng B khu vực rìa trung tâm, cùng với đóng góp gia tăng từ tòa nhà E. Town 6.

### Rủi ro

- (1) Chu kỳ ENSO chuyển sang trung tính và khả năng xuất hiện El Nino từ 2H2026 có thể ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng của các nhà máy thủy điện.
- (2) Các dự án điện gió mới có thể chậm tiến độ thi công hoặc vận hành thương mại, dẫn đến việc không đạt kỳ vọng đóng góp sản lượng từ Q4/2026.
- (3) Mảng M&E đối mặt cạnh tranh cao và giá nguyên vật liệu biến động.
- (4) Tỷ lệ hấp thụ tại dự án The Light Square và tỷ lệ lấp đầy tại E. Town 6 có thể thấp hơn kỳ vọng khi trường bất động sản có chứng lại do lãi suất tăng.

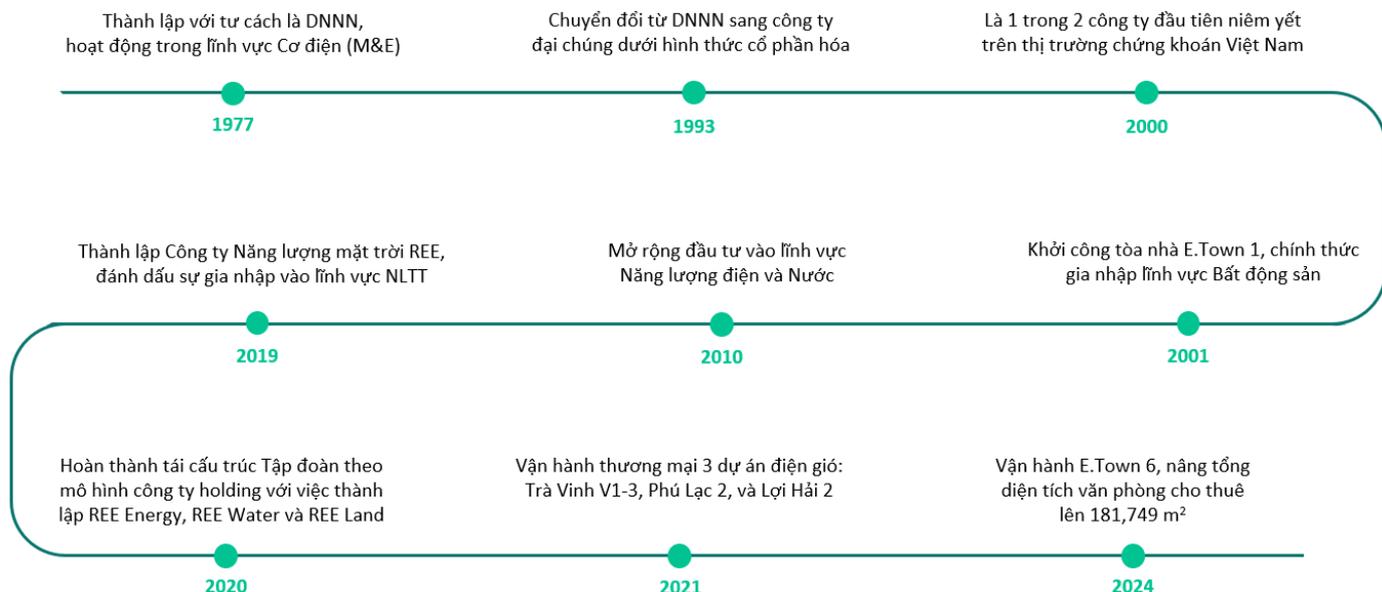
## Tổng quan kết quả kinh doanh 2025

	2024	2025	%YoY	Nhận định của Kafi
Doanh thu thuần	8,384	10,012	19%	
<i>Năng lượng</i>	4,240	4,979	17%	<p><b>Thủy điện (+26.6%):</b> (1) Nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi, sản lượng huy động đạt 7,055 triệu kWh (+29.9% YoY), nổi bật tại các nhà máy Sông Ba Hạ và Thượng Kon Tum; (2) Sản lượng tham gia thị trường điện cạnh tranh cao hơn năm 2024 dù giá thị trường điện năm 2025 giảm 36% do mực nước toàn hệ thống tăng cao.</p> <p><b>Điện gió (+3.2%):</b> sản lượng tại cụm Thuận Bình (Phú Lạc 1&amp;2, Lợi Hải 2) tăng 5.6% trong khi tốc độ gió có phần yếu hơn tại khu vực Trà Vinh.</p>
<i>Cơ điện lạnh</i>	2,880	3,521	22%	Doanh thu ghi nhận chủ yếu ở các hợp đồng thuộc dự án Sân bay Long Thành cùng khối lượng backlog lũy kế đến cuối năm 2025 đạt 3,809 tỷ đồng, đến từ việc trúng thầu các dự án mới như sân bay Phú Quốc, sân bay Cát Bi, Golden Crown Hải Phòng, Mandarin Oriental Đà Nẵng...
<i>Bất động sản</i>	1,149	1,338	16%	<p><b>Cho thuê văn phòng:</b> Tòa nhà E. Town 6 đạt tỷ lệ lấp đầy hơn 50% bù đắp cho tỷ lệ lấp đầy giảm nhẹ 0.6% ở các tòa nhà còn lại.</p> <p><b>BDS nhà ở:</b> Tiếp tục chuyển nhượng các căn hộ thuộc dự án The Light Square.</p>
<i>Nước và Môi trường</i>	114	174	53%	Sản lượng nước phân phối đạt 293.1 triệu m <sup>3</sup> (+1.2% YoY) do nhu cầu nước sạch tăng tại khu vực TP. HCM và Khánh Hòa.
Giá vốn hàng bán	-5,260	-6,236	19%	
Lợi nhuận gộp	3,124	3,775	21%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	37%	38%	1 đpt	Biên lợi nhuận gộp tương đối ổn định, chủ yếu đến từ mảng điện nước và cho thuê văn phòng.
Chi phí bán hàng	-118	-120	1%	
Chi phí QLDN	-578	-646	12%	
Lợi nhuận từ HĐKD	2,672	3,557	33%	
Thu nhập tài chính	318	452	42%	
Chi phí tài chính	-791	-743	6%	Thu nhập tài chính tăng mạnh chủ yếu do ghi nhận khoản lãi thanh lý đầu tư vào SGR và lãi tiền gửi tăng cao. Chi phí tài chính cũng được cải thiện nhờ chi phí lãi vay giảm so với năm 2024.
Lợi nhuận trước thuế	2,688	3,517	31%	
LNST của Cổ đông Công ty mẹ	1,993	2,529	27%	
<i>Năng lượng</i>	1,007	1,412	40%	
<i>Cơ điện lạnh</i>	150	164	10%	Dù LNST của REE M&E và REEPRO vẫn tăng trưởng ổn định cùng với khối lượng backlog lớn, LNST ở REE TECH lại giảm mạnh -69.8% do chi phí bán hàng tăng mạnh thông qua việc triển khai các chương trình khuyến mãi.
<i>Bất động sản</i>	509	513	1%	Do chi phí khấu hao tăng (tính cả tòa nhà E. Town 6) nên LNST mảng văn phòng cho thuê giảm -3.5% YoY.
<i>Nước và Môi trường</i>	267	355	33%	

## Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Cơ Điện Lạnh (REE) được thành lập vào năm 1977 với xuất phát điểm là doanh nghiệp nhà nước hoạt động trong lĩnh vực cơ điện lạnh. Sau hơn bốn thập kỉ phát triển, REE đã chuyển mình từ một doanh nghiệp thi công cơ điện sang mô hình tập đoàn đầu tư hạ tầng tiện ích với ba mảng kinh doanh mới bên cạnh thị công cơ điện là năng lượng, bất động sản, và nước.

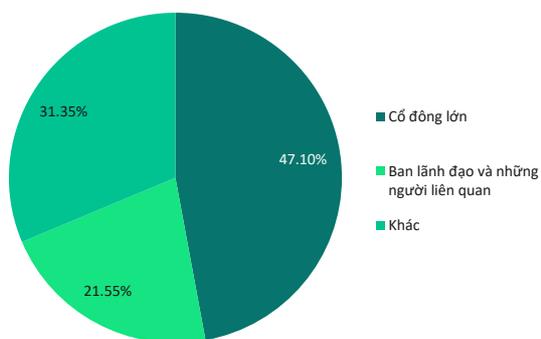
### ► Lịch sử doanh nghiệp



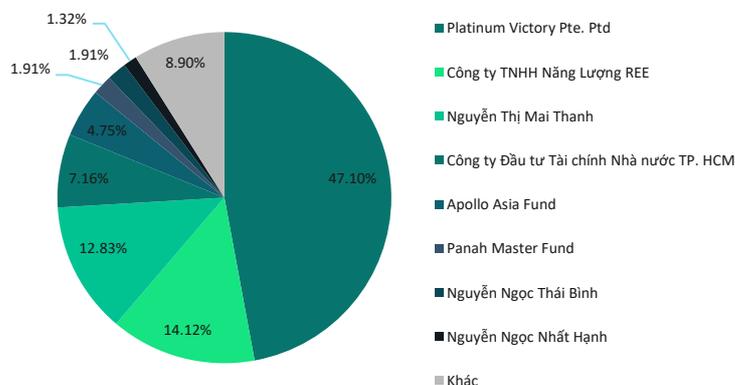
Nguồn: REE, Kafi Research

### ► Cơ cấu cổ đông

Tỉ lệ sở hữu của ban lãnh đạo và các cổ đông lớn



Cơ cấu cổ đông lớn tính đến ngày 26/02/2026

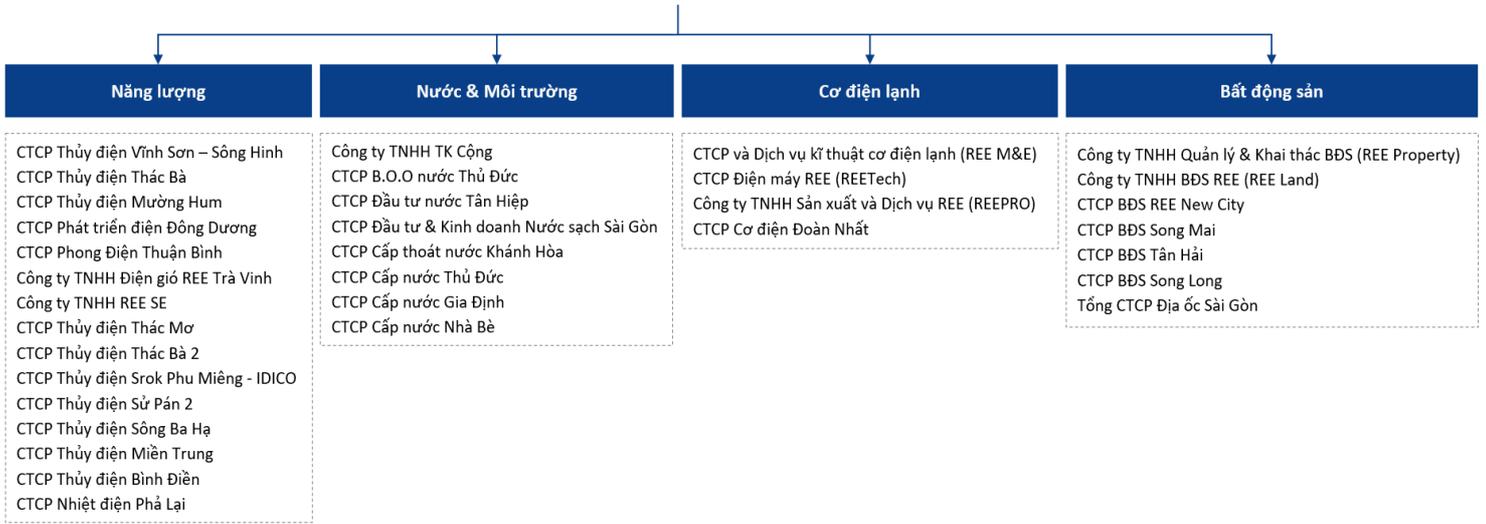


Nguồn: FinProX, Kafi Research

Cơ cấu cổ đông của REE có mức độ tập trung cao, với sự tham gia đáng kể của nhà đầu tư nước ngoài và ban lãnh đạo công ty. Trong đó, quỹ đầu tư Singapore Platinum Victory Pte. Ltd. hiện là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu khoảng 41.7% và có liên hệ với ông Alain Xavier Cary – Phó Chủ tịch HĐQT REE. Bên cạnh đó, công ty con REE Energy nắm giữ khoảng 14.12%, trong khi bà Nguyễn Thị Mai Thanh – Chủ tịch HĐQT – sở hữu gần 13% cổ phần.

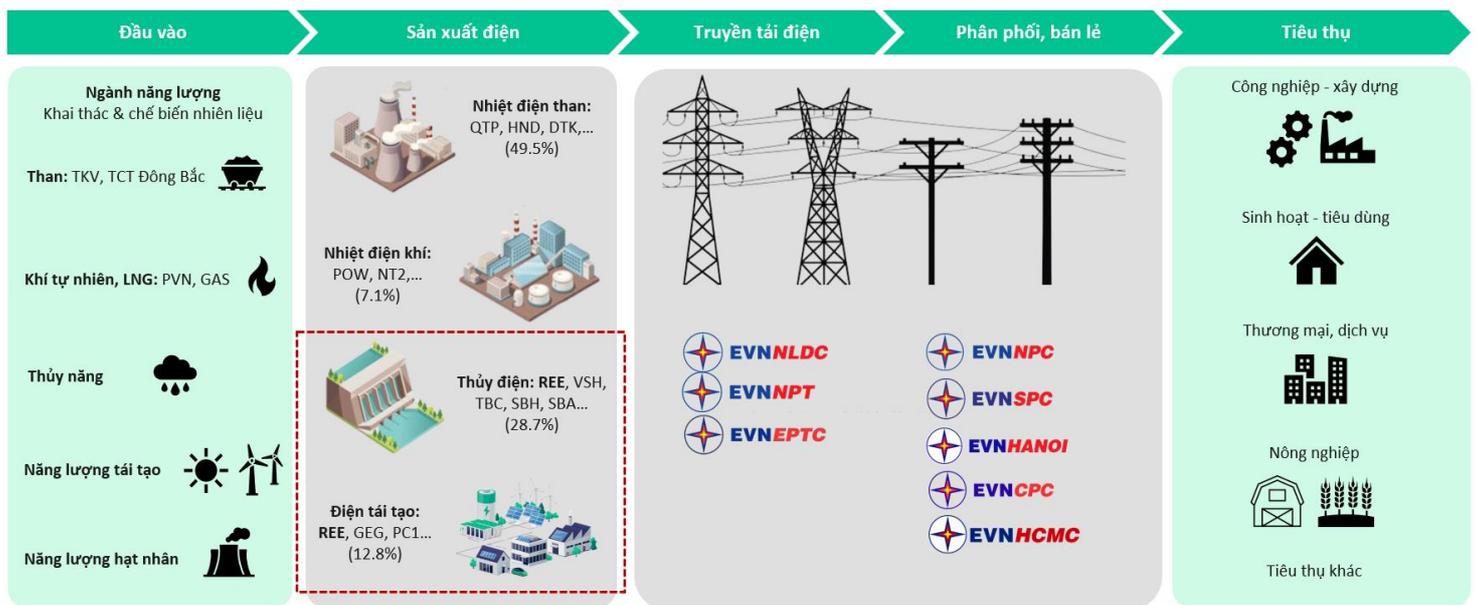
Đáng chú ý, quỹ Platinum Victory đã nhiều lần mua lại cổ phần với mức giá premium từ các nhà đầu tư nước ngoài khác do room ngoại của REE thường xuyên kín, thay vì mua trực tiếp trên thị trường. Điều này cho thấy mức độ quan tâm cao và niềm tin dài hạn của nhà đầu tư ngoại đối với REE, đồng thời phản ánh chiến lược của quỹ Platinum trong việc gia tăng tỷ lệ sở hữu lên mức tối đa 49%, qua đó củng cố vai trò cổ đông chi phối và đồng hành cùng doanh nghiệp trong dài hạn.

► Cơ cấu tổ chức



Nguồn: REE, Kafi Research

► Vị trí của doanh nghiệp trong chuỗi giá trị toàn ngành năng lượng



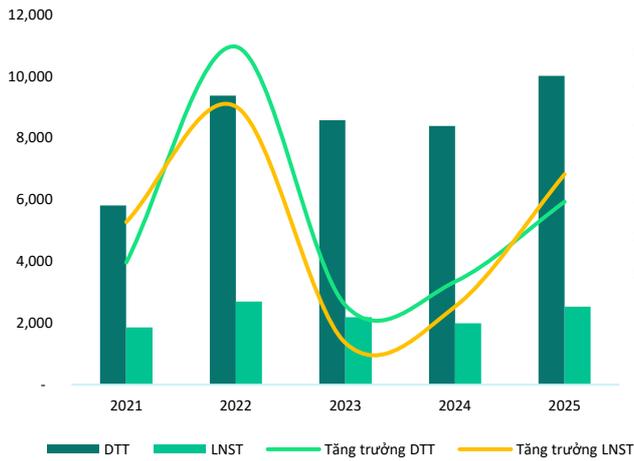
Hoạt động kinh doanh

► Tổng quan

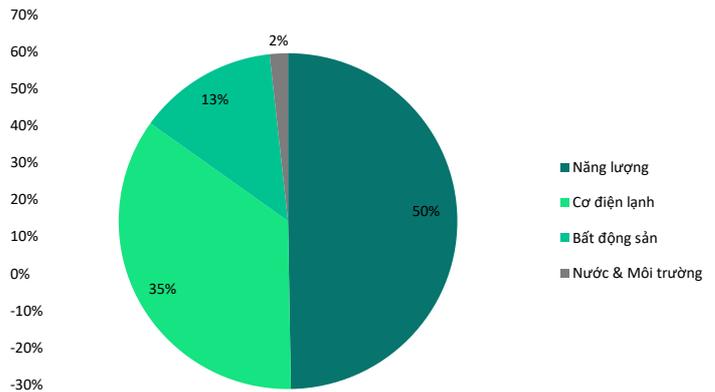
Là một tập đoàn đa ngành, REE tập trung vào 4 mảng kinh doanh cốt lõi bao gồm: (1) Năng lượng, (2) Cơ điện lạnh (M&E), (3) Bất động sản văn phòng và nhà ở, và (4) Nước và Môi trường. Trong năm 2025, mảng năng lượng vẫn là trụ cột chính trong tăng trưởng doanh thu khi chiếm đến 50%, theo sau là Cơ điện lạnh (35%) và Bất động sản (13%). Tuy nhiên, do đặc thù biên lợi nhuận của các ngành khác nhau, mảng cơ điện từng là lĩnh vực chính của REE nay chỉ còn đóng góp 6% vào LNST, trong khi Năng lượng, BĐS và Nước là các hoạt động quan trọng dẫn dắt lợi nhuận.

Năm 2025 ghi nhận sự phục hồi trở lại của REE ở tất cả các mảng với kết quả kinh doanh ấn tượng, trong đó doanh thu thuần của REE đạt 10,012 tỷ đồng (+19% YoY) với đóng góp lớn từ nhóm Năng lượng và Cơ điện lạnh, đồng thời LNST đạt 2,529 tỷ đồng (+26.85% YoY) nhờ vào nhóm Bất động sản.

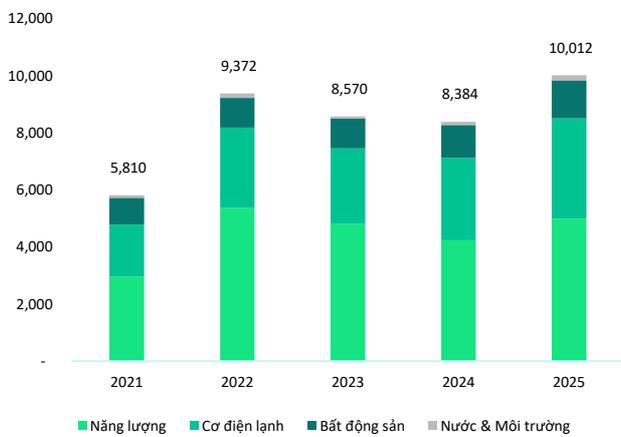
### Tình hình kinh doanh từ 2021-2025



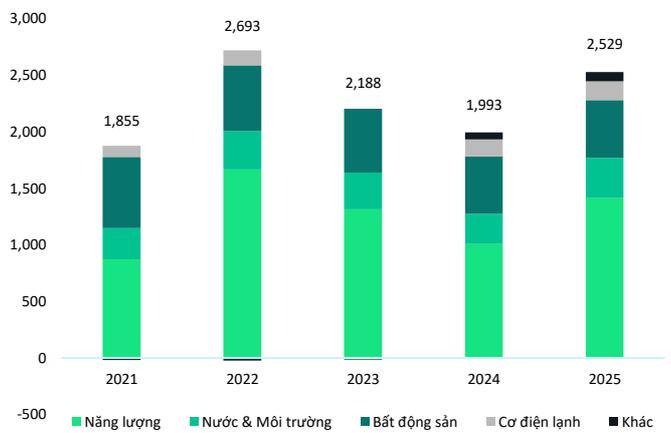
### Tỷ trọng doanh thu năm 2025



### Doanh thu theo mảng kinh doanh



### LNST theo mảng kinh doanh

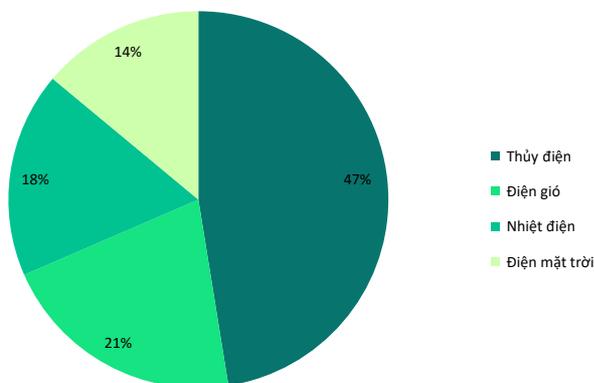


Nguồn: REE, Kafi Research

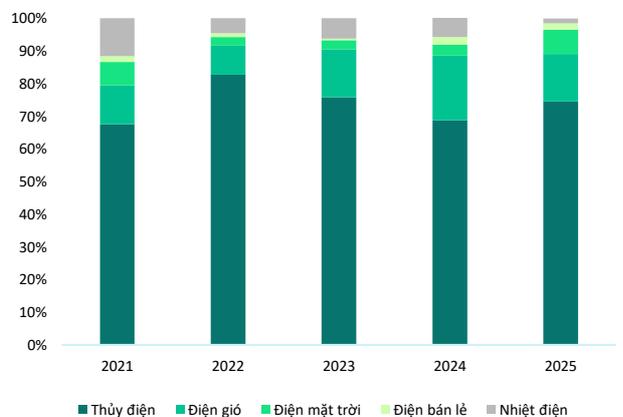
## Mảng Năng lượng

Bắt đầu tham gia vào lĩnh vực Năng lượng và Nước từ năm 2010, và đã phát triển vững chắc danh mục đầu tư của công ty con và công ty liên kết, hiện nay REE đã nâng tổng công suất theo tỷ lệ sở hữu lên khoảng 1,186 MW, trong đó thủy điện đóng góp lớn nhất với 563 MW (tương đương 47%) với 14 nhà máy thủy điện trải dài khắp ba miền, theo sau đó là điện gió (249MW) và điện mặt trời (165 MW). Với định hướng theo QHĐ8 ĐC là tập trung vào NLTT, công ty con REE Energy đã thoái toàn bộ 29.45% cổ phần tại CTCP Nhiệt điện Ninh Bình vào đầu năm 2025 và giảm tỉ lệ sở hữu tại CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) xuống còn 19.77% nhằm tái sử dụng vốn và chuyển dịch danh mục đầu tư sang NLTT.

### Cơ cấu công suất lắp đặt thực sở hữu theo loại hình điện tính đến cuối năm 2025

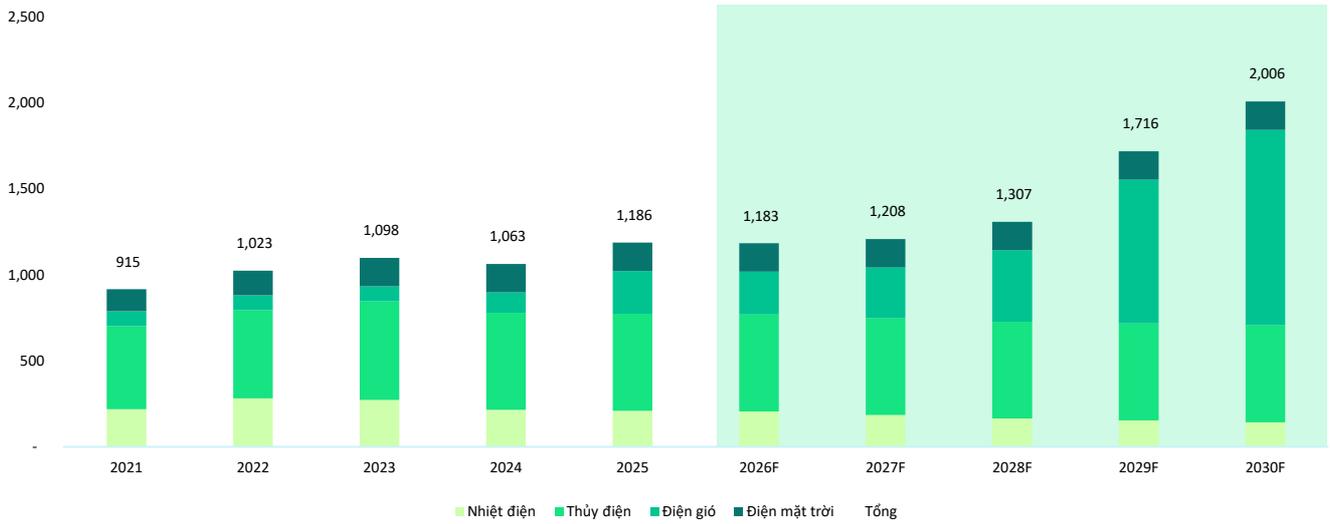


### Cơ cấu lợi nhuận của mảng năng lượng giai đoạn 2021-2025



Nguồn: REE, Kafi Research

### Tổng công suất lắp đặt thực sở hữu (dự phóng)



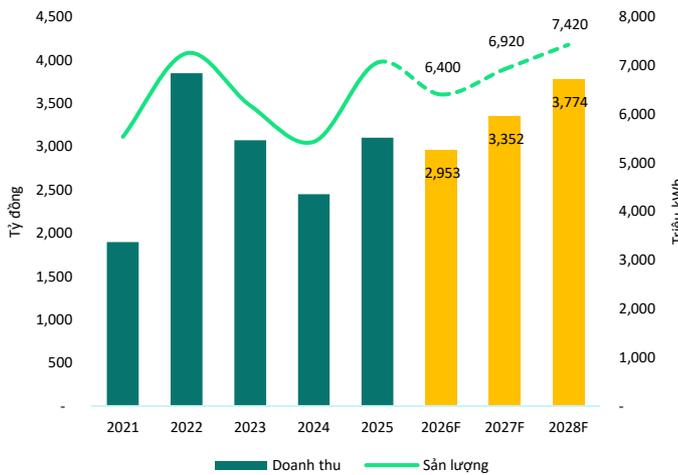
DVT: MW - Nguồn: REE, Kafi Research

### Thủy điện

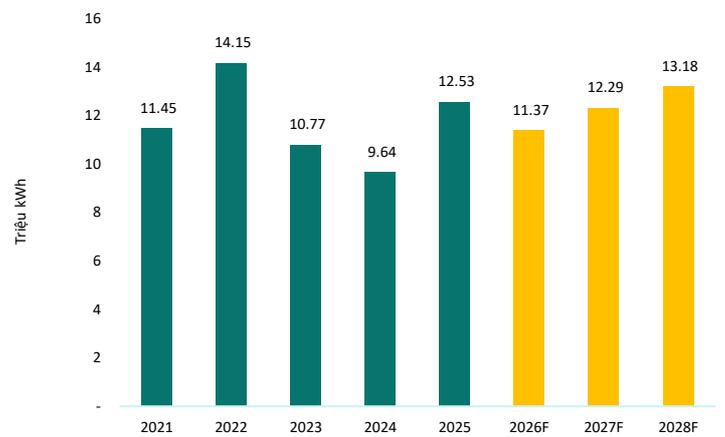
Năm 2025, điều kiện thủy văn thuận lợi ở pha La Nina với lượng mưa lớn đột biến vào những quý cuối năm, đặc biệt là ở khu vực miền Trung và miền Bắc đã hỗ trợ sản lượng huy động của nhiều nhà máy thủy điện của REE, giúp doanh thu đạt 3,100 tỷ đồng (+27% YoY) và lợi nhuận đạt 1,086 (+45.6% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện trong năm 2026 sẽ kém khả quan hơn so với năm ngoái do nền so sánh cao cùng với khả năng chu kì ENSO chuyển sang trạng thái trung tính và xác suất xuất hiện El Nino và 2H2026. Theo đó, sản lượng huy động các nhà máy thủy điện trong danh mục của REE có thể sẽ chịu áp lực giảm, ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của nhóm thủy điện trong ngắn hạn.

**Doanh thu thủy điện năm 2026F ước tính đạt 2,953 tỷ đồng (-5% YoY) và sản lượng dự kiến huy động 6,400 triệu kWh (-9% YoY).**

**Hiệu suất thủy điện được kì vọng phục hồi trở lại trong giai đoạn 2027F-2028F khi tình hình thời tiết thuận lợi hơn.**

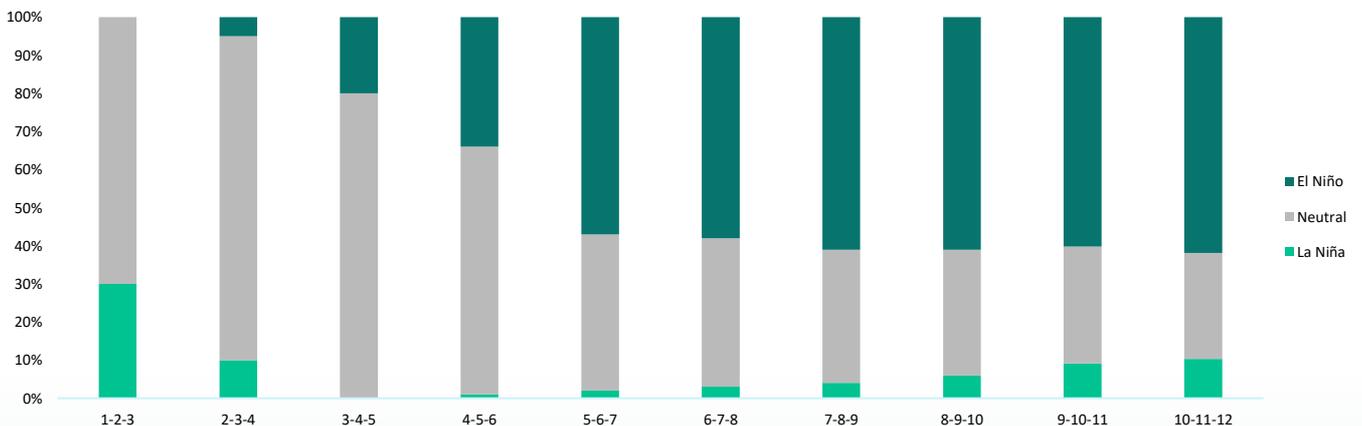


Nguồn: REE, Kafi Research



DVT: Triệu kWh/MW - Nguồn: Kafi Research

### Dự báo xác suất ENSO



Nguồn: NOAA, Kafi Research

**Danh mục nhà máy Thủy điện thuộc sở hữu của REE:**

Nhà máy thủy điện	Công ty	Tỷ lệ sở hữu (%)	Công suất (MW)	Công suất sở hữu (MW)	Năm hoạt động
Mường Hum	MHP	79.8%	35	28	2011
Thác Bà 2	TBC2	35.6%	19	5	2025
Thác Bà	TBC	60.4%	120	73	1975
Bình Điền	BDH	25.5%	44	11	2009
Vĩnh Sơn – Sông Hinh	VSH	52.6%	145	76	2001
Thượng Kon Tum	VSH	52.6%	220	116	2001
Sông Ba Hạ	SBH	25.8%	220	57	2009
Thác Mơ	TMP	42.6%	220	94	1995
Srok Phu Miêng - IDICO	ISH	34.3%	51	17	2007
Miền Trung – A Lưới	CHP	24.3%	170	41	2012
Miền Nam	SHP	11.1%	123	14	2010
Nậm Ban 2	IED	100%	22	22	2018
Trà Khúc 2	TK2	100%	30	30	2027 (Dự kiến)
<b>Tổng</b>			<b>1,419</b>	<b>583</b>	

Nguồn: REE, Kafi Research

Tính đến cuối năm 2025, dự án Nhà máy Thủy điện Trà Khúc 2 hiện đã hoàn thành được 80% tiến độ dự án, trong đó:

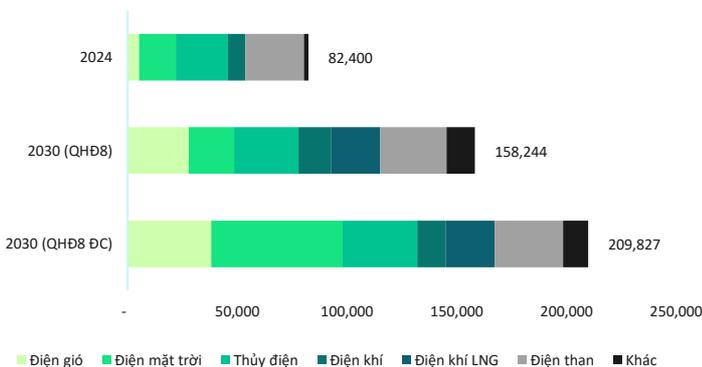
- Công tác giải phóng mặt bằng: 80% khối lượng
- Công tác xây dựng công trình chính: 50% khối lượng
- Công tác thi công tuyến DZ 110kV: 80% công tác đào móng, bê tông và 70% công tác chế tạo thép

Theo doanh nghiệp, dự án dự kiến sẽ đi vào vận hành thương mại trong Q1/2027 và bổ sung vào sản lượng thủy điện khoảng 120 triệu kWh/năm. Với thời điểm hoàn thiện này, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng mảng thủy điện năm 2026 vẫn chịu áp lực tương đối lớn do điều kiện thủy văn kém thuận lợi và sản lượng của REE khả năng cao sẽ giảm về khoảng 6,100 triệu kWh căn cứ vào biến động sản lượng so với thời tiết trong lịch sử.

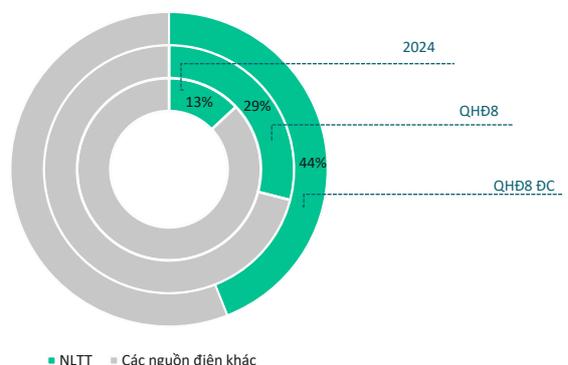
**▶ Điện gió**

Theo QHĐ8 ĐC, tỷ trọng công suất lắp đặt của nhóm NLTT trong hệ thống điện quốc gia được nâng lên 44% tổng công suất, tăng đáng kể so với mức 29% trước điều chỉnh. Điều này không chỉ khẳng định vai trò trung tâm của NLTT trong cơ cấu nguồn điện tương lai, mà còn mở ra dư địa tăng trưởng lớn cho các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này.

**Dự phóng tỷ trọng phát điện đến năm 2030F theo QHĐ8**



**Công suất lắp đặt theo nguồn theo QHĐ8 ĐC (2030F)**



Trong bối cảnh đó, điện gió hiện đang chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong danh mục năng lượng của REE (khoảng 21% công suất) và đóng vai trò là một trong những trụ cột bên cạnh thủy điện. REE đã tham gia đầu tư vào nhiều dự án điện gió tại các khu vực có tiềm năng tốt, đặc biệt là khu vực ven biển miền Trung và Đồng bằng sông Cửu Long nhằm gia tăng công suất khi thủy điện đạt giới hạn. Năm 2025, doanh thu nhóm điện gió đạt 822 tỷ đồng (+3% YoY) và LNST đạt 211 tỷ đồng (-2%) do ảnh hưởng bởi tốc độ gió ở khu vực Trà Vinh.

**Danh sách các nhà máy điện gió thuộc sở hữu của REE:**

Nhà máy điện gió	Công ty	Tỷ lệ sở hữu (%)	Công suất (MW)	Công suất sở hữu (MW)	Năm hoạt động	Vị trí
Phú Lạc 1	TBW	50%	24	12	2016	Lâm Đồng (Bình Thuận cũ)
Phú Lạc 2	TBW	50%	26	13	2021	Lâm Đồng (Bình Thuận cũ)
Lợi Hải 2	TBW	50%	29	15	2021	Khánh Hòa (Ninh Thuận cũ)
Trà Vinh (V1-3)	RTV	100%	48	48	2021	Vĩnh Long (Trà Vinh cũ)
Duyên Hải	DHW	70%	48	34	Q1/2026 (Dự kiến)	Vĩnh Long (Trà Vinh cũ)
Trà Vinh (V1-3 GĐ2)	Duyên Hải 2	100%	48	48	Q4/2026 (Dự kiến)	Vĩnh Long (Trà Vinh cũ)
Trà Vinh (V1-5 & V1-6)	Duyên Hải 3	100%	80	80	Q4/2026 (Dự kiến)	Vĩnh Long (Trà Vinh cũ)
<b>Tổng</b>			<b>302</b>	<b>249</b>		

Nguồn: REE, Kafi Research

**► Điện mặt trời**

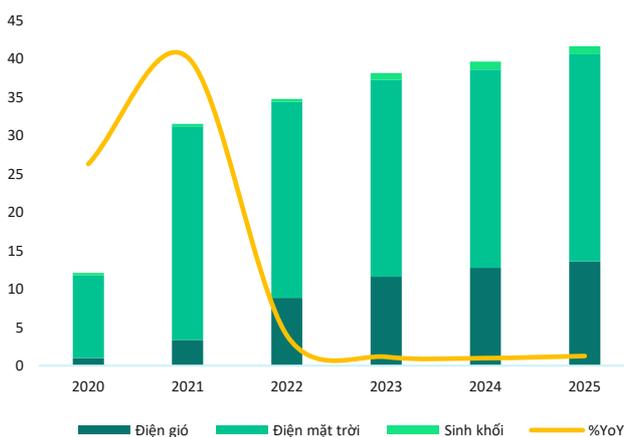
Gia nhập mảng điện mặt trời từ năm 2019, mảng này đã nhanh chóng trở thành một trong những trụ cột quan trọng trong danh mục NLTT của REE, bên cạnh thủy điện và điện gió. Các dự án này chủ yếu được phát triển trong giai đoạn cơ chế giá FIT cho điện mặt trời còn hiệu lực, chủ yếu tập trung vào các dự án điện mặt trời mái nhà phục vụ nhu cầu tiêu thụ nội bộ của khách hàng công nghiệp, giúp REE hưởng mức giá bán điện ổn định theo hợp đồng mua bán điện dài hạn với EVN.

Nhà máy điện mặt trời	Công ty	Tỷ lệ sở hữu (%)	Công suất (MW)	Công suất sở hữu (MW)	Năm hoạt động
CTCP REE SE	REE SE	100%	113	113	2020
Thác Mơ	TMP	42.63%	50	21	2020
Cư Jút	CHP	24.25%	50	12	2019
<b>Tổng</b>			<b>213</b>	<b>146</b>	

Nguồn: REE, Kafi Research

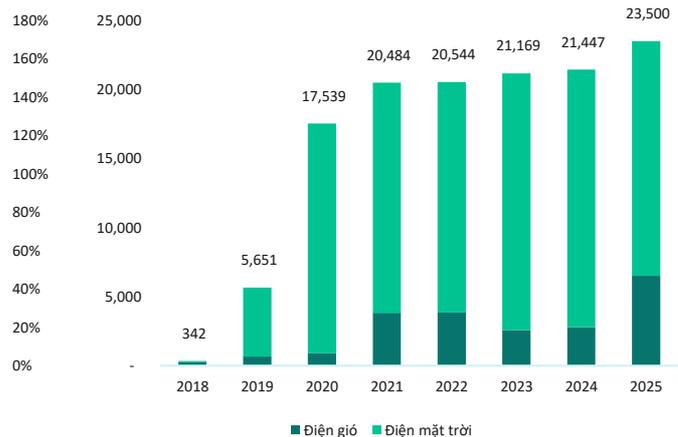
Tuy nhiên, sau khi cơ chế giá FIT hết hiệu lực vào năm 2021, hoạt động đầu tư vào NLTT tại Việt Nam nhìn chung đã bắt đầu chững lại do thiếu cơ chế giá hỗ trợ và quy định rõ ràng cho các dự án. Trong bối cảnh đó, REE đã phải tìm kiếm các cơ hội phát triển điện mặt trời mái nhà theo mô hình tự tiêu, lần lượt đầu tư thêm 7MWp và 20 MWp trong năm 2021 và 2022, nâng tổng công suất điện mặt trời mái nhà lên 113 MWp vào cuối năm, cho thấy nỗ lực không ngừng của doanh nghiệp để vượt qua khó khăn.

**Sản lượng điện tái tạo toàn hệ thống giai đoạn 2020-2025**



ĐVT: Tỷ kWh - Nguồn: VEA, Kafi Research

**Công suất điện tái tạo toàn hệ thống giai đoạn 2018-2025**



ĐVT: GW - Nguồn: VEA, Kafi Research

Nhằm tháo gỡ điểm nghẽn này, việc ban hành cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) theo Nghị định 57/2025/NĐ-CP vào năm ngoài được kỳ vọng sẽ mở ra kênh tiêu thụ điện mới cho các dự án NLTT. Cơ chế này cho phép các nhà phát điện bán điện trực tiếp cho khách hàng tiêu thụ lớn thông qua lưới điện riêng hoặc thông qua EVN, qua đó giảm sự phụ thuộc vào cơ chế mua điện tập trung và thúc đẩy hình thành thị trường điện cạnh tranh hơn.

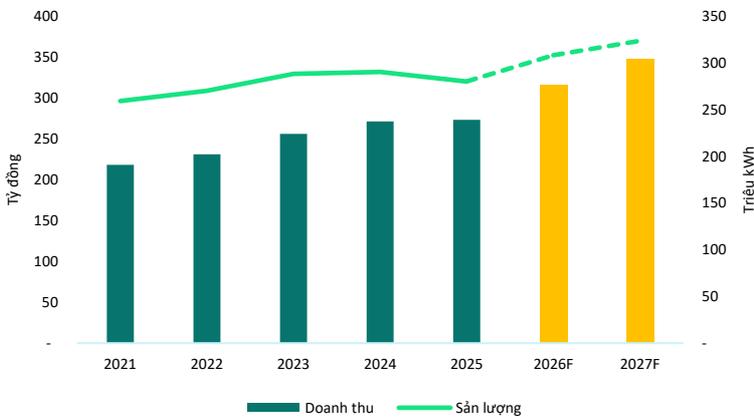
Song song với đó, khung giá phát điện mới cho NLTT được ban hành trong năm 2025, cùng với việc chuyển dịch từ cơ chế giá FIT sang đấu thầu cạnh tranh, được kỳ vọng sẽ từng bước tháo gỡ các vướng mắc chính sách kéo dài trong nhiều năm. Trong cơ chế mới, các dự án sẽ được lựa chọn dựa trên năng lực triển khai, phương án tài chính và mức giá chào thầu cạnh tranh (không vượt khung giá và IRR tối đa khoảng 12%). Điều này tạo lợi thế cho các doanh nghiệp có kinh nghiệm phát triển dự án và năng lực tài chính mạnh như REE, đặc biệt trong bối cảnh công ty đang đặt mục tiêu mở rộng mạnh danh mục NLTT với tổng công suất 2,000-2,500 MW vào năm 2030.

**Khung giá phát điện mới theo Quyết định 988/QĐ-BCT:**

			FIT 1 (2019)	FIT 2 (2020)	Khung giá phát điện 2025
			USD cent	USD cent	USD cent
Nhà máy ĐMT không có hệ thống pin tích trữ (BESS)	Điện mặt trời mặt đất	Miền Bắc			5.29
		Miền Trung	9.35	7.09	4.24
		Miền Nam			3.87
	Điện mặt trời nổi	Miền Bắc			6.45
		Miền Trung	9.35	7.69	5.12
		Miền Nam			4.70
Nhà máy ĐMT có hệ thống pin tích trữ (BESS)	Điện mặt trời mặt đất	Miền Bắc			6.02
		Miền Trung	9.35	7.09	4.81
		Miền Nam			4.40
	Điện mặt trời nổi	Miền Bắc			7.18
		Miền Trung	9.35	7.69	5.69
		Miền Nam			5.23
Điện gió trên đất liền	Miền Bắc			7.50	
	Miền Trung		8.5	6.92	
	Miền Nam			7.05	
Điện gió gần bờ	Miền Bắc, Trung, Nam			9.8	7.61

Nguồn: Quyết định 988/QĐ-BCT, Kafi Research

**Dự phóng doanh thu và sản lượng điện mặt trời**



Nguồn: REE, Kafi Research

Trong bối cảnh này, chúng tôi kì vọng dự địa tăng trưởng trong trung và dài hạn của mảng điện mặt trời vẫn rất triển vọng nhờ vào chi phí vận hành thấp và không phụ thuộc vào nhiên liệu đầu vào, các nhà máy điện mặt trời mang lại dòng tiền ổn định và biên lợi nhuận cao cho mảng năng lượng của REE. Tuy vậy, tiến độ hoàn thiện QHĐ8 vẫn chưa rõ ràng, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn REE cần duy trì chiến lược phát triển điện mặt trời ở quy mô chọn lọc, đồng thời ưu tiên mở rộng sang các nguồn năng lượng khác như điện gió để đa dạng hóa danh mục phát điện.

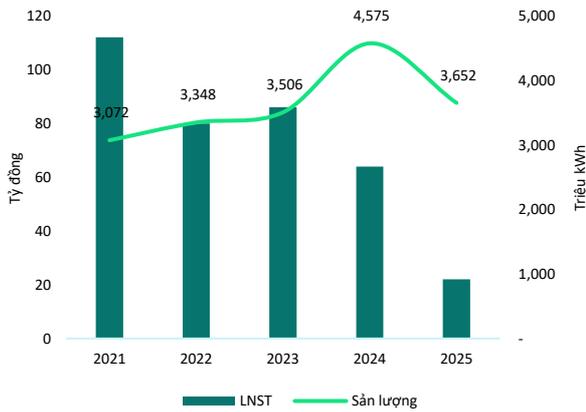
**► Nhiệt điện**

Tham gia vào lĩnh vực nhiệt điện thông qua việc nắm giữ cổ phần tại các doanh nghiệp nhiệt điện lớn, chủ yếu là các nhà máy điện than trong hệ thống điện quốc gia. Hoạt động này giúp REE đa dạng hóa danh mục phát điện và giảm sự phụ thuộc vào các nguồn điện có tính chu kì và biến động cao qua các năm như thủy điện.

Tuy nhiên, về dài hạn, với định hướng của QHĐ8 là chuyển dịch sang NLTT và giảm phát thải, mảng nhiệt điện dự kiến có thể chịu áp lực hạ tỉ trọng trong cơ cấu nguồn điện. Trong bối cảnh đó, kể từ năm 2021 đến nay, REE đã liên tục thoái vốn khỏi các nhà máy nhiệt điện để tập trung phát triển nguồn NLTT. Năm 2021, REE Energy đã thoái cổ phần khỏi Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP); năm 2025 bán toàn bộ vốn tại CTCP Nhiệt điện Ninh Bình (NBP) và giảm tỉ lệ sở hữu của CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) xuống còn 19.77%.

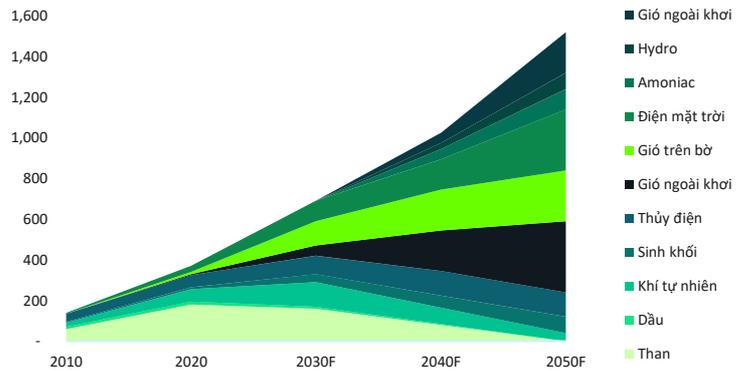
Điều này phản ánh rõ vào kết quả kinh doanh năm 2025 của mảng khi tổng sản lượng nhiệt điện đạt 3,652 triệu kWh (-20.2% YoY) do thoái vốn ở các công ty thành viên và thủy điện được ưu tiên huy động hơn nhờ vào tình hình thủy văn thuận lợi. Do đó, LNST mảng nhiệt điện năm 2025 chỉ đạt 22 tỷ đồng (-66% YoY). Với lộ trình thoái bớt cổ phần ở các nhà máy nhiệt điện để hướng đến trở thành doanh nghiệp sản xuất năng lượng sạch, chúng tôi cho rằng REE sẽ tiếp tục thu hẹp mảng này để tập trung cho các mảng khác có tiềm năng vượt trội hơn.

### LNST và sản lượng nhiệt điện giai đoạn 2021-2025



Nguồn: REE, Kafi Research

### Dự phóng tỷ trọng sản lượng phát điện đến năm 2050F theo QHĐ VIII



DVT: TWh - Nguồn: IEA, MOIT, Kafi Research

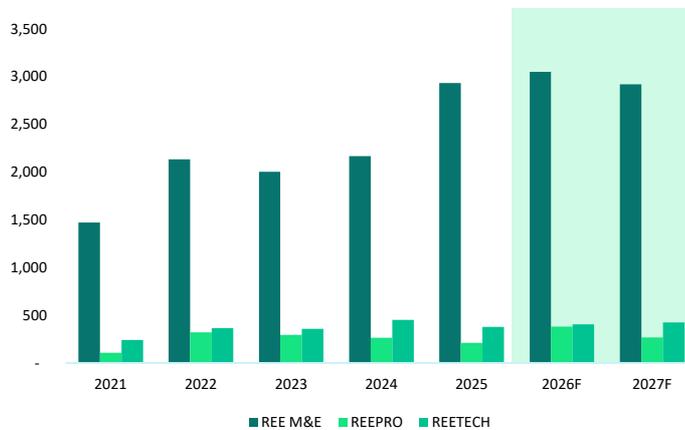
Nhà máy nhiệt điện	Công ty	Tỷ lệ sở hữu (%)	Công suất (MW)	Công suất sở hữu (MW)	Năm hoạt động
Nhiệt điện Phả Lại	PPC	19.77%	1,040	206	1986
<b>Tổng</b>			<b>1,040</b>	<b>206</b>	

Nguồn: REE, Kafi Research

### ► Mạng Cơ điện lạnh

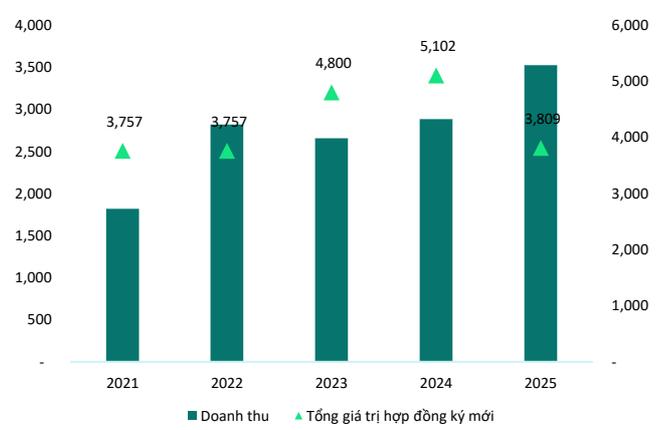
Công ty con REE M&E là nhà thầu cơ điện công trình hàng đầu tại Việt Nam cho các dự án dân dụng, thương mại, công nghiệp và hạ tầng, cung cấp các dịch vụ liên quan đến tư vấn thiết kế, lắp đặt, vận hành và bảo dưỡng nhiều hệ thống bao gồm cơ điện, điện lạnh, hệ thống chiếu sáng, cấp thoát nước, phòng cháy chữa cháy,... Năm 2024, tổng giá trị hợp đồng ký mới của REE tăng đạt đến 5,102 tỷ đồng, chủ yếu đến từ dự án Sân bay Long Thành đóng góp đến 2,534 tỷ đồng. Năm 2025, REE liên tục trúng thầu các dự án đầu tư công mới như Nhà ga hành khách T2 - Cảng hàng không quốc tế Cát Bi, mở rộng nhà ga T2 Sân bay quốc tế Nội Bài, các dự án dân dụng thương mại như Golden Crown Hải Phòng và Mandarin Oriental Đà Nẵng... đã giúp lượng backlog đạt 3,809 tỷ đồng.

### Doanh thu của các công ty thành viên mảng Cơ điện



DVT: Tỷ đồng - Nguồn: REE, Kafi Research

### Doanh thu mảng cơ điện và tổng giá trị hợp đồng ký mới



DVT: Tỷ đồng - Nguồn: REE, Kafi Research

### Danh sách các dự án M&E lớn gần đây của REE:

Dự án	Diện tích sàn xây dựng (m2)	Năm hoàn thành	Hạng mục
Nhà ga T2 – Cảng HKQT Phú Bài	22,381	2023	Thi công hệ thống điện, điều hòa không khí, thông gió, PCCC cấp thoát nước
Khu Phúc Hợp Sóng Việt - The Crest Residence (Metropole Plot 1.13)	189,000	2023	Nhà thầu cơ điện
Nhà máy Groz-Beckert Việt Nam (GD2)	28,000	2024	Tư vấn thiết kế và thi công trọn gói hệ thống cơ điện
Tuyến Metro số 1 – TP.HCM	22,600	2024	Thi công hệ thống điều hòa không khí và thông gió, PCCC, cấp thoát nước, hệ thống quản lý
Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 3 & 4	N/A	2025	Thiết kế, cung cấp, lắp đặt, chạy thử hệ thống điều hòa thông gió
Mở rộng Nhà ga T2 – Cảng HKQT Nội Bài	412,000	2025	Thi công hệ thống điều hòa không khí, thông gió, cấp nguồn

## ► Mảng Bất động sản

Đối với mảng bất động sản văn phòng, REE là một trong những thương hiệu uy tín trên thị trường cho thuê văn phòng hạng B, hiện đang sở hữu 12 tòa nhà tại TP. HCM với tổng diện tích cho thuê ước đạt 181,749 m<sup>2</sup>. Các tòa nhà của REE đa số được định vị là văn phòng tầm trung, vị trí nằm ở gần khu vực trung tâm TP. HCM nên có mức giá cho thuê cạnh tranh hơn. Trong đó E. Town là cái tên đã làm nên thương hiệu cho mảng Bất động sản của REE với khu phức hợp 6 tòa nhà văn phòng tọa lạc ở khu vực Quận Tân Bình cách trung tâm khoảng 10km với chất lượng hoàn thiện cao.

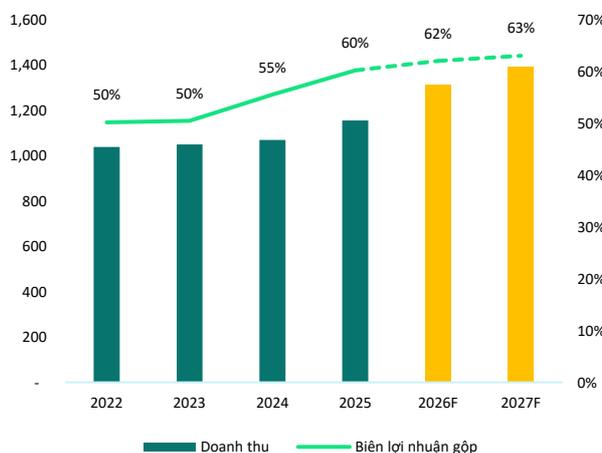
Năm 2024, tòa nhà E. Town 6 được đưa vào vận hành chính thức và đã đạt được tỉ lệ lấp đầy 50% vào năm 2025. Nhìn chung, các tòa nhà văn phòng của REE có tỷ lệ lấp đầy trung bình 93-95% nhờ vào giá thuê cạnh tranh, chất lượng ổn định, vị trí không quá xa khu vực trung tâm thành phố.

### Danh sách các tòa nhà văn phòng cho thuê của REE:

Tòa nhà	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Giá thuê trung bình (USD/m <sup>2</sup> /tháng)	Vị trí (cũ)	Sở hữu	Năm hoạt động
E. Town 1	27,000	26	Quận Tân Bình, TP. HCM	100%	2002
E. Town 2	26,000	27	Quận Tân Bình, TP. HCM	100%	2007
E. Town 3	12,000	25	Quận Tân Bình, TP. HCM	100%	2008
E. Town 4	4,300	26	Quận Tân Bình, TP. HCM	100%	2008
E. Town 5	16,800	29	Quận Tân Bình, TP. HCM	100%	2019
E. Town 6	36,798	30	Quận Tân Bình, TP. HCM	100%	2024
E. Town Central	33,000	36	Quận 4, TP. HCM	100%	2017
REE Tower	18,000	29	Quận 4, TP. HCM	100%	2011
Tòa nhà Bà Hom	2,290	10	Quận 6, TP. HCM	100%	2011
Tòa nhà Nguyễn Trãi	3,000	13	Quận 5, TP. HCM	100%	2011
Tòa nhà Maison	1,133	12	Quận 1, TP. HCM	100%	2001
Tòa nhà IDC	1,428	22	Quận 3, TP. HCM	100%	2000
<b>Tổng</b>	<b>181,749</b>				

Nguồn: REE, Kafi Research

### Doanh thu và Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê văn phòng



ĐVT: Tỷ đồng - Nguồn: REE, Kafi Research

### Diện tích cho thuê văn phòng và tỷ lệ lấp đầy qua từng năm



ĐVT: m<sup>2</sup> - Nguồn: REE, Kafi Research

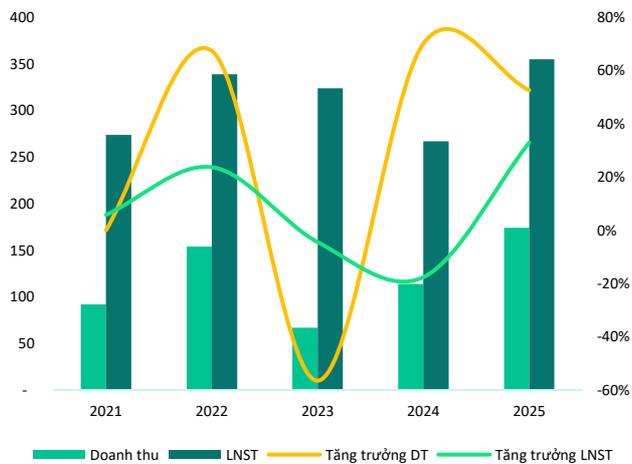
Đối với mảng Bất động sản nhà ở, dự án The Light Square tại Bồ Xuyên (Thái Bình) với 45 sản phẩm thấp tầng (7 căn biệt thự, 11 nhà phố liền kề, 27 shophouse) cùng với khối chung cư cao tầng đã bắt đầu ghi nhận kết quả kinh doanh kể từ năm 2024. Doanh thu năm 2025 đạt 183 tỷ đồng (+128% YoY) và LNST đạt 54 tỷ đồng (+63% YoY) đến từ việc chuyển nhượng khu đất chung cư và bán các căn hộ thuộc dự án. Tuy nhiên, trong bối cảnh lãi suất vay mua nhà tăng cao, chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản sẽ bắt đầu chững lại, khiến các sản phẩm của dự án bán chậm hơn dự kiến.

## ► Mảng Nước & Môi trường

Mảng Nước & Môi trường của REE tập trung vào hoạt động sản xuất và phân phối nước sạch, đồng thời cung cấp dịch vụ kỹ thuật cho lĩnh vực cấp nước và xử lý nước. Năm 2025, doanh thu mảng nước đạt 174 tỷ đồng (+53.62% YoY) và LNST đạt 355 tỷ đồng (+33% YoY). Phần lớn doanh thu hợp nhất của mảng nước đến từ Công ty TNHH TK Cộng (TK+) – đơn vị do REE Water sở hữu 65% vốn điều lệ. Và phần lợi nhuận hợp nhất của REE chủ yếu đến từ các công ty liên kết do REE hợp tác với SAWACO để thành lập và vận hành một số công ty cấp nước.

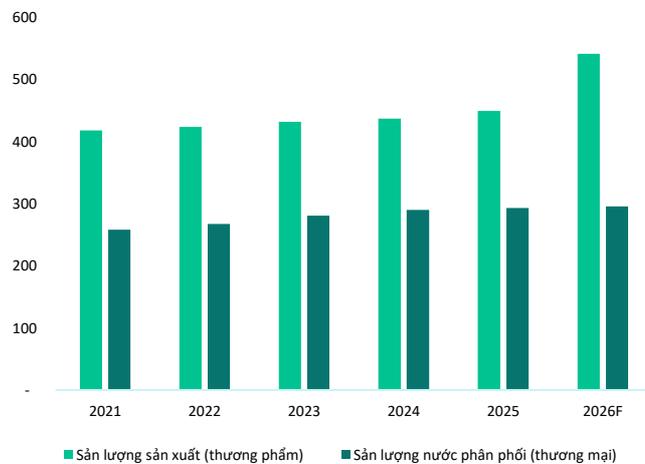
Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng nước năm 2026 đạt 184 tỷ đồng (+6% YoY) nhờ sản lượng sản xuất và phân phối tiếp tục được mở rộng. Cụ thể, sản lượng sản xuất dự kiến đạt khoảng 541 triệu m<sup>3</sup>/năm, trong khi sản lượng phân phối đạt khoảng 296 triệu m<sup>3</sup>/năm, với hiệu suất vận hành duy trì ở mức cao khoảng 94–96%. Do đặc thù ngành có nhu cầu ổn định và ít biến động và danh mục đầu tư của REE Water chủ yếu tập trung tại các đô thị lớn như TP. HCM và Khánh Hòa, chúng tôi cho rằng mảng Nước và Môi trường sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định.

### Doanh thu và LNST mảng nước



ĐVT: Tỷ đồng - Nguồn: REE, Kafi Research

### Sản lượng nước sản xuất và phân phối sở hữu



ĐVT: Triệu m<sup>3</sup>/năm - Nguồn: REE, Kafi Research

# Luận điểm đầu tư

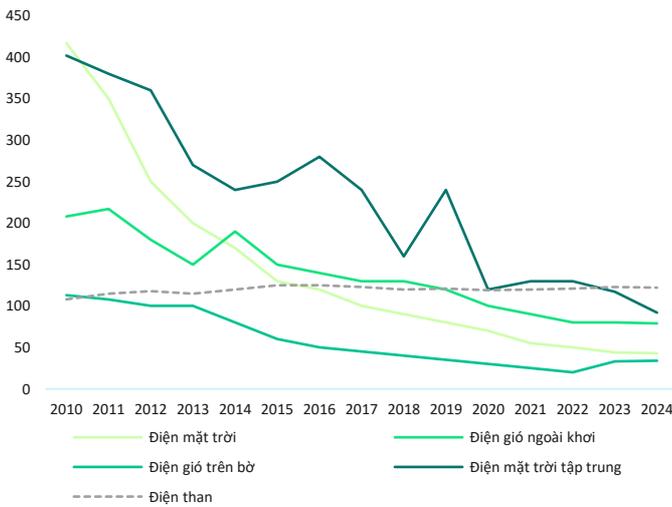
## Luận điểm 1: Mảng Năng lượng tăng trưởng nhanh nhờ mở rộng công suất, đặc biệt ở nhóm điện gió

### ► Năng lượng tái tạo sẽ là xu hướng chủ đạo trong cơ cấu nguồn điện quốc gia

Trong bối cảnh dịch chuyển năng lượng toàn cầu, các nguồn NLTT như điện gió, điện mặt trời, và thủy điện ngày càng trở nên cạnh tranh so với các nguồn điện truyền thống như điện than và điện khí. Theo số liệu từ IRENA và Lazard, chi phí điện năng bình quân quy dẫn thế giới (LCOE) của điện gió và điện mặt trời đã giảm mạnh trong vòng 15 năm qua và tính đến năm 2024 đã thấp hơn so với điện than, trong khi chi phí phát điện từ than có xu hướng tăng do phụ thuộc vào giá nhiên liệu đầu vào. Xu hướng này, cùng với nhu cầu ngày càng lớn đối với nguồn điện sạch, tiếp tục củng cố vai trò của NLTT trong cơ cấu nguồn điện tại Việt Nam.

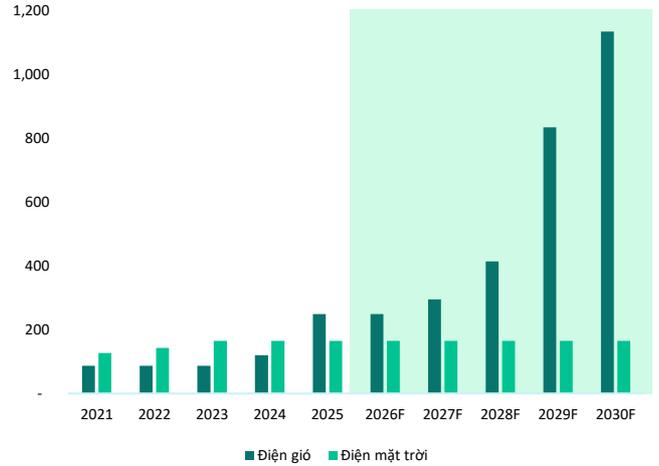
Trong bối cảnh đó, chiến lược tập trung mở rộng danh mục NLTT của REE được đánh giá là phù hợp với xu thế của ngành, đồng thời giúp doanh nghiệp duy trì biên lợi nhuận ổn định nhờ chi phí vận hành thấp và không phụ thuộc vào biến động giá nhiên liệu đầu vào. Năm 2025, tổng công suất NLTT (gồm điện gió và điện mặt trời) theo tỷ lệ sở hữu đạt 414 MW (+45% YoY) và tổng sản lượng đạt 645 triệu kWh (-1% YoY).

Chi phí điện năng bình quân thế giới (LCOE)



DVT: USD/MWh - Nguồn: IRENA, LAZARD, Kafi Research

Công suất điện tái tạo (ngoài thủy điện) của REE



DVT: MW - Nguồn: REE, Kafi Research

### ► Mở rộng công suất tạo đà bứt phá với 3 dự án điện gió dự kiến đi vào vận hành năm 2026

Nhằm theo định hướng của QHĐ8 ĐC, REE đang cho thấy quyết tâm mạnh mẽ khi tích cực mở rộng công suất bằng việc tham gia đấu thầu các dự án điện gió quy mô lớn. Bắt đầu khởi công vào năm 2024, Nhà máy điện gió Duyên Hải với công suất 48 MW tại Trà Vinh hiện gần như đã hoàn thành tất cả các khối lượng công việc và đang trong quá trình nghiệm thu, chạy thử. Nếu đi vào vận hành vào cuối Q1/2026 như dự kiến, dự án sẽ bổ sung thêm khoảng 80 triệu kWh vào sản lượng điện gió của REE năm 2026, tương đương khoảng 189 tỷ đồng doanh thu.

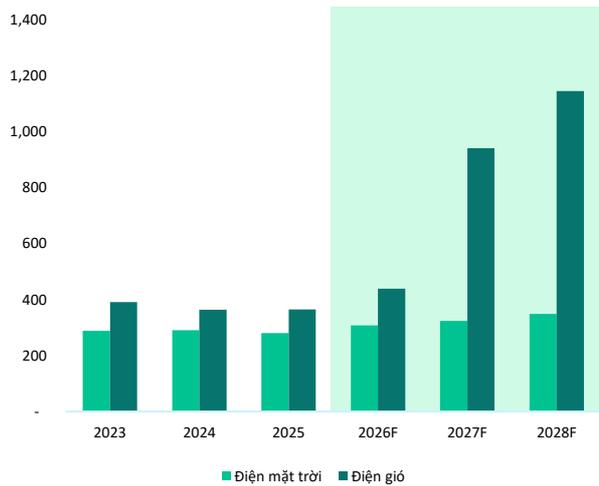
Trong năm 2025, REE đã nhận được Quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư với 2 dự án điện gió gần bờ: V1-3 GD2 và V1-5 & V1-6 GD2 với tổng vốn đầu tư khoảng 6,121 tỷ đồng, lần lượt thuộc sở hữu trực tiếp bởi 2 công ty thành viên là REE Duyên Hải 2 và REE Duyên Hải 3. Cả hai dự án mới này được kỳ vọng đóng điện và đi vào vận hành thương mại trong Q4/2026 với tổng công suất 128MW, đóng góp thêm khoảng 350 triệu kWh/năm (tương đương khoảng 828 tỷ đồng doanh thu).

Danh sách các dự án nhà máy điện gió đang triển khai của REE:

Dự án nhà máy điện gió	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Sản lượng điện trung bình (triệu kWh/năm)	Tiến độ	Dự kiến hoàn thành
Duyên Hải	2,200	48	150	Hoàn thành 100% khối lượng trên biển và 98% khối lượng trên bờ	Tháng 3/2026
V1-3 GD2	2,257	48	132	Khởi công Q1/2026	Q4/2026
V1-5 & V1-6 GD2	3,864	80	218	Khởi công Q1/2026	Q4/2026
<b>Tổng</b>	<b>8,321</b>	<b>176</b>	<b>500</b>		

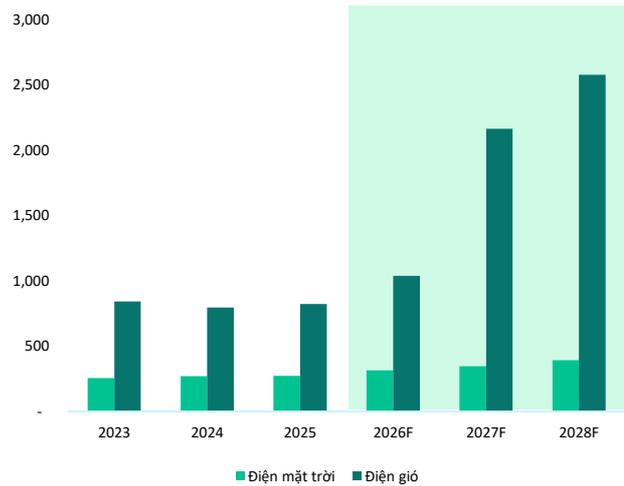
Nguồn: REE, Kafi Research

### Dự phóng sản lượng điện tái tạo (ngoài thủy điện) của REE



ĐVT: Triệu kWh - Nguồn: REE, Kafi Research

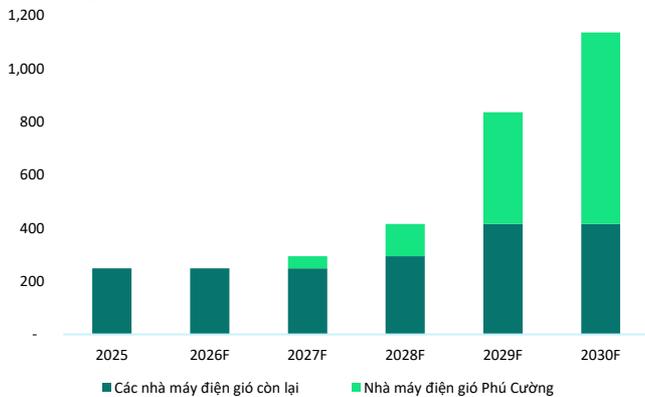
### Dự phóng doanh thu nhóm NLTT (ngoài thủy điện) của REE



ĐVT: Tỷ đồng - Nguồn: REE, Kafi Research

## Thương vụ điện gió Phú Cường – Bước nhảy vọt về quy mô công suất trong dài hạn

### Dự phóng công suất điện gió được bổ sung khi REE Energy mua lại Điện gió Phú Cường



ĐVT: MW - Nguồn: REE, Kafi Research

Trong tháng 3/2026, HĐQT của REE đã thông qua việc công ty thành viên REE Energy nhận chuyển nhượng tối đa 100% cổ phần tại CTCP Điện gió Phú Cường, qua đó cho phép REE tiếp quản cụm dự án điện gió Phú Cường tại tỉnh Sóc Trăng. Trong giai đoạn đầu, REE dự kiến tiếp quản hai nhà máy điện gió Phú Cường giai đoạn 1A (200 MW) và 1B (200 MW), đồng thời tham gia phát triển các giai đoạn tiếp theo của dự án. Cụm dự án có tổng quy mô công suất lên tới 1,400 MW, REE Energy sẽ tiếp tục phát triển giai đoạn 2 với công suất 1,000 MW trong thời gian tới, qua đó trở thành một trong những dự án điện gió quy mô lớn tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long.

Nếu được triển khai đúng kế hoạch, dự án Phú Cường được kỳ vọng sẽ trở thành động lực tăng trưởng công suất quan trọng trong trung và dài hạn, góp phần giúp REE tiến gần hơn đến mục tiêu nâng tổng công suất phát điện lên hơn 2,000 MW vào năm 2030. Đồng thời, việc tham gia dự án điện gió quy mô lớn cũng phù hợp với định hướng phát triển NLTT theo QHĐ8, giúp REE củng cố vị thế trong lĩnh vực năng lượng sạch và đa dạng hóa danh mục phát điện trong bối cảnh nhu cầu điện tại Việt Nam tiếp tục gia tăng.

## Luận điểm 2: Cơ điện lạnh tiếp tục tăng trưởng nhờ khối lượng backlog cao và điểm rơi hạch toán các dự án cũ

### Tổng giá trị hợp đồng ký mới tăng mạnh nhờ trúng thầu nhiều dự án hạ tầng quy mô lớn

Mảng Cơ điện lạnh (M&E) ghi nhận động lực tăng trưởng tích cực khi công ty liên tục trúng thầu nhiều dự án hạ tầng và bất động sản quy mô lớn trong giai đoạn gần đây. Các hợp đồng tiêu biểu bao gồm gói thi công hệ thống cơ điện tại Sân bay Cát Bi, Sân bay Phú Quốc, Tổng trạm An Khánh của Viettel và một số dự án dân dụng thương mại như Khu biệt thự biển Mandarin Oriental Đà Nẵng và Golden Crown Hải Phòng. Việc liên tiếp trúng thầu các dự án hạ tầng trọng điểm và công trình quy mô lớn không chỉ giúp REE củng cố vị thế trong lĩnh vực M&E mà còn góp phần nâng cao tổng giá trị hợp đồng ký mới, tạo nền tảng doanh thu ổn định cho các năm tới.

Nhờ khối lượng hợp đồng mới gia tăng, chúng tôi dự phóng giá trị backlog của mảng M&E năm 2026F đạt khoảng 4,488 tỷ đồng (+18% YoY), phản ánh lượng công việc đang chờ triển khai ở mức cao. Backlog dồi dào này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng doanh thu của mảng M&E trong giai đoạn 2026-2027F khi các dự án bước vào giai đoạn thi công và ghi nhận doanh thu.

### Một số dự án REE đã trúng thầu và đang trong quá trình thi công:

Dự án	Tổng giá trị gói thầu (tỷ đồng)	Hạng mục	Năm hoàn thành dự kiến
-------	---------------------------------	----------	------------------------

Nhà ga hành khách T2 – Cảng HKQT Cát Bi

2,327

Thi công hệ thống Cơ điện

2027

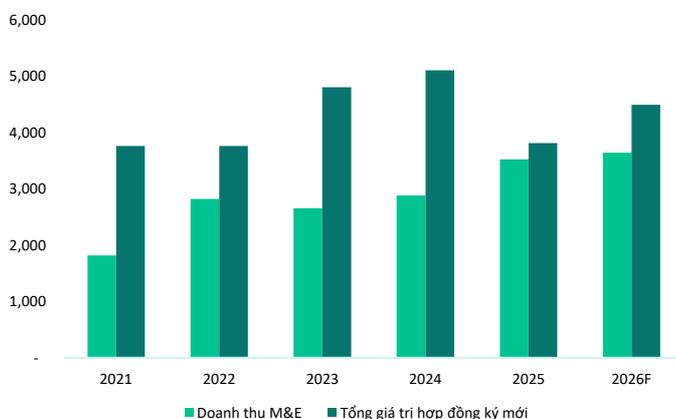


Nhà ga hành khách T2 – Cảng HKQT Phú Quốc	N/A	Thi công hệ thống Cơ điện	2026	
Tổng trạm An Khánh (Viettel)	764	Cung cấp vật tư, thiết bị & Thi công hệ thống Cơ điện	2027	
Khu biệt thự biển Mandarin Oriental Đà Nẵng	N/A	Thi công hệ thống Cơ điện	2026	
Cảng HKQT Long Thành	231	Cung cấp, lắp đặt thiết bị công trình	2026	
Golden Crown Hải Phòng	N/A	Thi công hệ thống Cơ điện	2026	

Nguồn: REE M&E, Kafi Research

### ► Điểm rơi ghi nhận doanh thu các dự án lớn đã triển khai

Dự phóng doanh thu và tổng giá trị hợp đồng ký mới giai đoạn 2026F-2027F



ĐVT: Tỷ đồng - Nguồn: REE, Kafi Research

Bên cạnh lượng backlog gia tăng, mảng Cơ điện lạnh (M&E) của REE cũng được kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng doanh thu trong ngắn hạn nhờ điểm rơi hạch toán từ các dự án lớn đã triển khai trong giai đoạn trước. Trong đó, các công trình trọng điểm như Cảng HKQT Long Thành đang bước vào giai đoạn thi công và hoàn thiện các hạng mục cuối, qua đó tạo điều kiện để REE đẩy mạnh ghi nhận doanh thu từ các gói thầu cung cấp và lắp đặt thiết bị công trình trong năm 2026.

Ngoài ra, một số dự án hạ tầng và bất động sản quy mô lớn khác cũng đang tiến triển theo đúng tiến độ thi công, góp phần hỗ trợ quá trình ghi nhận doanh thu trong thời gian tới. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng mảng M&E sẽ phục hồi tăng trưởng trong ngắn hạn với doanh thu năm 2026 ước đạt 3,637 tỷ đồng (+3.3% YoY) khi lượng công việc từ các dự án đang triển khai được chuyển hóa dần thành doanh thu và lợi nhuận, đồng thời tạo nền tảng cho kết quả kinh doanh ổn định hơn trong các năm tiếp theo.

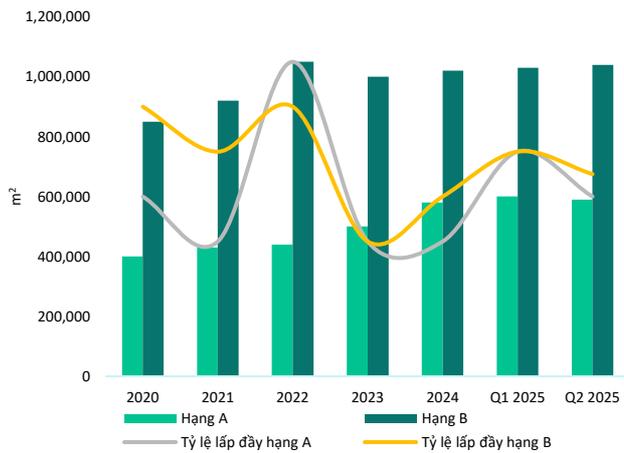
### Luận điểm 3: Tỷ lệ lấp đầy mảng cho thuê văn phòng cải thiện với đóng góp đáng kể của E. Town 6

#### ► Nhu cầu lựa chọn văn phòng hạng B khu vực rìa trung tâm hỗ trợ cải thiện tỷ lệ lấp đầy

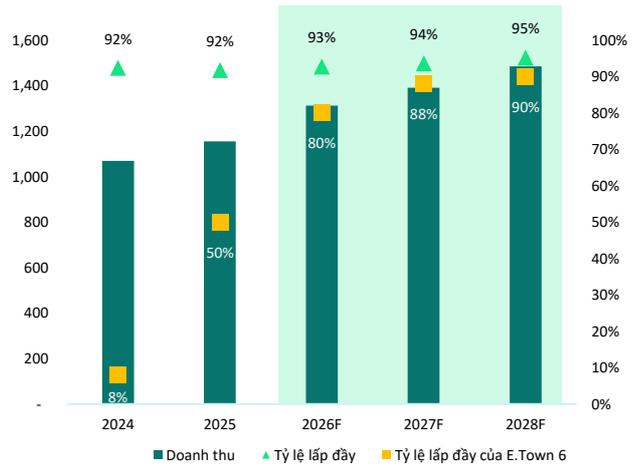
Theo Cushman & Wakefield, trong bối cảnh giá thuê văn phòng tại khu vực trung tâm TP.HCM duy trì ở mức cao, xu hướng dịch chuyển sang các tòa nhà văn phòng hạng B tại khu vực rìa trung tâm đang ngày càng rõ nét khi nhiều doanh nghiệp ưu tiên tối ưu chi phí vận hành. Theo các báo cáo thị trường, giá thuê trung bình của văn phòng hạng A và hạng B tại khu vực trung tâm lần lượt đạt khoảng 55 USD/m<sup>2</sup>/tháng và 44.8 USD/m<sup>2</sup>/tháng, trong khi các tòa nhà hạng B tại khu vực rìa trung tâm có mức giá cạnh tranh hơn, khoảng 32.5 USD/m<sup>2</sup>/tháng nhưng vẫn đảm bảo chất lượng và vị trí thuận tiện. Xu hướng này được kỳ vọng sẽ tiếp tục trong những năm tới khi các doanh nghiệp ngày càng chú trọng đến hiệu quả chi phí.

Do đó, các tòa nhà trong cụm E. Town của REE được đánh giá hưởng lợi từ xu hướng này nhờ vị trí tại khu vực Tân Bình – cửa ngõ phía Tây TP.HCM, thuận tiện kết nối với sân bay và các khu văn phòng lớn. Đặc biệt là E. Town 6, dù là văn phòng hạng A nhưng với mức giá thuê cạnh tranh đáng kể so với khu vực trung tâm (dao động trong khoảng 28-32 USD/m<sup>2</sup>/tháng) cùng chất lượng cơ sở hạ tầng tốt, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng cho thuê văn phòng năm 2026 đạt 1,313 tỷ đồng (+13.7% YoY) khi E. Town 6 đạt được tỷ lệ lấp đầy khoảng 80% trong năm 2026.

**Nguồn cung thị trường cho thuê văn phòng Việt Nam và tỷ lệ lấp đầy qua các năm trong giai đoạn 2020-Q2/2025**



**Dự phóng doanh thu và tỷ lệ lấp đầy các tòa nhà văn phòng của REE**



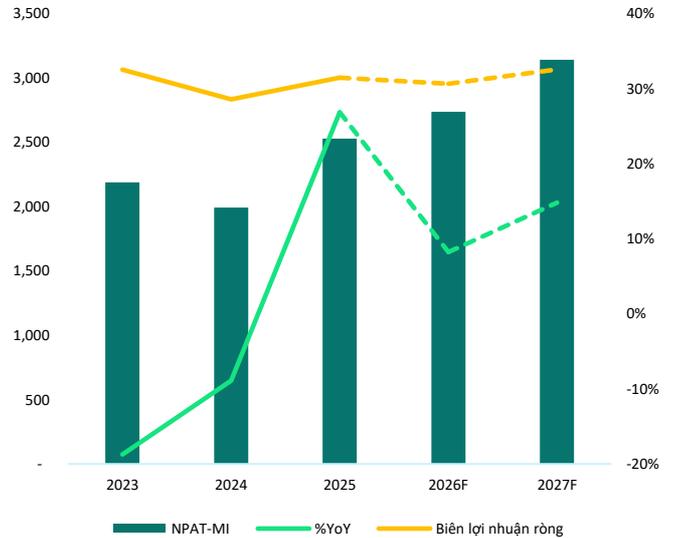
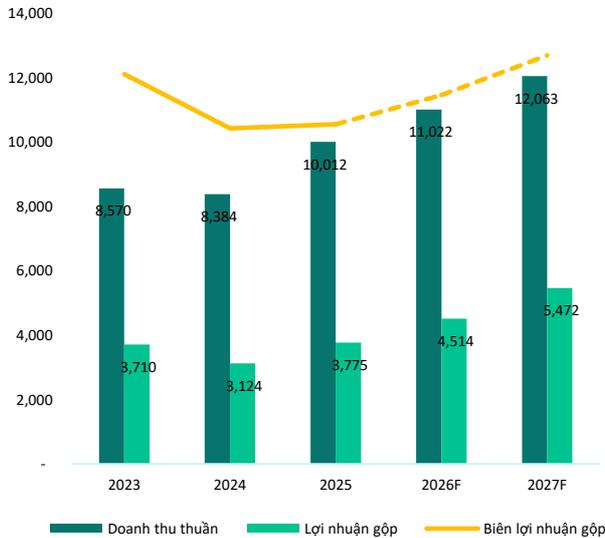
REE đã có bước chuyển dịch lên phân khúc cao cấp khi đưa vào vận hành E. Town 6 – dự án văn phòng hạng A đầu tiên, cho thấy doanh nghiệp đã bắt đầu tích lũy kinh nghiệm trong việc phát triển sản phẩm có tiêu chuẩn cao hơn so với danh mục BĐS truyền thống. Dựa trên nền tảng đó, việc REE đề xuất tham gia dự án xây dựng tòa nhà thương mại dịch vụ tại Trung tâm tài chính quốc tế Việt Nam thuộc Khu chức năng số 1, Khu đô thị Thủ Thiêm, TP. HCM có thể xem là bước đi tiếp theo trong chiến lược mở rộng mảng này. Tuy nhiên, văn phòng tại khu lõi của Trung tâm tài chính quốc tế đòi hỏi tiêu chuẩn cao hơn đáng kể về thiết kế, vận hành và khả năng thu hút khách thuê quốc tế. Vì vậy, dù REE đã có bước chuẩn bị ban đầu, khả năng triển khai thành công vẫn cần thêm thời gian kiểm chứng.

# Tình hình tài chính

## Tình hình kinh doanh được dự báo tiếp tục tăng trưởng nhanh hơn trong giai đoạn tới

Doanh thu thuần dự phóng tiếp tục tăng trưởng nhanh hơn trong hai năm tới nhờ động lực chính đến từ mảng năng lượng, đặc biệt là các dự án điện gió mới.

Với dự phóng kết quả kinh doanh khởi sắc ở mảng năng lượng cùng với đóng góp từ mảng bất động sản, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2026 ước đạt 2,737 tỷ đồng (+8.2% YoY).



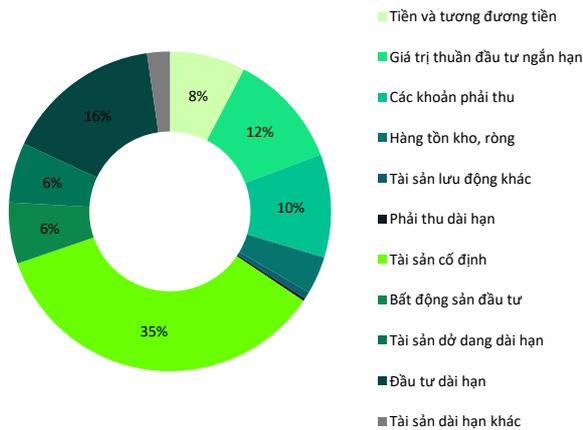
ĐVT: Tỷ đồng - Nguồn: REE, Kafi Research

## Cấu trúc vốn lành mạnh và đòn bẩy tài chính có xu hướng giảm dần

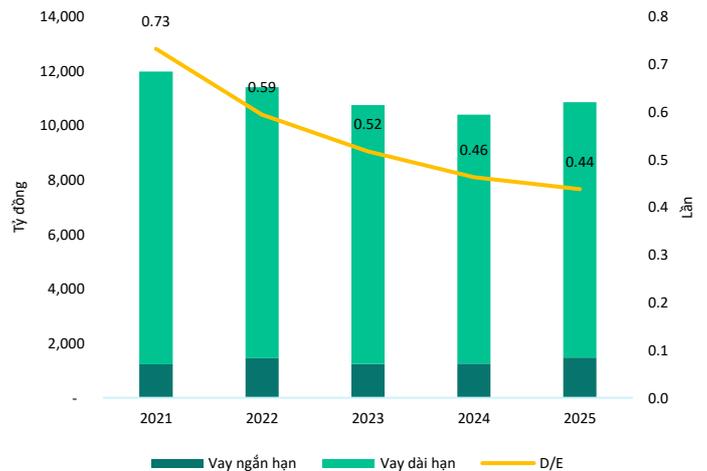
Tính đến cuối năm 2025, tổng tài sản của REE đạt 40,067 tỷ đồng (+10.2% YoY), trong đó, tài sản cố định là hạng mục lớn nhất với 14,130 tỷ đồng (+1.2% YoY), chiếm lên đến 35.3%, chủ yếu là nhà cửa, kiến trúc, và máy móc thiết bị phục vụ cho hoạt động sản xuất điện, cơ điện lạnh và các bất động sản cho thuê. Bên cạnh đó, các khoản đầu tư tài chính ngắn và dài hạn chiếm thứ hai trong cơ cấu tổng tài sản với 18.5% (tương đương 7,397 tỷ đồng, +6.7% YoY). Trong đó, công ty ghi nhận 1,085 tỷ đồng từ đầu tư chứng khoán kinh doanh, trong đó có 696.2 tỷ đồng là cổ phiếu VIB. Ngoài ra, doanh nghiệp đang có hơn 2,433 tỷ đồng là chi phí xây dựng cơ bản dở dang dài hạn (+66% YoY), là chi phí xây dựng dự án văn phòng cho thuê, các dự án nhà máy điện gió Duyên Hải mới và thủy điện Thác Bà 2.

Về cấu trúc vốn, REE duy trì xu hướng giảm đòn bẩy tài chính trong giai đoạn 2021-2025. Tổng nợ vay cuối năm 2025 đạt 10,852 tỷ đồng (+4.4% YoY), trong đó nợ vay ngắn hạn là 1,473 tỷ đồng (+17.4% YoY) và nợ vay dài hạn là 9,380 tỷ đồng (+2.6% YoY). So với mức 11,974 tỷ đồng năm 2021, quy mô nợ vay đã giảm đáng kể với hệ số D/E cải thiện mạnh từ 0.73 lần xuống 0.44 lần. Điều này cho thấy REE đang thực hiện chiến lược tăng trưởng thận trọng và tối ưu hóa cấu trúc vốn, đồng thời tạo dư địa vay nợ cho các dự án năng lượng mới trong tương lai.

Cơ cấu tổng tài sản của REE năm 2025



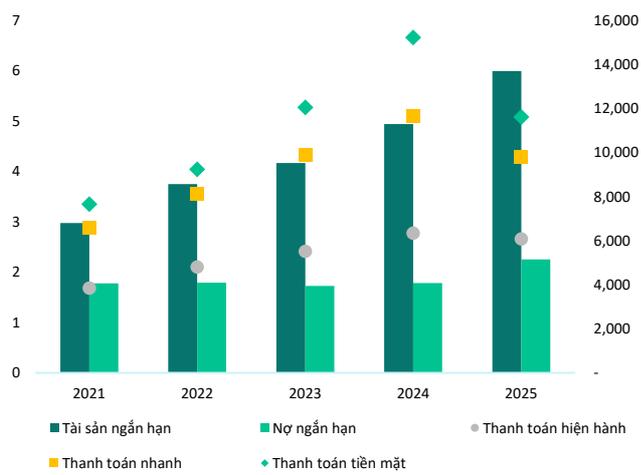
Đòn bẩy tài chính có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2021-2025



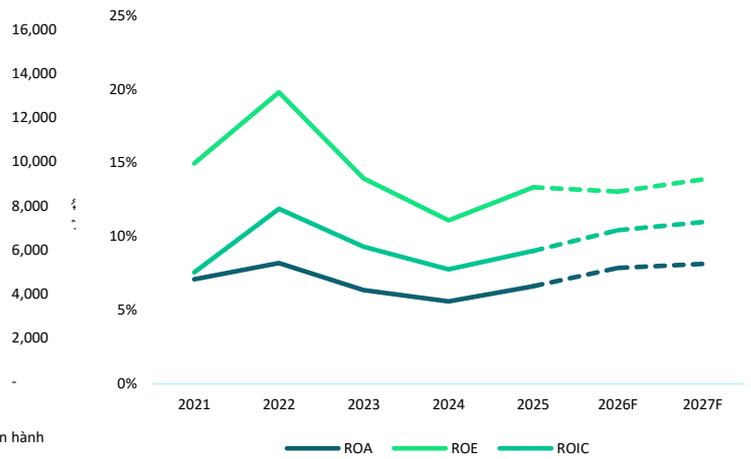
Nguồn: REE, Kafi Research

► Các chỉ số tài chính khác cải thiện tích cực

Nhóm chỉ số thanh toán luôn duy trì ở mức tốt



Các chỉ số về lợi nhuận dự kiến cải thiện trong giai đoạn 2026F-2027F



Nguồn: REE, Kafi Research

## Định giá & Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E nhằm cung cấp định giá hợp lý và đồng thời phản ánh kỳ vọng của thị trường. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu REE với giá mục tiêu **82,835 VND/CP (upside +22.9%)** dựa trên kỳ vọng: (1) Mảng năng lượng tiếp tục là trụ cột vững chắc trong cơ cấu doanh thu và LNST khi các dự án điện gió mới dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2026, bổ sung vào sản lượng điện gió khoảng 388 triệu kWh; (2) Mảng Cơ điện lạnh hưởng lợi nhờ trúng thầu các dự án hạ tầng lớn; (3) Tỷ lệ lấp đầy tòa nhà E. Town 6 cải thiện và ghi nhận thêm doanh thu từ các căn hộ thuộc dự án The Light Square.

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
DCF	84,978	50%
P/E	80,692	50%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>82,835</b>	
Giá hiện tại	67,400	
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>22.9%</b>	

### ▶ Định giá theo FCFF

Chỉ tiêu	Đơn vị	2026F	2027F
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	2,737	3,142
Khấu hao	Tỷ đồng	1,325	1,610
Vốn lưu động	Tỷ đồng	289	(201)
CAPEX	Tỷ đồng	(5,086)	(5,177)
Dòng tiền tự do (FCF)	Tỷ đồng	93	360
Giá trị hiện tại của FCFF (WACC)	Tỷ đồng	87	313
PV của giá trị cuối cùng	Tỷ đồng	43,256	
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	48,956	
Nợ ròng	Tỷ đồng	(2,927)	
Giá trị vốn cổ phần	Tỷ đồng	46,029	
Số lượng cổ phiếu lưu hành	CP	541,658,139	
<b>Giá hợp lý</b>	<b>VND/CP</b>	<b>84,978</b>	

### ▶ Định giá theo P/E

Tên doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	P/E	ROE	Beta	% LNST
<b>Năng lượng</b>						<b>56%</b>
CTCP Cơ điện lạnh (REE)	Việt Nam	36,508	14.4x	12.7%	0.44	
Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)	Việt Nam	40,342	17.4x	7.1%	0.62	
CTCP Thủy điện Gia Lai (GEG)	Việt Nam	5,948	8.5x	15.0%	0.27	
<b>Nước</b>						<b>14%</b>
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương (BWE)	Việt Nam	9,446	9.3x	17.5%	0.21	
CTCP Nước Thủ Dầu Một (TDM)	Việt Nam	6,022	28.5x	8.2%	0.21	
CTCP Cấp nước Bến Thành (BTW)	Việt Nam	556	11.5x	18.2%	0.10	
<b>Cơ điện - Xây lắp</b>						<b>6%</b>
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS)	Việt Nam	20,457	11.2x	12.7%	1.03	
CTCP Tập đoàn PC1 (PC1)	Việt Nam	10,961	10.4x	17.4%	0.82	
<b>BDS</b>						<b>20%</b>
CTCP Vincom Retail (VRE)	Việt Nam	59,421	9.2x	14.3%	1.99	
CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)	Việt Nam	13,437	19.1x	6.3%	1.01	
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH)	Việt Nam	28,616	27.0x	5.9%	0.98	
<b>Trung bình ngành</b>			<b>14.1x</b>	<b>11.2%</b>	<b>0.59</b>	
P/E forward (đã điều chỉnh theo factors)			15.9x			
Lợi nhuận sau thuế 2026F		Tỷ đồng	2,737			
EPS		VND	5,053			
Số lượng cổ phiếu lưu hành		CP	541,658,139			
<b>Giá hợp lý</b>		<b>VND/CP</b>	<b>80,692</b>			

## Phụ lục Báo cáo tài chính

### ► Bảng kết quả kinh doanh

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5,810	9,372	8,570	8,384	10,012	11,022	12,063
Giá vốn hàng bán	(3,500)	(5,042)	(4,860)	(5,260)	(6,236)	(6,507)	(6,590)
Lợi nhuận gộp	2,310	4,330	3,710	3,124	3,775	4,514	5,472
Chi phí bán hàng	(85)	(89)	(93)	(118)	(120)	(165)	(181)
Chi phí QLDN	(370)	(578)	(663)	(578)	(646)	(772)	(905)
Lợi nhuận từ HĐKD	2,387	3,986	3,042	2,672	3,557	3,758	4,369
Chi phí lãi vay	(663)	(883)	(939)	(738)	(684)	(1,035)	(1,232)
Lợi nhuận trước thuế	2,400	3,879	3,056	2,688	3,517	3,758	4,369
Lợi nhuận sau thuế	2,135	3,515	2,787	2,396	3,149	3,379	3,928
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,855	2,693	2,188	1,993	2,529	2,737	3,142

### ► Bảng cân đối kế toán

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>6,806</b>	<b>8,573</b>	<b>9,524</b>	<b>11,286</b>	<b>13,700</b>	<b>15,811</b>	<b>16,946</b>
Tiền và tương đương tiền	1,831	1,151	3,023	5,636	3,046	4,405	5,145
Đầu tư tài chính ngắn hạn	914	1,749	1,132	1,060	4,652	4,556	4,947
Phải thu ngắn hạn	2,987	4,013	3,780	3,130	4,189	4,714	5,535
Hàng tồn kho	800	1,409	1,354	1,277	1,524	1,757	1,720
Tài sản ngắn hạn khác	275	251	235	183	290	441	483
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>25,021</b>	<b>25,341</b>	<b>25,388</b>	<b>25,077</b>	<b>26,375</b>	<b>30,103</b>	<b>33,752</b>
Phải thu dài hạn	37	33	17	36	108	35	35
Tài sản cố định	16,058	15,842	14,917	13,961	14,130	18,332	22,790
Bất động sản đầu tư	1,570	1,457	1,345	2,542	2,478	2,286	2,094
Chi phí xây dựng dở dang	406	549	1,608	1,453	2,433	2,223	1,606
Đầu tư tài chính dài hạn	6,261	6,491	6,560	6,199	6,312	6,312	6,312
Tài sản dài hạn khác	688	969	941	885	915	915	915
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>31,827</b>	<b>33,915</b>	<b>34,912</b>	<b>36,362</b>	<b>40,076</b>	<b>45,914</b>	<b>50,699</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>15,469</b>	<b>14,711</b>	<b>14,142</b>	<b>13,908</b>	<b>15,280</b>	<b>18,867</b>	<b>21,076</b>
Nợ ngắn hạn	4,062	4,086	3,945	4,070	5,149	4,975	4,204
Nợ dài hạn	11,407	10,625	10,198	9,838	10,131	13,892	16,871
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>16,358</b>	<b>19,204</b>	<b>20,770</b>	<b>22,455</b>	<b>24,796</b>	<b>27,047</b>	<b>29,623</b>
Vốn điều lệ	16,358	19,204	20,770	22,455	24,796	27,047	29,623
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>31,827</b>	<b>33,915</b>	<b>34,912</b>	<b>36,362</b>	<b>40,076</b>	<b>45,914</b>	<b>50,699</b>

## ► Bảng lưu chuyển tiền tệ

Lưu chuyển tiền tệ	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,525	1,569	2,817	3,784	2,720	4,259	4,493
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(2,013)	(768)	642	205	(4,568)	(5,086)	(5,117)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	1,667	(1,481)	(1,588)	(1,375)	(743)	2,187	1,424
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,179	(680)	1,872	2,613	(2,590)	1,359	740
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	652	1,831	1,151	3,023	5,636	3,046	4,405
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1,831	1,151	3,023	5,636	3,046	4,405	5,145

## ► Chỉ số tài chính

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Tăng trưởng</b>							
Doanh thu	3%	61%	-9%	-2%	19%	10%	9%
Lợi nhuận sau thuế	13%	23%	21%	17%	20%	19%	20%
Tổng tài sản	55%	7%	3%	4%	10%	15%	10%
Tổng vốn chủ sở hữu	34%	17%	8%	8%	10%	9%	10%
<b>Khả năng sinh lời</b>							
Tỷ suất lãi gộp	40%	46%	43%	37%	38%	41%	45%
Tỷ suất EBIT	32%	39%	34%	29%	30%	40%	43%
Tỷ suất lãi ròng	37%	38%	33%	29%	31%	31%	33%
ROA	7%	8%	6%	6%	7%	8%	8%
ROE	15%	20%	14%	11%	13%	13%	14%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>							
Số ngày khoản phải thu	140	113	146	145	124	108	110
Số ngày hàng tồn kho	84	81	106	97	87	99	109
Số ngày khoản phải trả	67	47	48	47	58	79	89
<b>Khả năng thanh toán</b>							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.68	2.10	2.41	2.77	2.66	3.18	4.03
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.20	1.46	1.91	2.33	1.62	2.82	3.62
<b>Cấu trúc tài chính</b>							
Tổng nợ vay/Tổng tài sản	0.38	0.34	0.31	0.29	0.27	0.29	0.31
Tổng nợ vay/Vốn chủ sở hữu	0.73	0.59	0.52	0.46	0.44	0.50	0.52

Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: Kafi Research

## Phụ lục thông tin

### Danh mục từ viết tắt

Viết tắt	Ý nghĩa
BDS	Bất động sản
Cảng HKQT	Cảng hàng không quốc tế
DNNN	Doanh nghiệp nhà nước
DTT	Doanh thu thuần
FIT	Feed-in Tariff
HĐKD	Hoạt động kinh doanh
LNST	Lợi nhuận sau thuế
NLTT	Năng lượng tái tạo
NPAT-MI	Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ
PCCC	Phòng cháy chữa cháy
QHĐ8	Quy hoạch Điện VIII
QHĐ8 ĐC	Quy hoạch Điện VIII Điều chỉnh

# TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

## Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Mua:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

**Nắm giữ:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

**Bán:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%.

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

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.