



CẬP NHẬT ĐHCĐ 2026

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

Giá mục tiêu: **70.200 Đồng**

Khuyến nghị: **TRUNG LẬP**

Tăng giá: **5,9%**

Ngày 02/04/2026



### Chiến lược tăng trưởng Xanh dài hạn, áp lực lợi nhuận ngắn hạn

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu REE, với giá mục tiêu 12 tháng giữ nguyên ở mức **70.200 đồng/cổ phiếu**, tương ứng tiềm năng tăng giá khoảng 6%.

Dự phóng lợi nhuận năm 2026 nhìn chung không có thay đổi đáng kể so với báo cáo cập nhật trước. Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp định giá kết hợp giữa P/E và SOTP nhằm phản ánh cân bằng giữa triển vọng tăng trưởng dài hạn và áp lực lợi nhuận trong ngắn hạn của doanh nghiệp.

#### Luận điểm đầu tư

- Mở rộng năng lượng tái tạo là động lực tăng trưởng dài hạn:** REE tiếp tục ưu tiên mở rộng danh mục mảng điện, với mục tiêu nâng tổng công suất lên khoảng 3GW vào năm 2030 (từ mức ~1,2GW hiện tại), trong đó năng lượng tái tạo đóng vai trò trọng tâm trong chiến lược phát triển.
- Tăng trưởng ổn định tại các mảng kinh doanh cốt lõi:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng cơ điện lạnh (M&E) và văn phòng cho thuê sẽ đạt mức tăng trưởng hai chữ số trong năm 2026. Động lực tăng trưởng đến từ lượng đơn hàng (backlog) ổn định của mảng M&E và tỷ lệ lấp đầy cải thiện tại tòa nhà E.town 6.

#### Các nội dung chính từ ĐHCĐ:

- Quan điểm về triển vọng lợi nhuận:** REE đặt kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (NPATMI) năm 2026 ở mức +11% svck, trái ngược với dự báo giảm 4% của chúng tôi. Sự chênh lệch này chủ yếu do: (i) giả định tác động của El Niño đến sản lượng thủy điện ở mức nhẹ hơn so với kịch bản của chúng tôi, và (ii) kỳ vọng ghi nhận toàn bộ phần căn hộ còn lại tại dự án Light Square trong năm 2026. Nhìn chung, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng hơn do các dữ liệu thời tiết gần đây cho thấy chưa đủ cơ sở để điều chỉnh dự báo một cách đáng kể.
- Mảng văn phòng cho thuê chịu áp lực ngắn hạn:** Áp lực cạnh tranh gia tăng từ nguồn cung mới, trong khi nhu cầu thuê vẫn phục hồi chậm.
- Củng cố định hướng mở rộng năng lượng tái tạo:** Trong bối cảnh phát triển điện khí LNG còn nhiều thách thức, REE tiếp tục ưu tiên đầu tư vào năng lượng tái tạo, bao gồm điện gió gần bờ, điện mặt trời và có thể là cả điện gió ngoài khơi, nhằm hiện thực hóa mục tiêu công suất 3GW vào năm 2030.
- Tái định vị mảng M&E:** Tăng cường tập trung vào các phân khúc, lĩnh vực giá trị cao, công nghệ tiên tiến – vốn có mức độ cạnh tranh thấp hơn.
- Mảng Nước & Môi trường thiếu động lực tăng trưởng trong ngắn hạn.
- Chính sách cổ tức:** REE đang cân nhắc tạm dừng chi trả cổ tức bằng cổ phiếu trong năm 2026 để giảm thiểu việc pha loãng EPS, sau giai đoạn 5 năm liên tiếp duy trì hình thức này với tỷ lệ khoảng 15%/năm trên vốn điều lệ.

#### Dự báo cho năm 2026

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với triển vọng lợi nhuận trong ngắn hạn. Cụ thể, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 10,9 nghìn tỷ đồng (+9% svck) và NPATMI đạt 2,4 nghìn tỷ đồng (-4% svck).

Dự báo này dựa trên hai giả định chính: (i) tính chu kỳ của mảng thủy điện ảnh hưởng đến sản lượng và hiệu quả hoạt động; và (ii) phần căn hộ còn lại tại dự án Light Square được ghi nhận chủ yếu vào năm 2027, thay vì năm 2026 như kế hoạch của doanh nghiệp.

#### Rủi ro và yếu tố hỗ trợ

- Yếu tố hỗ trợ:** (1) Các dự án đầu tư mới đi vào vận hành, đóng góp thêm vào tăng trưởng lợi nhuận. (2) Tiến độ bán hàng tại dự án Light Square tích cực hơn dự kiến, qua đó đẩy nhanh ghi nhận doanh thu và lợi nhuận.
- Rủi ro chính:** (1) Rủi ro vận hành các nhà máy điện (ví dụ như sự cố kỹ thuật). (2) 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	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	9.372	8.570	8.384	10.012	10.924
Tăng trưởng DTT	61,3%	-8,6%	-2,2%	19,4%	9,1%
Biên lợi nhuận gộp	46,2%	43,3%	37,3%	37,7%	35,4%
NPATMI	2.693	2.188	1.993	2.529	2.432
EPS (VND)	7.576	5.354	4.237	4.669	4.490
Tăng trưởng EPS	26,2%	-29,3%	-20,9%	10,2%	-3,8%
Nợ/VCSH (x)	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5
Tỷ suất cổ tức	1,4%	1,8%	1,5%	1,6%	1,5%
ROE	19,8%	13,9%	11,1%	13,3%	11,8%
P/E (x)	9,4	10,6	16	13,1	15,3
P/B (x)	1,6	1,3	1,7	1,6	1,6
EV/EBITDA	6,3	6,3	8,3	7,2	7,7

Nguồn: REE, SSI Research

#### Đào Minh Châu, CFA

Phó Giám đốc TTPT

[chaudm@ssi.com.vn](mailto:chaudm@ssi.com.vn)

Giá CP - VND (02/04/26)	66.300
Vốn hóa (USDmn):	1.392
SLCP lưu hành (triệu cp):	542
KLGD TB 3 tháng (triệu cp):	1,1
Giá cao/thấp 52T (k VND):	71,7/52,2
GTGD TB 3 tháng (USDmn):	2,7
Tỷ lệ SHNN (%):	49,0
GTNN còn được mua (USDmn):	0,1
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.

**ĐHĐCĐ 2026: Mảng dịch vụ M&E và bất động sản là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận****Kế hoạch kinh doanh 2026 và tầm nhìn 2030**

REE đặt kế hoạch doanh thu năm 2026 đạt 12,2 nghìn tỷ đồng (+22% svck) và NPATMI đạt 2,8 nghìn tỷ đồng (+11% svck), cả hai con số này đều cao hơn dự báo của chúng tôi. Sự chênh lệch giữa kế hoạch của Ban lãnh đạo và ước tính của chúng tôi chủ yếu phản ánh quan điểm về thời điểm hiện tượng El Niño sẽ quay trở lại, cũng như sự khó khăn kéo dài của phân khúc bất động sản. Do đó, về cơ bản, chúng tôi duy trì dự báo như báo cáo trước đây. Trong quá khứ, REE thường hoàn thành hoặc vượt kế hoạch LNST đề ra, ngoại trừ giai đoạn 2023-2024 khi kết quả kinh doanh bị ảnh hưởng bởi sự chậm trễ triển khai của dự án Light Square, điều kiện thời tiết không thuận lợi và mảng M&E suy yếu.

**Bảng 2: Kế hoạch kinh doanh năm 2025 theo từng phân khúc**

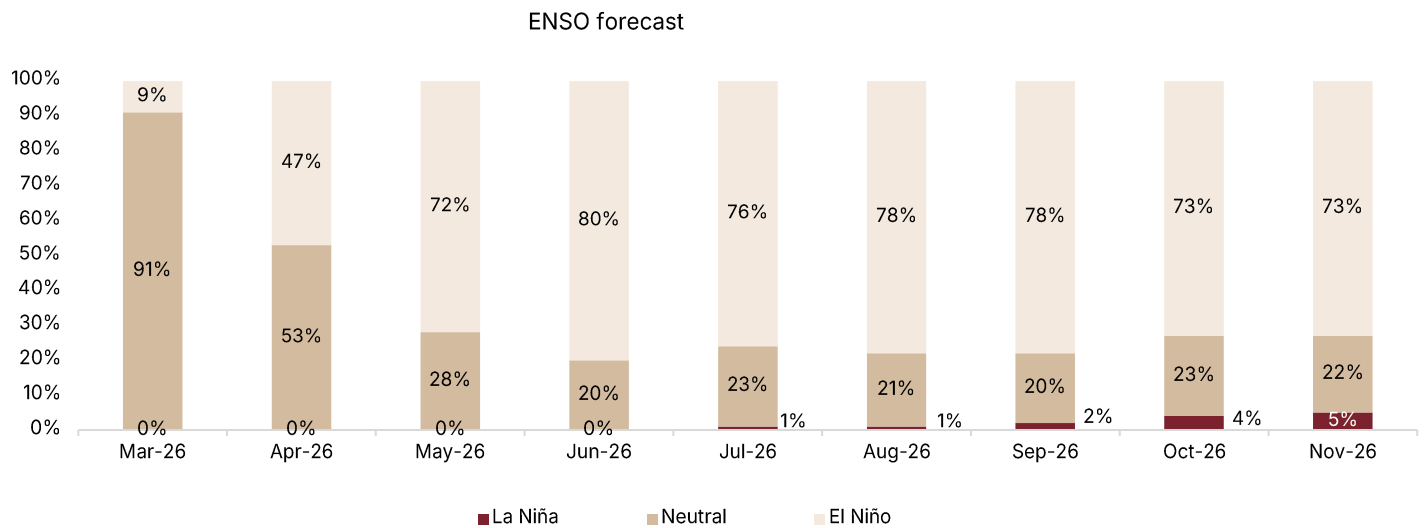
Tỷ đồng	2025	Kế hoạch 2026	Tăng trưởng svck	Ước tính của SSIRS
<b>Doanh thu</b>	<b>10.012</b>	<b>12.230</b>	<b>22%</b>	<b>10.924</b>
Mảng cơ điện lạnh & thương mại	3.521	4.672	33%	4.261
Mảng điện	4.979	5.476	10%	5.168
Mảng nước & môi trường	174	221	27%	148
Mảng bất động sản*	1.338	1.861	39%	1.347
Khác	0	0	n.m	0
<b>NPATMI</b>	<b>2.529</b>	<b>2.814</b>	<b>11%</b>	<b>2.432</b>
Mảng cơ điện lạnh & thương mại	164	227	38%	209
Mảng điện	1.412	1.465	4%	1.211
Mảng nước & môi trường	355	346	-3%	346
Mảng bất động sản*	513	693	35%	599
Khác	85	83	-2%	68

Nguồn: REE, SSI Research.

\* Bất động sản bao gồm các mảng đầu tư bất động sản và văn phòng cho thuê.

**Các điểm nhấn chính theo từng mảng hoạt động****Mảng Điện**

- REE đặt kế hoạch lợi nhuận gần như đi ngang phản ánh sự lo ngại của Ban lãnh đạo về khả năng El Niño quay trở lại và tác động của nó đối với danh mục thủy điện. Trong khi công ty già định hiện tượng La Niña sẽ suy yếu trong nửa đầu năm 2026, chuyển sang trạng thái trung tính trước khi có thể bước vào pha El Niño, chúng tôi cho rằng rủi ro El Niño có thể xuất hiện sớm hơn dự kiến (Biểu đồ 3).
- Về khả năng mở rộng, REE tiếp tục phát triển danh mục các dự án năng lượng tái tạo. Trong năm 2025, công ty đã hợp tác để đồng phát triển cụm nhà máy điện gió Phú Cường 1A & 1B (200MW; dự kiến vận hành thương mại - COD vào cuối năm 2027) và mua lại nhà máy thủy điện Đắk Nghé (7MW), trong khi dự án điện gió Duyên Hải (48MW) đã bắt đầu vận hành thương mại từ quý 1/2026.
- REE tiếp tục quan tâm đến các dự án thông qua hình thức mua bán điện trực tiếp (DPPA), mặc dù việc triển khai còn hạn chế do giá điện của EVN hiện vẫn hấp dẫn hơn. Bên cạnh đó, việc không còn cơ chế FIT (với giá điện được yết bằng ngoại tệ) tạo ra một thách thức về mặt cấu trúc, đặc biệt là đối với điện gió ngoài khơi, do chi phí đầu tư (capex) bằng đồng USD không còn được phòng vệ tự nhiên bởi nguồn thu tương ứng.
- Trong thời gian tới, REE đang chuyển dịch trọng tâm sang năng lượng tái tạo, đặt mục tiêu công suất đạt khoảng 3GW vào năm 2030 (so với mức ~1,2GW hiện tại). Tăng trưởng ngắn hạn sẽ được thúc đẩy bởi việc bổ sung các dự án điện gió, bao gồm đưa vào vận hành dự án Duyên Hải 2 (V1-3 Giai đoạn 2) và Duyên Hải 3 (V1-5 & V1-6 Giai đoạn 2), cùng với việc bắt đầu tập trung triển khai 328MW công suất mới từ năm 2026 (tương đương 30% công suất hiện tại). Công ty cũng đang tối ưu hóa danh mục đầu tư (ví dụ: khả năng thoái vốn tại PPC) và nghiên cứu các công nghệ năng lượng mới (hydrogen, lưu trữ năng lượng), trong khi điện gió ngoài khơi vẫn là một lựa chọn dài hạn do cần thời gian triển khai, thường kéo dài từ 5-6 năm.

**Biểu đồ 3: Xác suất xuất hiện hình thái thời tiết El Niño cao từ tháng 5/2026 trở đi**

Nguồn: NOAA, IRI, SSI Research (tính đến tháng 3/2026)

**Hình 4: 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
Trà Khúc 2	Thủy điện	30	100%	Q1/27	Bắt đầu xây dựng từ năm 2024 và đã hoàn thành trên 80% tiến độ triển khai
V1-3 Giai đoạn 2	Điện gió	48	100%	Q4/26	Tham khảo <a href="#">Báo cáo cập nhật REE</a>
V1-5 & V1-6 Giai đoạn 2	Điện gió	80	100%	Q4/26	Tham khảo <a href="#">Báo cáo cập nhật REE</a>
Phú Cường 1A và 1B	Điện gió	200	90%**	Cuối năm 2027	REE đặt mục tiêu bắt đầu khởi công xây dựng vào năm 2027.

Nguồn: REE, SSI Research

\*COD: Ngày vận hành thương mại

\*\*Đây là mối quan hệ hợp tác dài hạn giữa REE Energy và Công ty CP Điện gió Phú Cường để cùng phát triển cụm dự án nhà máy điện gió Phú Cường 1A và 1B. Tỷ lệ sở hữu của REE Energy trong dự án này là 90%.

### Phát triển Bất động sản

- **Dự án Light Square:** Mặc dù REE không công bố doanh số bán hàng năm 2025, chúng tôi ước tính tình hình tiêu thụ trong năm qua cũng hạn chế. Những khó khăn trong việc bán hàng vẫn có do tình Thái Bình (nơi dự án tọa lạc) đã được sáp nhập vào tỉnh Hưng Yên sau đợt cải cách hành chính năm 2025. Trong bối cảnh môi trường lãi suất cao như hiện nay, chúng tôi giả định doanh số bán phần nhà thấp tầng trong năm 2026 sẽ ở mức khiêm tốn và phần lớn các căn hộ sẽ được bán xong trong năm 2027, trái với kỳ vọng của REE về việc bán hết toàn bộ vào cuối năm 2026.
- Trong năm 2026, REE có kế hoạch tìm kiếm các dự án bất động sản mới, mặc dù ở giai đoạn này thông tin chi tiết vẫn còn hạn chế.

### Mảng Văn phòng cho thuê

- Danh mục văn phòng của REE hiện phục vụ hơn 200 khách thuê, nhưng phân khúc này đang đối mặt với áp lực cạnh tranh ngày càng tăng từ nguồn cung văn phòng hạng A. Về phía cầu, xu hướng làm việc từ xa và việc tối ưu hóa diện tích sử dụng đã gây áp lực lên nhu cầu thuê, trong khi lượng khách thuê mới vẫn còn hạn chế. Kết quả là tỷ lệ lấp đầy (không bao gồm E.town 6) đã giảm dần trong giai đoạn 2022-2025.
- Mục tiêu năm 2026: REE đặt mục tiêu tỷ lệ lấp đầy đạt khoảng 97% (so với mức 91,9% năm 2025, không bao gồm E.town 6). Chúng tôi đánh giá đây là một mục tiêu đầy thách thức, ngay cả khi công ty áp dụng các chính sách cho thuê linh hoạt hơn. Công ty cũng dự kiến tăng giá thuê để phản ánh chi phí đầu vào gia tăng, tuy nhiên việc thực hiện sẽ phụ thuộc vào khả năng hồi phục của nhu cầu. Tòa nhà E.town 6 đã đạt tỷ lệ lấp đầy khoảng 53% trong năm 2025, và REE đặt mục tiêu lấp đầy gần như toàn bộ vào cuối năm 2026, đồng nghĩa với việc cần một sự bứt phá đáng kể trong công tác bán hàng thời gian tới.
- Mục tiêu năm 2030: Xét về dài hạn, REE đặt mục tiêu mở rộng danh mục văn phòng lên mức 300.000-400.000 m<sup>2</sup> vào năm 2030 (so với mức khoảng 182.000 m<sup>2</sup> hiện tại).

### Mảng Dịch vụ cơ điện lạnh

- Giá trị hợp đồng ký mới (backlog) của mảng dịch vụ M&E duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2024-2025 được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và NPATMI ở mức hai chữ số trong năm 2026. Nhiều hợp đồng quy mô lớn đã được ký kết trong năm 2025, đáng chú ý là các dự án tại Sân bay Quốc tế Phú Quốc, Trung tâm Hội nghị và triển lãm APEC và Trung tâm Dữ liệu Viettel Hoàng Hoa Thám.
- Mục tiêu năm 2026: Công ty định hướng mở rộng sang các phân khúc có giá trị gia tăng cao hơn và hàm lượng công nghệ lớn, với giá trị hợp đồng ký mới dự kiến đạt 6 nghìn tỷ đồng (+58% so với cùng kỳ), đánh dấu mức cao kỷ lục mới.
- Mục tiêu doanh thu năm 2030: Tăng trưởng mảng dịch vụ M&E đạt 20%-30%/năm. REE sẽ bám sát định hướng của Chính phủ trong việc phát triển cơ sở hạ tầng hiện đại, như các nhà máy điện, trung tâm dữ liệu và các cơ sở công nghiệp hiện đại.

### Mảng Nước & Môi trường

- REE dự kiến sản lượng nước tăng trưởng không đáng kể trong năm 2026.
- Các hạng mục đầu tư còn lại của dự án Nhà máy nước Sông Đà giai đoạn 2 (bổ sung công suất 300.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm) sẽ được tập trung hoàn thiện nhằm hỗ trợ tăng trưởng sản lượng trong dài hạn. Công ty cũng đang theo đuổi kế hoạch mở rộng công suất tiềm năng tại nhà máy Thủ Đức III.
- Mặt khác, REE đặt mục tiêu đưa nhà máy Thủ Đức 4 vào kinh doanh (công suất 300.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm) năm 2028 và sẽ đẩy nhanh các khoản đầu tư liên quan đến môi trường, chẳng hạn như các dự án xử lý nước thải và điện rác.

### Kế hoạch cổ tức năm 2025-2026

- REE duy trì mức chi trả ổn định cho năm 2025 (1.000 đồng tiền mặt + 15% cổ tức bằng cổ phiếu).
- Đối với năm 2026, trong khi cổ tức tiền mặt dự kiến tối đa không quá 1.000 đồng/cổ phiếu, công ty đang xem xét tạm dừng chi trả cổ tức bằng cổ phiếu sau 5 năm liên tiếp thực hiện hình thức này, nhằm hạn chế tình trạng pha loãng EPS.

### Chương trình ESOP năm 2026

Công ty sẽ tiếp tục thực hiện kế hoạch chia ESOP đã được ĐHĐCĐ năm 2025 thông qua, mục tiêu chào bán 500.000 cổ phiếu với giá 10.000 đồng/cổ phiếu cho các cán bộ quản lý chủ chốt. Sau khi phát hành, thời gian hạn chế chuyển nhượng sẽ được áp dụng như sau: 30% số cổ phiếu bị hạn chế trong 1 năm, 30% tiếp theo trong 2 năm và 40% còn lại trong 3 năm.

### Định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu REE, với giá mục tiêu 12 tháng giữ nguyên ở mức 70.200 đồng/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá khoảng 4%.

Dự phóng lợi nhuận năm 2026 nhìn chung không có thay đổi đáng kể so với báo cáo cập nhật trước. Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp định giá kết hợp giữa P/E và SOTP nhằm phản ánh cân bằng giữa triển vọng tăng trưởng dài hạn và áp lực lợi nhuận trong ngắn hạn của doanh nghiệp.

### Bảng 5: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Tỷ trọng
Hệ số P/E	62.900	40%
SOTP	75.000	60%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>70.200</b>	

Nguồn: REE, SSI Research

### SOTP

Chúng tôi duy trì mức chiết khấu tập đoàn 10% nhằm phản ánh sự đa dạng trong lĩnh vực hoạt động của REE. So với định giá SOTP trước đó, chúng tôi đã đưa nhà máy thủy điện Đắk Nghé (7 MW) vào mô hình sau khi đánh giá kỹ lưỡng về đóng góp trong việc REE Energy hoàn tất thu mua 99,99% cổ phần của Công ty CP GE Tây Nguyên vào quý 3/2025. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm dự án này có tác động không đáng kể đến tổng giá trị định giá chung.

**Bảng 6: Phương pháp SOTP**

Dự án/mảng	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
<b>BẤT ĐỘNG SẢN</b>		<b>7.712</b>
<b>Đầu tư bất động sản</b>		<b>570</b>
The Light Square	RNAV	48
Saigonres Group	P/B	522
<b>Văn phòng cho thuê</b>	<b>DCF</b>	<b>7.142</b>
<b>ĐIỆN</b>		<b>30.789</b>
Thác Bà	DCF	975
Thác Bà 2	DCF	224
Vĩnh Sơn – Sông Hinh	DCF	8.014
Đăk Nghé	DCF	290
Thác Mơ	DCF	1.956
Srok Phu Miêng IDICO	DCF	444
Sông Ba Hạ	DCF	1.387
Thủy điện miền Nam	DCF	500
Thủy điện miền Trung	DCF	1.670
Sử Pán 2	DCF	515
Phà Lại	DCF	819
Bình Điền	DCF	386
Công ty Phát triển Điện Đông Dương	DCF	930
Công ty Năng lượng mặt trời REE	DCF	2.819
Phong điện Thuận Bình	DCF	1.976
Điện gió Trà Vinh V1-3	DCF	2.744
Duyên Hải	DCF	1.841
V1-5 và V1-6 giai đoạn 2	DCF	1.763
V1-3 giai đoạn 2	DCF	977
Công ty Phát triển Điện Trà Vinh	DCF	559
<b>Nước &amp; Môi trường</b>	<b>DCF</b>	<b>3.648</b>
<b>Cơ điện lạnh &amp; Thương mại</b>	<b>DCF</b>	<b>1.468</b>
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>		<b>43.617</b>
Tiền mặt ròng tại công ty mẹ		1.535
<b>Giá trị hợp lý của VCSH</b>		<b>45.151</b>
Chiết khấu		10%
<b>Giá trị VCSH</b>		<b>40.636</b>
SLCP lưu hành (triệu)		542
<b>Giá mục tiêu (Đồng/cp)</b>		<b>75.000</b>

Nguồn: REE, SSI Research

### Hệ số P/E

Chúng tôi áp dụng hệ số P/E mục tiêu 14x cho năm 2026 (tương đương mức P/E bình quân ba năm của REE) và xác định giá mục tiêu 12 tháng theo phương pháp P/E là 62.900 đồng/cổ phiếu.

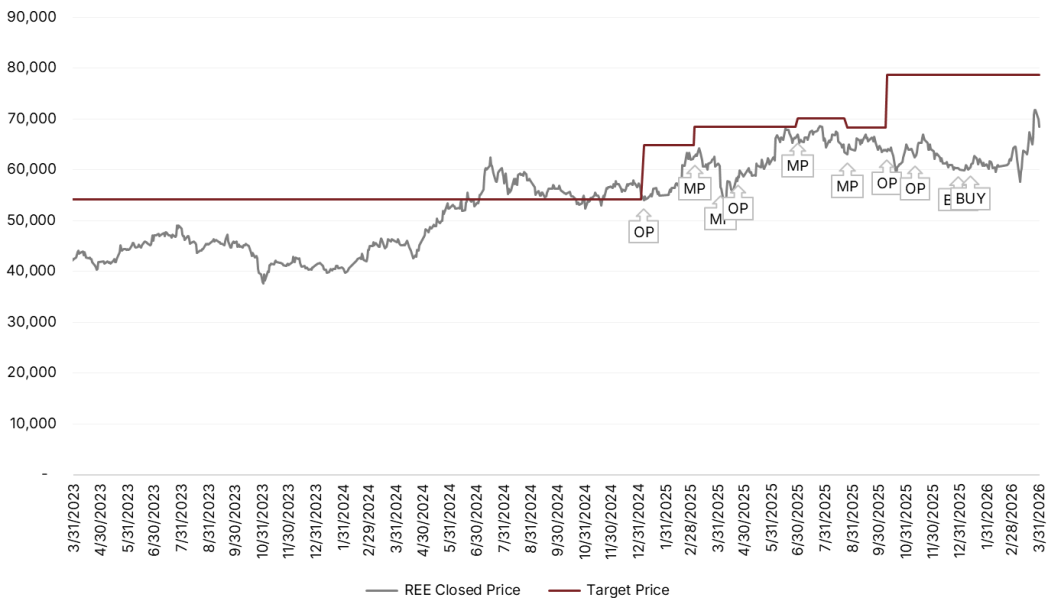
### Yếu tố hỗ trợ

- (1) Các dự án đầu tư mới đi vào vận hành, đóng góp thêm vào tăng trưởng lợi nhuận.
- (2) Tiến độ bán hàng tại dự án Light Square tích cực hơn dự kiến, qua đó đẩy nhanh ghi nhận doanh thu và lợi nhuận.

### Rủi ro chính

- (1) Các vấn đề/sự cố kỹ thuật ngoài dự kiến của nhà máy phát điện có thể gây gián đoạn/ngừng hoạt động hoặc gia tăng chi phí bảo dưỡng.
- (2) 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	2023	2024	2025	2026F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương	3.023	5.636	3.046	4.255
+ Đầu tư ngắn hạn	1.132	1.060	4.652	4.652
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	3.780	3.130	4.192	4.574
+ Hàng tồn kho	1.354	1.277	1.524	1.724
+ Tài sản ngắn hạn khác	235	183	288	315
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>9.524</b>	<b>11.286</b>	<b>13.701</b>	<b>15.520</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	17	36	108	117
+ GTCL Tài sản cố định	14.917	13.961	14.130	17.545
+ Bất động sản đầu tư	1.345	2.542	2.478	2.286
+ Tài sản dài hạn dở dang	1.608	1.453	2.433	2.433
+ Đầu tư dài hạn	6.560	6.199	6.312	6.312
+ Tài sản dài hạn khác	941	885	913	973
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>25.388</b>	<b>25.077</b>	<b>26.373</b>	<b>29.666</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>34.912</b>	<b>36.362</b>	<b>40.075</b>	<b>45.186</b>
+ Nợ ngắn hạn	3.945	4.070	5.147	7.447
Trong đó: vay ngắn hạn	1.238	1.254	1.473	3.517
+ Nợ dài hạn	10.198	9.838	10.131	10.417
Trong đó: vay dài hạn	9.505	9.143	9.380	9.575
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>14.142</b>	<b>13.908</b>	<b>15.278</b>	<b>17.864</b>
+ Vốn góp	4.097	4.710	5.417	5.417
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.050	1.013	1.013	1.013
+ Lợi nhuận chưa phân phối	11.802	12.761	14.104	15.994
+ Quỹ khác	3.820	3.970	4.263	4.898
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>20.770</b>	<b>22.455</b>	<b>24.797</b>	<b>27.322</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>34.912</b>	<b>36.362</b>	<b>40.075</b>	<b>45.186</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.817	3.784	2.711	4.212
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	642	205	-4.556	-4.700
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.588	-1.375	-745	1.698
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>1.872</b>	<b>2.613</b>	<b>-2.590</b>	<b>1.210</b>
Tiền đầu kỳ	1.151	3.023	5.636	3.046
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>3.023</b>	<b>5.636</b>	<b>3.046</b>	<b>4.255</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,41	2,77	2,66	2,08
Hệ số thanh toán nhanh	2,01	2,41	2,31	1,81
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,05	1,65	1,5	1,2
Nợ ròng / EBITDA	1,43	1,09	0,61	0,64
Khả năng thanh toán lãi vay	4,26	4,64	6,12	5,31
Ngày phải thu	128,8	130,5	103,7	107,5
Ngày phải trả	47,7	46,6	58	67,2
Ngày tồn kho	103,7	91,3	82	84
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,59	0,62	0,62	0,6
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,41	0,38	0,38	0,4
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,68	0,62	0,62	0,65
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,52	0,46	0,44	0,48
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,06	0,06	0,06	0,13

Nguồn: REE, SSI Research

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8.570</b>	<b>8.384</b>	<b>10.012</b>	<b>10.924</b>
Giá vốn hàng bán	-4.860	-5.260	-6.236	-7.055
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.710</b>	<b>3.124</b>	<b>3.775</b>	<b>3.870</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	227	318	447	498
Chi phí tài chính	-1.016	-791	-740	-867
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-93	-118	-120	-154
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-663	-578	-655	-751
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>3.042</b>	<b>2.672</b>	<b>3.547</b>	<b>3.395</b>
Thu nhập khác	14	15	-27	47
Lợi nhuận trước thuế	3.056	2.688	3.520	3.442
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2.787</b>	<b>2.396</b>	<b>3.150</b>	<b>3.067</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>2.188</b>	<b>1.993</b>	<b>2.529</b>	<b>2.432</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	598	403	621	635
EPS cơ bản (VND)	5.354	4.237	4.669	4.490
Giá trị sổ sách (VND)	42.373	40.126	38.670	42.161
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.000	1.000	1.000	1.000
EBIT	3.995	3.426	4.207	4.240
EBITDA	5.259	4.724	5.592	5.717
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-8,6%	-2,2%	19,4%	9,1%
EBITDA	-12,2%	-10,2%	18,4%	2,2%
EBIT	-16,1%	-14,3%	22,8%	0,8%
Lợi nhuận ròng	-20,7%	-14,0%	31,5%	-2,6%
Vốn chủ sở hữu	8,2%	8,1%	10,4%	10,2%
Vốn điều lệ	15,0%	15,0%	15,0%	0,0%
Tổng tài sản	2,9%	4,2%	10,2%	12,8%
<b>Định giá</b>				
P/E	10,6	16	13,1	15,3
P/B	1,3	1,7	1,6	1,6
Giá/Doanh thu	2,7	3,8	3,3	3,4
Tỷ suất cổ tức	1,8%	1,5%	1,6%	1,5%
EV/EBITDA	6,3	8,3	7,2	7,7
EV/Doanh thu	3,9	4,7	4	4
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43,3%	37,3%	37,7%	35,4%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	45,0%	38,8%	39,6%	35,4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	32,5%	28,6%	31,5%	28,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	1,1%	1,4%	1,2%	1,4%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	7,7%	6,9%	6,5%	6,9%
ROE	13,9%	11,1%	13,3%	11,8%
ROA	8,1%	6,7%	8,2%	7,2%
ROIC	11,7%	9,5%	11,0%	9,9%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo 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 kỳ 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