

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE – HOSE)

Tăng trưởng ổn định nhờ chiến lược đầu tư đa ngành

TRUNG LẬP

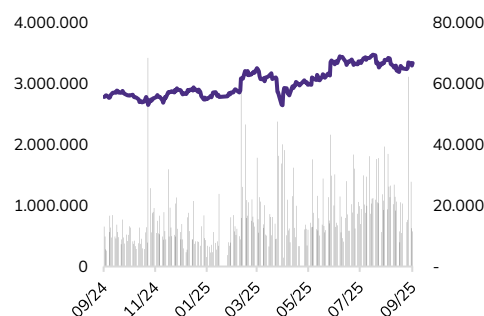
Lê Thị Kim Huê

Email: hue.lethikim@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Đa ngành
Ngày báo cáo	: 17/09/2025
Giá hiện tại (VND/CP)	: 67.300
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 71.900
Tỷ lệ tăng (%)	: +6,8%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 36.454
SLCPĐLH (CP)	: 541.658.139

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: FiinPro, ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q24	2Q25
Tăng trưởng DTT (%)	0,3%	15,2%
Tăng trưởng LNST (%)	-27,6%	76,0%
Biên LNG (%)	31,2%	33,9%
Biên LNST (%)	16,2%	24,8%
ROA (%)	1,0%	1,7%
ROE (%)	2,0%	3,2%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,47	0,43
EPS (VND/CP)	599	981
BVPS (VND/CP)	37.644	36.280

Nguồn: FiinPro, ABS Research

Luận điểm đầu tư

- KQKD 6T/2025 của REE tăng trưởng tích cực trên hầu khắp các lĩnh vực với DTT đạt 4.582 tỷ đồng (+14% svck), biên LNG tăng lên 39,4% (+4 điểm % svck), LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 1.234 tỷ đồng (+47,9% svck), hoàn thành 44,8% kế hoạch doanh thu và 64,1% kế hoạch LNST năm 2025.
- Tình hình tài chính ổn định, giảm dần đòn bẩy tài chính từ năm 2021 (0,73 lần) tới cuối Q2/2025 (0,43 lần).
- Chúng tôi đánh giá triển vọng năm 2025 & các năm tới của REE sẽ khả quan dựa trên các yếu tố sau:**
 - Mảng điện: Động lực thúc đẩy từ tăng trưởng kinh tế, REE mở rộng công suất và điều kiện thủy văn dự báo thuận lợi. REE Energy đặt mục tiêu tăng công suất thêm 100MW trong năm 2025 và thêm 500MW trong vòng 3 năm tới, kỳ vọng nâng tổng công suất lên 2.000-2.500MW vào cuối năm 2030.
 - Mảng cơ điện lạnh dự kiến tăng trưởng mạnh, tập trung các dự án đầu tư công có giá trị lớn như Dự án Sân bay Long Thành.
 - Mảng nước dự báo sẽ vẫn tiếp tục ổn định & tăng trưởng tích cực do VCW đang mở rộng công suất giai đoạn 2 và kỳ vọng giá nước tiếp tục tăng khi nhu cầu nước sạch ngày càng gia tăng.
 - Mảng BĐS dự báo khả quan với sự góp mặt của E.Town 6 và Dự án Khu dân cư Bồ Xuyên (The Light Square). Chúng tôi dự báo Dự án The Light Square có thể đem lại trên 1.001 tỷ đồng doanh thu và trên 360 tỷ đồng lợi nhuận cho doanh nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đóng góp vào KQKD của REE trong năm 2025 & 2026.
- ABS Research dự phóng LNST cổ đông Công ty mẹ 2025F của REE dự kiến đạt 2.397 tỷ đồng (+20,3% svck). EPS & BVPS 2025F dự kiến đạt 4.426 đ/cp & 39.578 đ/cp. LNST cổ đông Công ty mẹ 2026F của REE dự kiến đạt 2.639 tỷ đồng (+10,1% svck). EPS & BVPS 2026F dự kiến đạt 4.871 đ/cp & 43.405 đ/cp.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là **71.900 đồng/cp**, tương ứng tiềm năng tăng giá **+6,8%** so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu REE.
- Rủi ro:**
 - Thị trường BĐS có thể phục hồi chậm hơn dự báo của chúng tôi, từ đó ảnh hưởng tới tiến độ bàn giao của Dự án Khu Dân cư Bồ Xuyên & hoạt động của mảng cơ điện lạnh.
 - Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê thấp hơn dự báo của chúng tôi.
 - Điều kiện thủy văn có thể không thuận lợi cho nhóm thủy điện như dự báo.

• Cơ hội:

- ✓ Mảng năng lượng có thể có kết quả tích cực hơn dự báo của chúng tôi.
- ✓ Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê cao hơn mức dự phóng của chúng tôi.
- ✓ Mảng cơ điện lạnh có thể tốt hơn dự báo của chúng tôi.

BẢNG TỔNG HỢP VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA REE

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	8.570	8.384	8.506	8.537
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-8,6%	-2,2%	1,5%	0,4%
Lợi nhuận gộp	3.710	3.124	3.802	3.927
Biên lợi nhuận gộp (%)	43,3%	37,3%	44,7%	46,0%
Doanh thu tài chính	227	318	309	349
Chi phí tài chính	-1.016	-791	-698	-634
Chi phí bán hàng	-93	-118	-168	-143
Chi phí QLDN	-663	-578	-592	-505
Lợi nhuận từ HĐKD	3.042	2.672	3.371	3.711
Lãi/Lỗ khác	36	50	19	19
Lợi nhuận trước thuế	3.078	2.722	3.390	3.730
LNST cổ đông Công ty mẹ	2.188	1.993	2.397	2.639
Biên lợi nhuận ròng (%)	25,5%	23,8%	28,2%	30,9%
EPS (đồng/cp)	5.354	4.237	4.426	4.871

Nguồn: BCTC REE, ABS Research

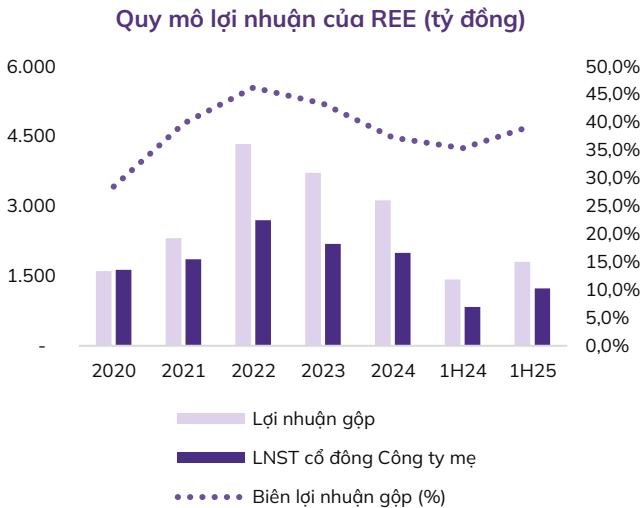
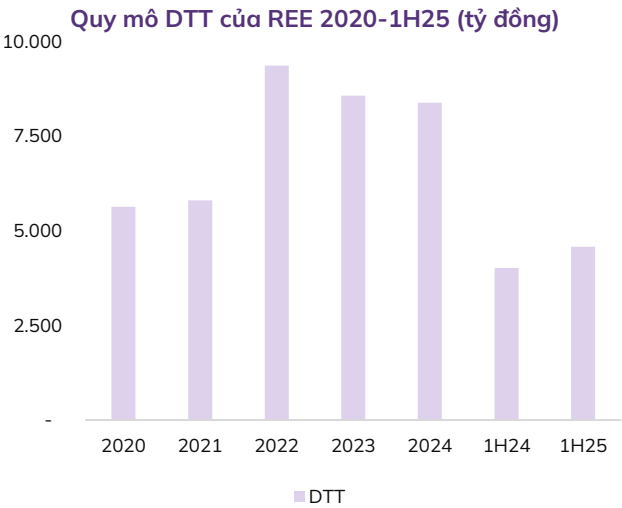
Cập nhật doanh nghiệp

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA REE Q2/2025 & 6T/2025

Chỉ tiêu	2Q24	2Q25	%YoY	1H24	1H25	%YoY
Doanh thu thuần	2.181	2.514	15,2%	4.019	4.582	14,0%
Lợi nhuận gộp	680	853	25,4%	1.422	1.804	26,9%
Biên LN gộp	31,2%	33,9%		35,4%	39,4%	
Chi phí BH & QLDN	(210)	(166)	-20,7%	(324)	(279)	-13,9%
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT	9,6%	6,6%		8,1%	6,1%	
Doanh thu tài chính	89	119	34,3%	159	229	44,4%
Chi phí tài chính	(201)	(200)	-0,4%	(425)	(391)	-7,9%
Chi phí lãi vay	(184)	(174)	-5,7%	(376)	(341)	-9,4%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	470	828	76,1%	1.065	1.725	62,0%
Lợi nhuận trước thuế	474	829	75,1%	1.072	1.727	61,1%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	354	623	76,0%	834	1.234	47,9%
Biên LN ròng	16,2%	24,8%		20,8%	26,9%	

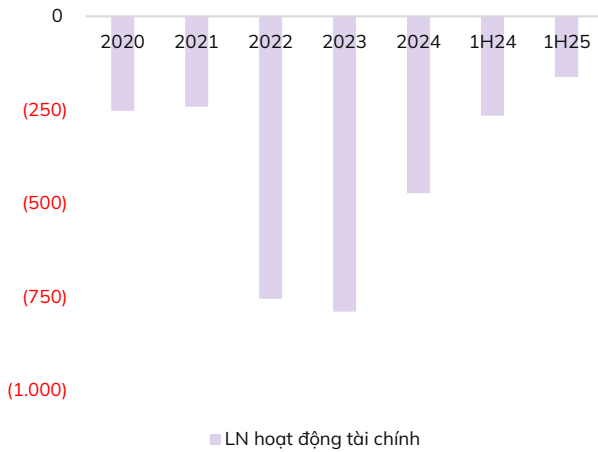
Nguồn: FiinPro, ABS Research

- **KQKD 6T/2025 tăng trưởng tích cực trên hầu khắp các lĩnh vực:**
 - ✓ Lũy kế 6T/2025, DTT của REE đạt 4.582 tỷ đồng (+14% svck), LNG đạt 1.804 tỷ đồng (+26,9% svck), biên LNG tăng lên 39,4% (+4 điểm % svck). Trong đó:
 - Mảng năng lượng có sự tăng trưởng mạnh sau năm 2024 kém khả quan với DTT đạt 2.433 tỷ đồng (+25,8% svck), LNST đạt 652 tỷ đồng (+89,5% svck). Kết quả tích cực trên là do: lợi nhuận các công ty thủy điện tăng mạnh nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi tại hầu hết các khu vực, đặc biệt là tại Miền Trung (CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh, CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ....).
 - Mảng cơ điện lạnh (M&E) có DTT đạt 1.314 tỷ đồng (-11,3% svck), LNST đạt 42 tỷ đồng (+22,5% svck). Điều này là do REE đang tập trung các dự án có biên lợi nhuận cao và kiểm soát chi phí tốt, theo hướng chất lượng lợi nhuận hơn là số lượng doanh thu.
 - Mảng BĐS có DTT đạt 729 tỷ đồng (+22,9% svck), LNST đạt 320 tỷ đồng (+11,8% svck). Kết quả trên là do: i) Ghi nhận kết quả hợp nhất VCSH từ công ty liên kết là CTCP Địa ốc Sài Gòn tăng trưởng đáng kể; ii) Công ty thành viên REE Land đã hoàn thành việc chuyển nhượng lô đất nhà ở cao tầng thuộc Dự án Bồ Xuyên (Thái Bình); iii) Tuy nhiên, lợi nhuận từ hoạt động cho thuê văn phòng giảm nhẹ chủ yếu do Tòa Etown 6 vẫn đang trong giai đoạn tăng dần tỷ lệ lấp đầy.

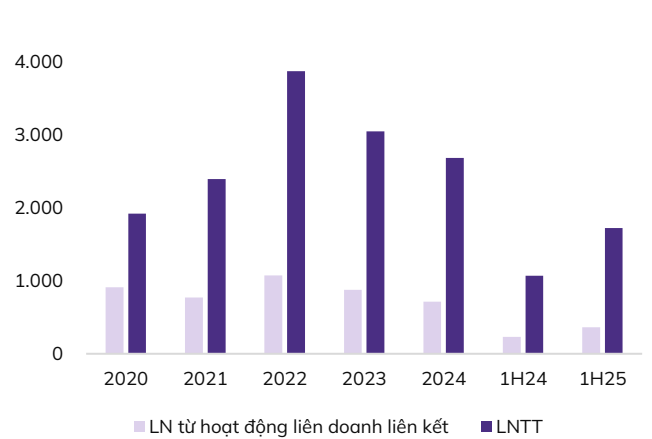


Nguồn: REE, FiinPro, ABS Research

Lãi/lỗ hoạt động tài chính (tỷ đồng)



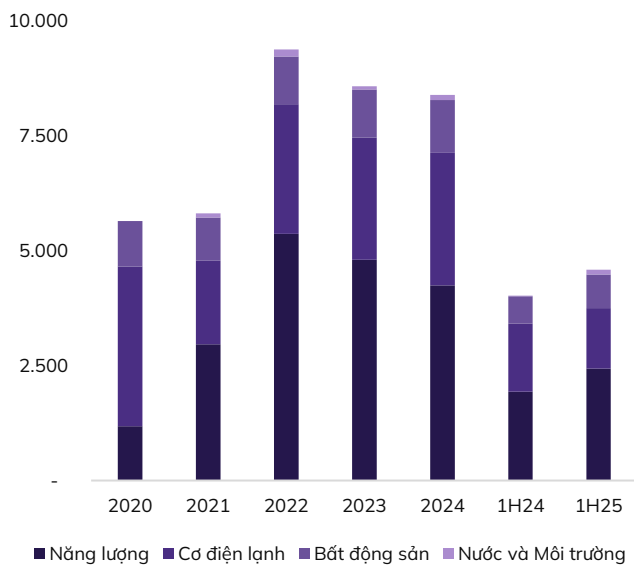
Lãi/lỗ hoạt động liên doanh liên kết (tỷ đồng)



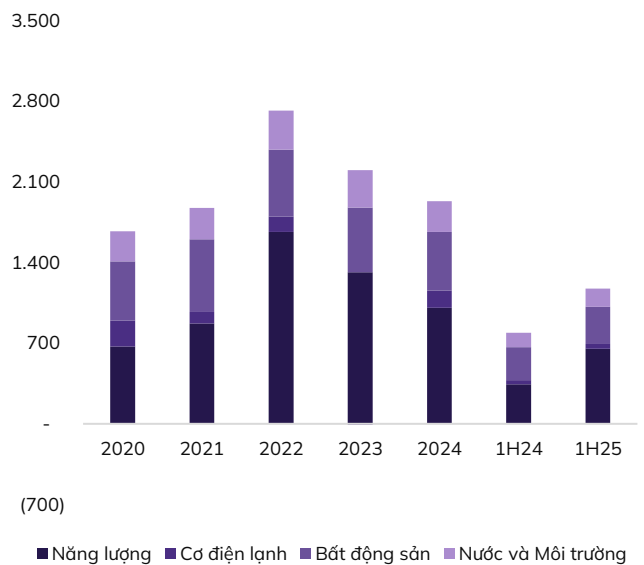
Nguồn: REE, FiinPro, ABS Research

- Mảng nước và môi trường có DTT đạt 106 tỷ đồng (+8,9 lần svck), LNST đạt 161 tỷ đồng (+28,1% svck). Doanh thu nhảy vọt do năm 2024 REE đã tăng tỷ lệ sở hữu ở một số công ty nước (ví dụ Cấp nước Thủ Đức, Nhà Bè, Gia Định...), chuyển từ liên kết thành công ty con và từ 2025 bắt đầu hợp nhất doanh thu và lợi nhuận. Lợi nhuận mảng nước có sự tăng trưởng ổn định do nhu cầu sử dụng nước tăng mạnh vào cao điểm mùa khô và giá nước điều chỉnh tăng giúp LN từ Công ty Nước sạch Sông Đà (VCW – REE sở hữu gần 36%) cải thiện đáng kể.
- ✓ Chi phí bán hàng và QLDN giảm về 279 tỷ đồng (-13,9% svck) do giảm dự phòng, tiết kiệm chi phí vận hành và tinh gọn bộ máy, trong đó dự phòng phải thu khó đòi trong kỳ là 25,4 tỷ đồng (-56,9% svck).
- ✓ Doanh thu tài chính tăng mạnh lên 229 tỷ đồng (+44,4% svck), chủ yếu do lãi tiền gửi tăng. Trong khi đó, chi phí tài chính lại giảm -7,9% svck về còn 391 tỷ đồng, trong đó chi phí lãi vay giảm -9,4% svck về còn 341 tỷ đồng. Hoạt động tài chính lỗ ròng 162 tỷ đồng (-39% svck). Nhìn chung HĐTC của REE từ năm 2020 trở lại đây đều lỗ ròng hàng năm, chủ yếu do lãi vay lớn. Điều này cho thấy chiến lược của REE dùng nợ vay để mở rộng hoạt động và tăng trưởng trong các mảng đầu tư dài hạn (năng lượng, nước sạch, hạ tầng). Tuy vậy, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào đã giúp REE giảm dần nợ vay và tăng thu nhập tiền gửi, giúp giảm dần lỗ từ HĐTC.

Cơ cấu DTT của REE 2020-1H25 (tỷ đồng)



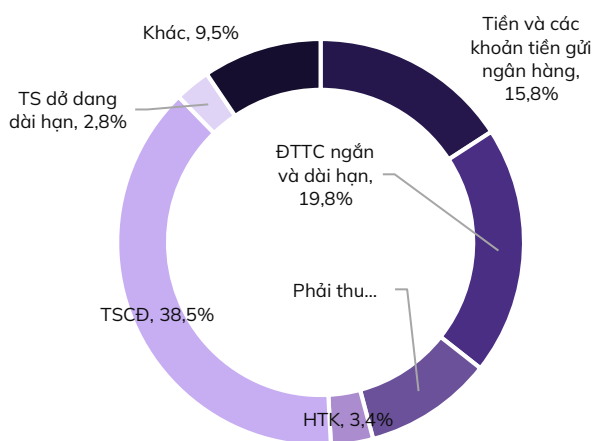
Cơ cấu LNST của REE 2020-1H25 (tỷ đồng)



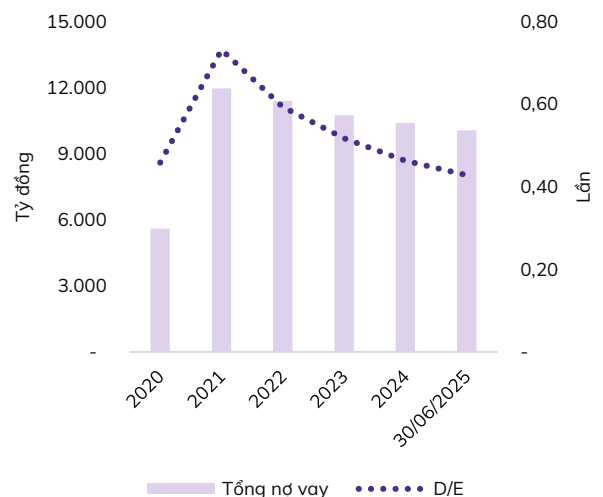
Nguồn: REE, FiinPro, ABS Research

- ✓ Bên cạnh đó, hoạt động liên doanh liên kết đem lại cho REE khoản lãi 363 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2025 (+55,2% svck), chiếm 21% LNTT. Hoạt động này hàng năm (trong 3 năm trở lại đây 2021-2024) thường chiếm 26-28% LNTT. Hiện nay, REE có 19 công ty liên kết, chủ yếu trong lĩnh vực điện nước. Đây là các ngành thiết yếu, ít biến động mạnh nên giúp REE có nền lợi nhuận chắc chắn qua các năm. Tuy nhiên, chúng tôi đang thấy tỷ trọng đóng góp từ mảng này đang giảm dần trong cơ cấu LNTT, điều này cho thấy các mảng hợp nhất đang tăng trưởng nhanh giúp REE giảm dần sự phụ thuộc vào liên doanh liên kết, mở rộng quy mô tự đầu tư và gia tăng kiểm soát trực tiếp dòng tiền.
- ✓ Lợi nhuận từ HĐKD đạt 1.725 tỷ đồng (+62% svck). LNST cổ đông Công ty mẹ 6T/2025 đạt 1.234 tỷ đồng (+47,9% svck). Lợi ích cổ đông thiểu số ngày càng tăng vọt trong các năm trở lại đây (từ 2021) cho thấy REE ngày càng phụ thuộc vào các dự án hợp nhất có đối tác góp vốn lớn, khiến phần lợi nhuận thực sự giữ lại cho cổ đông công ty mẹ bị chia sẻ đáng kể. Đó là lý do khiến LNST cổ đông công ty mẹ tăng thấp hơn so với LN từ HĐKD.
- ✓ **Năm 2025, REE lên kế hoạch tổng doanh thu đạt 10.248 tỷ đồng và LNST đạt 2.427 tỷ đồng. Như vậy, kết thúc 6T/2025, REE đã hoàn thành 44,8% kế hoạch doanh thu và 64,1% kế hoạch LNST năm 2025.**
- **Tình hình tài chính ổn định, giảm dần đòn bẩy tài chính:**
- ✓ **TSCĐ là khoản mục lớn nhất trong cơ cấu TTS của REE** với 14.257 tỷ đồng (+2,1% so với cuối năm 2024), chiếm 38,5% cơ cấu TTS, chủ yếu là nhà cửa kiến trúc và máy móc thiết bị.
- ✓ **Khoản đầu tư tài chính đứng thứ 2 trong cơ cấu TTS** với 7.318 tỷ đồng (+5,6% so với cuối năm 2024) và chiếm 19,8% cơ cấu TTS. Đây chủ yếu là các khoản đầu tư vào các Công ty liên kết trong lĩnh vực hạ tầng điện, nước. Bên cạnh đó, REE còn có 933,4 tỷ đồng đầu tư vào chứng khoán kinh doanh, trong đó có 696,2 tỷ đồng đầu tư vào cổ phiếu VIB. REE đã đầu tư 738 tỷ đồng để sở hữu 38,8 triệu cổ phiếu VIB vào cuối năm 2022. Bên cạnh khoản đầu tư vào VIB, thì REE còn đầu tư hơn 200 tỷ đồng vào trái phiếu VIB và TCT Đầu tư và Phát triển công nghiệp.
- ✓ **Lượng tiền giảm nhẹ so với cuối năm 2024.** Tại 30/6/2025, REE có 5.865 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng (-1,6% so với thời điểm cuối năm 2024), chiếm 15,8% cơ cấu TTS. Lượng tiền dồi dào giúp REE chủ động trong hoạt động kinh doanh.
- ✓ **Các khoản phải thu tăng mạnh so với cuối năm 2024,** Tại 30/6/2025, REE có khoản phải thu trị giá 3.785 tỷ đồng (+19,5% so với cuối năm 2024), chiếm 10,2% cơ cấu TTS, trong đó khoản phải thu từ Công ty Mua bán điện (EVN) đã tăng lên gần 884 tỷ đồng (+4% so với cuối năm 2024). Trong kỳ, REE đã thực hiện trích lập dự phòng 494 tỷ đồng cho các khoản phải thu khó đòi (+5,4% so với cuối năm 2024), trong đó tập trung chủ yếu ở mảng cơ điện lạnh với 480 tỷ đồng.

Cơ cấu TTS của REE tại 30/06/2025 (%)



Quy mô nợ vay và hệ số D/E của REE



Nguồn: Fiinpro & BCTC của REE, ABS Research

✓ **Đòn bẩy tài chính có xu hướng giảm dần từ năm 2021 tới nay.** Tại 30/6/2025, tổng nợ vay của REE là 10.061 tỷ đồng (-3,2% so với cuối năm 2024), trong đó nợ vay ngắn hạn là 1.400 tỷ đồng (+11,6% so với cuối năm 2024) & nợ vay dài hạn là 8.661 tỷ đồng (-5,3% so với cuối năm 2024). Đáng chú ý, trong nợ vay của REE có khoảng 2.303 tỷ đồng là nợ vay trái phiếu sẽ đáo hạn vào năm 2029. Nhìn chung, nợ vay có xu hướng giảm từ năm 2021 tới nay (từ 11.974 tỷ đồng vào năm 2021 xuống còn 10.061 tỷ đồng tại 30/6/2025). Hệ số D/E cũng giảm từ 0,73 lần (năm 2021) xuống còn 0,43 lần (30/6/2025).

Đòn bẩy tài chính có xu hướng giảm dần

Nợ vay của REE (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
Vay ngắn hạn	1.265	1.234	1.455	1.238	1.254	1.400
Vay dài hạn	4.335	10.740	9.946	9.505	9.143	8.661
Tổng nợ vay	5.599	11.974	11.401	10.743	10.397	10.061
VCSH	12.213	16.358	19.204	20.770	22.455	23.487
D/E (lần)	0,46	0,73	0,59	0,52	0,46	0,43

Nguồn: Fiinpro, ABS Research

Triển vọng & Dự phóng kết quả kinh doanh

Chúng tôi đánh giá triển vọng năm 2025 & các năm tới của REE sẽ khả quan dựa trên các yếu tố sau:

1. Mảng điện – Triển vọng khả quan, động lực thúc đẩy từ tăng trưởng kinh tế & REE thúc đẩy nâng công suất:

- **Nhu cầu điện gia tăng, động lực từ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.** Chính phủ đặt mục tiêu GDP năm 2025 sẽ trên 8%. Trong dài hạn, Chính phủ quyết tâm tăng trưởng hai con số. Kinh tế dự báo tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025 sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng điện năng, dự kiến nhu cầu tiêu thụ điện năm 2025 từ 11% trở lên. Thuế quan của Mỹ với Việt Nam không chênh lệch nhiều so với các nước xung quanh, trong khi Mỹ áp mức cao lên các nước mua dầu mỏ của Nga (bao gồm cả Ấn Độ và Trung Quốc) khiến Việt Nam tiếp tục trở thành điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI, làm tăng nhu cầu sử dụng điện cho sản xuất.
- **REE mở rộng công suất:** REE Energy đặt mục tiêu tăng công suất thêm 100MW trong năm 2025 và thêm 500MW trong vòng 3 năm tới, kỳ vọng nâng tổng công suất lên 2.000-2.500MW vào cuối năm 2030.
- ✓ **Thủy điện** – mảng đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của REE với công suất chiếm 50% tổng công suất lắp đặt mà REE sở hữu dự kiến sẽ tiếp tục khả quan trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026 do điều kiện thủy văn thuận lợi nhờ hiện tượng thời tiết bước vào pha trung tính. Trong năm 2024, REE đã tăng sở hữu tại CTCP Thủy điện Trà Khúc 2, đồng thời tập trung đầu tư Dự án Thủy điện Thác Bà 2: i) Dự án Thủy điện Trà Khúc 2 (Quảng Ngãi) có công suất 30 MW, dự kiến sẽ sản xuất lượng điện trung bình 120,51 triệu kWh/năm; ii) Dự án Thủy điện Thác Bà 2: khởi công 15/10/2022, dự án có công suất thiết kế 18,9 MW, khi đi vào hoạt động sẽ bổ sung cho hệ thống điện quốc gia khoảng 70,2 triệu kWh/năm. Hai Dự án Thủy điện Trà Khúc 2 & Thủy điện Thác Bà 2 khi đi vào hoạt động sẽ giúp REE tăng công suất thêm 4,7% (Thủy điện Thác Bà 2 đã đi vào hoạt động thương mại trong Q2/2025 & Thủy điện Trà Khúc 2 dự kiến đi vào hoạt động thương mại vào Q3/2026).
- ✓ **Mảng Điện gió** dự báo sẽ tiếp tục đóng góp ổn định trong năm 2025-2026. Về dài hạn, điện gió cũng như điện NLTT đang được ưu tiên phát triển. Theo QH điện VIII, đến năm 2030, nguồn điện này sẽ đóng góp 18,5% & năm 2050 sẽ lên tới 29,4%. Theo đó, đến năm 2030, công suất điện gió trên bờ sẽ đạt 21.880 MW và ngoài khơi là 6.000 MW. Đến năm 2050, điện gió trên bờ đạt 60.050-77.050 MW và điện gió ngoài khơi là 70.000-91.500 MW. Trong thời gian qua, khung pháp lý mảng điện NLTT cũng đang được hoàn thiện và năm 2025 chúng tôi cho rằng sẽ tiếp tục là năm hoàn thiện cơ chế, chính sách cho ngành điện nói chung và mảng điện NLTT nói riêng, tạo bước đột phá cho giai đoạn tiếp theo. Hiện nay, REE cũng đang tăng cường đầu tư vào mảng điện gió. Trong năm 2024, REE đã tăng sở hữu tại CTCP Điện gió Duyên Hải thông qua REE Energy. Dự án điện gió Duyên Hải có công suất 48 MW, sản lượng dự kiến đạt 150 triệu kWh/năm, dự kiến đi vào vận hành thương mại vào T11/2025. Dự án này khi đi vào hoạt động sẽ giúp REE tăng công suất thêm 4,6% so với hiện tại. Ngoài ra, REE còn đề xuất triển khai 3 dự án điện gió tại tỉnh Trà Vinh với công suất 344 MW theo cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA), bao gồm đề xuất khảo sát, nghiên cứu và lập hồ sơ bổ sung dự án điện gió V3-5, V3-7 và V1-4 giai đoạn 2 vào QH VIII điều chỉnh.

2. Các mảng khác tiếp tục được kỳ vọng tăng trưởng tốt:

- **Mảng cơ điện lạnh** dự kiến tăng trưởng mạnh, tập trung các dự án đầu tư công. Với mặt bằng lãi suất thấp hiện nay, và nhiều chính sách tháo gỡ khó khăn, khơi thông tắc nghẽn trong ngành BĐS, chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư sẽ tiếp tục đầu tư các dự án và các nhà thầu sẽ có cơ hội để thực hiện. Hiện, REE đang tập trung vào phân khúc các dự án đầu tư công, đặc biệt là các dự án hạ tầng trọng điểm có vốn NSNN, trong đó có Dự án Sân bay Long Thành. Giá trị backlog chuyển tiếp trong năm 2025 là 5.556 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là từ Dự án Sân bay Long Thành. Chúng tôi cũng đang nhận thấy lợi nhuận mảng M&E đang có sự cải thiện khi REE tập trung định hướng vào chất lượng lợi nhuận hơn là chạy theo doanh thu.

- **Mảng nước** dự báo sẽ vẫn tiếp tục ổn định & tăng trưởng tích cực do VCW đang mở rộng công suất giai đoạn 2 từ 300.000 m3/ngày lên 600.000 m3/ngày, dự kiến đi vào vận hành trong nửa cuối năm 2025 & kỳ vọng giá nước tiếp tục tăng khi nhu cầu nước sạch ngày càng gia tăng.
- **Mảng BĐS** dự báo khả quan với sự góp mặt của E.Town 6 và Dự án Khu dân cư Bồ Xuyên (The Light Square).
- ✓ Đối với mảng cho thuê văn phòng: Dự án cho thuê văn phòng E.Town 6 với diện tích mặt bằng 36.798 m2 đã đi vào hoạt động từ năm 2024, làm tăng diện tích cho thuê mà REE sở hữu và quản lý tăng lên 181.652 m2. Chúng tôi cho rằng năm 2025 tỷ lệ lấp đầy có thể bị ảnh hưởng bởi những chính sách thuế của Mỹ lên hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam, áp lực cạnh tranh gay gắt và nguồn cung gia tăng trong khi một số khách hàng chuyển sang hình thức làm việc từ xa hoặc thu hẹp quy mô.
- ✓ Đối với mảng BĐS, Dự án The Light Square đã bị chậm tiến độ và chưa ghi nhận doanh thu trong Q4/2024, nhưng chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ tích cực trong năm 2025 khi thị trường BĐS dần ấm lên. Dự án này có tổng diện tích theo quy hoạch là hơn 19.375 m2. Trong đó, đất khu dân cư là gần 19.131 m2, đất thương mại dịch vụ là gần 245 m2. Hạng mục nhà ở thấp tầng của Dự án gồm 7 căn biệt thự (diện tích 321-534m2), 11 căn liền kề (diện tích 301-422 m2), 27 căn shophouse (diện tích 344-499 m2). Chúng tôi dự báo dự án có thể đem lại trên 1.001 tỷ đồng doanh thu và trên 360 tỷ đồng lợi nhuận cho doanh nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đóng góp vào KQKD của REE trong năm 2025 & 2026.

3. Dự phóng KQKD:

- ABS Research dự phóng LNST cổ đông Công ty mẹ 2025F của REE dự kiến đạt 2.397 tỷ đồng (+20,3% svck). EPS & BVPS 2025F dự kiến đạt 4.426 đ/cp & 39.578 đ/cp, tương ứng P/E và P/B lần lượt đạt 15,40 và 1,72 lần tại mức giá hiện tại. ROE 2025F đạt 11,4%.
- ABS Research dự phóng LNST cổ đông Công ty mẹ 2026F của REE dự kiến đạt 2.639 tỷ đồng (+10,1% svck). EPS & BVPS 2026F dự kiến đạt 4.871 đ/cp & 43.405 đ/cp, tương ứng P/E và P/B lần lượt đạt 14,0 và 1,57 lần tại mức giá hiện tại. ROE 2026F đạt 10,8%.

Dự phóng các mảng kinh doanh của REE

Doanh thu thuần (tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Cơ điện lạnh	2.816	2.653	2.880	1.969	1.772
Bất động sản	1.037	1.049	1.150	1.459	1.645
Năng lượng	5.365	4.801	4.240	4.867	4.907
Nước & môi trường	154	67	114	211	213
Khác	-	-	-	-	-
Tổng cộng	9.372	8.570	8.384	8.506	8.537
% YOY	61,3%	-8,6%	-2,2%	1,5%	0,4%

LNST (tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Cơ điện lạnh	133	(9)	149	84	76
Bất động sản	579	562	509	609	671
Năng lượng	1.666	1.315	1.007	1.304	1.491
Nước & môi trường	339	324	267	322	325
Khác	(25)	(5)	61	79	79
Tổng cộng	2.692	2.187	1.993	2.398	2.642
% YOY	45,12%	-18,76%	-8,87%	20,34%	10,15%
Biên LNST (%)	28,72%	25,52%	23,77%	28,20%	30,95%

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu REE dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/E & P/B
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Một số giả định khác:

- Chúng tôi giả định Công ty không tiến hành tăng vốn từ năm 2026.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm.

Phương pháp so sánh P/E & P/B:

- Hiện REE kinh doanh khá nhiều mảng, trong đó các mảng đóng góp chính vào cơ cấu LNST của REE trong giai đoạn 2025-2027 sẽ gồm: năng lượng, BĐS, nước & môi trường. P/E & P/B mục tiêu chúng tôi đưa ra sẽ dựa trên P/E & P/B bình quân các DN trong từng ngành có tính trọng số dựa trên tỷ trọng đóng góp LNST của từng mảng trong giai đoạn 2025-2027.
- P/E & P/B mục tiêu chúng tôi tính toán ra là 12,6 lần & 1,9 lần.
- EPS & BVPS 2026F dự kiến là 4.871 đồng/cp & 43.405 đồng/cp. Theo đó, giá cổ phiếu REE được xác định theo phương pháp P/E & P/B lần lượt là 61.307 đồng/cp & 83.910 đồng/cp.

Bảng định giá doanh nghiệp so sánh

Mảng kinh doanh chính	Tỷ trọng LNST 2025-2027 (%)	P/E bình quân ngành (lần)	PER (lần)	P/B bình quân ngành (lần)	PBR (lần)
Năng lượng	57,7%	12,0	6,9	2,3	1,3
Nước & môi trường	13,0%	11,4	1,5	2,0	0,3
BĐS (cho thuê VP)	23,3%	18,0	4,2	1,5	0,3
PER mục tiêu			12,6		1,9

Nguồn: ABS Research

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 3,12%. Phần bù rủi ro thị trường là 8,35% (theo Damodaran tháng 1/2025). Beta là 1,09 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 10,73%.
- Giá theo phương pháp FCFF là 70.841 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	3,12%
Phần bù rủi ro thị trường	8,35%
Beta	1,09
WACC	10,73%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: ABS Research

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFF	70.841	40%
- P/E	61.307	30%
- P/B	83.910	30%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		71.919

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 71.900 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +6,8% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu REE.

Rủi ro:

- ✓ Thị trường BĐS có thể phục hồi chậm hơn dự báo của chúng tôi, từ đó ảnh hưởng tới tiến độ bàn giao của Dự án Khu Dân cư Bồ Xuyên & hoạt động của mảng cơ điện lạnh.
- ✓ Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê thấp hơn dự báo của chúng tôi.
- ✓ Điều kiện thủy văn có thể không thuận lợi cho nhóm thủy điện như dự báo của chúng tôi. Bên cạnh đó, vấn đề ảnh hưởng tới môi trường có thể khiến cho hoạt động của PPC thấp hơn dự báo.

Cơ hội:

- ✓ Mảng năng lượng có thể có kết quả tích cực hơn dự báo của chúng tôi.
- ✓ Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê cao hơn mức dự phóng của chúng tôi.
- ✓ Mảng cơ điện lạnh có thể tốt hơn dự báo của chúng tôi.

PHỤ LỤC: MỘT SỐ CHỈ TIÊU CHÍNH CỦA REE

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	8.570	8.384	8.506	8.537
Giá vốn hàng bán	-4.860	-5.260	-4.704	-4.610
Lợi nhuận gộp	3.710	3.124	3.802	3.927
Doanh thu tài chính	227	318	309	349
Chi phí tài chính	-1.016	-791	-698	-634
Chi phí bán hàng	-93	-118	-168	-143
Chi phí QLDN	-663	-578	-592	-505
Lợi nhuận từ HKKD	3.042	2.672	3.371	3.711
Lãi/Lỗ khác	36	50	19	19
Lợi nhuận trước thuế	3.078	2.722	3.390	3.730
Lợi nhuận sau thuế	2.517	2.133	2.712	2.984
LNST cổ đông Công ty mẹ	2.188	1.993	2.397	2.639

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
LCT thuần từ HKKD	2.817	3.784	3.728	3.871
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	642	205	-420	-350
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	-1.588	-1.375	-937	-1.573
LCT thuần trong kỳ	1.872	2.613	2.371	1.949
Tiến & tương đương tiền đầu kỳ	1.151	3.023	5.636	8.007
Tiến & tương đương tiền cuối kỳ	3.023	5.636	8.007	9.956

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	2,41	2,77	3,73	4,42
Khả năng thanh toán nhanh	2,01	2,41	3,33	3,99
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,05	1,65	2,54	3,12
Khả năng thanh toán lãi vay	4,28	4,69	6,21	7,45

Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,59	0,62	0,67	0,71
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,41	0,38	0,33	0,29
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,52	0,46	0,37	0,30

Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	128,8	130,5	107,2	112,6
Số ngày phải trả	47,7	46,6	58,3	72,4
Số ngày tồn kho	103,7	91,3	98,6	108,7

Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43,3%	37,3%	44,7%	46,0%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	45,0%	38,8%	44,1%	46,4%
Tỷ suất LNST	29,4%	25,4%	31,9%	35,0%
ROE	12,6%	9,9%	11,4%	10,8%
ROA	7,3%	6,0%	7,3%	7,6%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	3.023	5.636	8.007	9.956
+ Đầu tư ngắn hạn	1.132	1.060	1.060	1.060
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	3.780	3.130	2.815	3.065
+ Hàng tồn kho	1.354	1.277	1.265	1.373
+ Tài sản ngắn hạn khác	235	183	162	163
Tài sản ngắn hạn	9.524	11.286	13.310	15.617
+ Các khoản phải thu dài hạn	17	36	37	37
+ Tài sản cố định	14.917	13.961	13.341	12.704
+ Bất động sản đầu tư	1.345	2.542	2.390	2.238
+ Tài sản dở dang dài hạn	1.608	1.453	1.453	1.453
+ Đầu tư dài hạn	6.560	6.199	6.269	6.269
+ Tài sản dài hạn khác	941	885	861	834
Tài sản dài hạn	25.388	25.077	24.351	23.534
Tổng Tài sản	34.912	36.362	37.661	39.151
+ Vay ngắn hạn	1.238	1.254	1.104	954
+ Nợ ngắn hạn khác	2.707	2.816	2.462	2.576
Nợ ngắn hạn	3.945	4.070	3.566	3.531
+ Vay dài hạn	9.505	9.143	8.191	7.310
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	693	695	596	584
Nợ dài hạn	10.198	9.838	8.787	7.894
Tổng nợ phải trả	14.142	13.908	12.353	11.425
+ Vốn cổ phần	4.097	4.710	5.417	5.417
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.050	1.013	1.013	1.013
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	11.802	12.761	14.561	16.634
+ Quỹ khác	3.820	3.970	4.317	4.663
Vốn chủ sở hữu	20.770	22.455	25.307	27.726
Tổng cộng nguồn vốn	34.912	36.362	37.661	39.151

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	-8,6%	-2,2%	1,5%	0,4%
Tăng trưởng LNTT	-16,4%	-13,9%	16,8%	6,6%
Tăng trưởng LNST	-21,1%	-15,2%	27,1%	10,0%
Tăng trưởng VCŞH	8,2%	8,1%	12,7%	9,6%
Tăng trưởng Tổng tài sản	2,9%	4,2%	3,6%	4,0%

Định giá (lần)	2023	2024	2025F	2026F
P/E	10,6	13,7	15,1	13,7
P/B	1,3	1,5	1,69	1,54
EPS	5.354	4.237	4.426	4.871
BVPS	42.269	40.126	39.578	43.405

Nguồn: FiinPro, ABS Research

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) 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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Dầu khí, Điện, Hóa chất

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Nguyễn Xuân Hải - Chuyên viên

Email: hai.nguyensexuan@abs.vn

Hàng và Dịch vụ công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: duyen.nguyenthiky@abs.vn

Hàng tiêu dùng, Bán lẻ

Kiều Thị Thanh Thư - Chuyên viên

Email: thu.kieuthithanh@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu - Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường - Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng xuất khẩu, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminhh@abs.vn



Từ hào
NHẬN CÚ ĐÚP
GIẢI THƯỞNG



BEST NEW STOCK TRADING APP
ABS INVEST - VIET NAM 2024

ỨNG DỤNG GIAO DỊCH CỔ PHIẾU MỚI
TỐT NHẤT VIỆT NAM



BEST SECURITIES HOUSE FOR RESEARCH
IN VIET NAM 2024

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT
VIỆT NAM VỀ PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ



Trải nghiệm ngay
ABS Invest tại đây