

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

Chính sách mới thúc đẩy năng lượng tái tạo

05/06/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Doanh thu và lợi nhuận cải thiện trong 1Q/25, lần lượt tăng 13% YoY và 27% YoY

Doanh thu 1Q2025 đạt 2,073 tỷ (+ 13% YoY/-11% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 611 tỷ VND (+27% YoY/-10% QoQ). Trong đó, doanh thu và lợi nhuận của mảng năng lượng ghi nhận kết quả tích cực với tăng trưởng 2 chữ số, đạt 1,107 tỷ VND (+29% YoY) và 417 tỷ VND (+61% YoY) nhờ diễn biến thời tiết thuận lợi giúp tăng sản lượng các nhà máy thủy điện.

Thời tiết thuận lợi ủng hộ sản lượng huy động

Trong 1Q2025, sản lượng điện của công ty mẹ, công ty con và công ty liên kết đạt 2.3 tỷ kWh (-6% YoY/-20% QoQ). Mảng thủy điện ghi nhận sản lượng tăng 30% so với cùng kỳ, đạt 1,238 triệu kWh. Mảng điện gió và điện mặt trời không có công suất mới bổ sung, dẫn đến sản lượng đạt 134/75 triệu kWh (-7% YoY/-4% YoY).

Mở rộng công suất điện gió để hưởng lợi từ chính sách thúc đẩy điện tái tạo mới ban hành

Hiện REE đang có dự định đấu thầu các khu đất xây dựng điện gió tại tỉnh Trà Vinh với tổng công suất 416 MW, đánh dấu sự trở lại của REE trong việc phát triển các dự án điện NLTT. Với vị trí đầu ngành, doanh nghiệp sẽ hưởng lợi từ các chính sách thúc đẩy điện tái tạo mới được ban hành.

Hồi phục tích cực nhờ khối lượng công việc lớn và giảm áp lực trích lập dự phòng

Nhờ khối lượng công việc chuyển giao lớn sang năm 2025 (khoảng 4,500 tỷ VND) của dự án Long Thành, doanh thu 2025 sẽ được bảo đảm. Ngoài ra, khó khăn pháp lý của các dự án BĐS dần được tháo gỡ giúp giảm áp lực trích lập dự phòng.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 80,600 VND/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 80,600 VND/cổ phiếu, cao hơn 12.3% so với giá tại ngày 04/06/2025.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	VND 80,600
Tăng/giảm (%)	12.3%
Giá hiện tại (04/06/2025)	VND 72,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 78,200
Vốn hóa thị trường	34.3/1.3
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	38.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	56.6/2.2
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.4%)

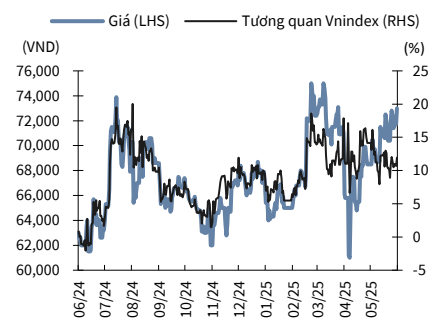
Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	6.6	0.6	7.7	15.9
Tương đối	-2.4	-1.5	0.8	11.5

Dự phóng KQKD & định giá

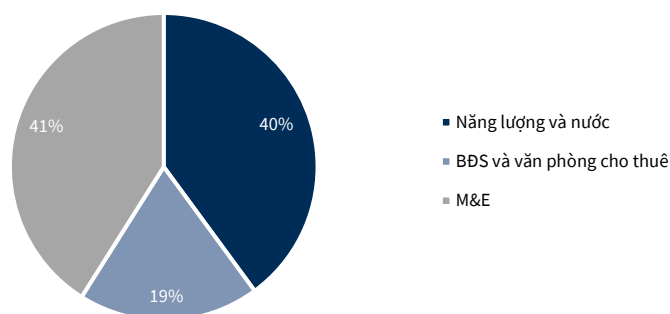
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	8,570	8,384	9,976	10,533
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,954	2,429	3,031	3,149
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,188	1,994	2,511	2,707
EPS (VND)	5,354	4,234	5,330	5,744
Tăng trưởng EPS (%)	-29.3	-20.9	18.0	8.0
P/E (x)	15.1	19.0	15.1	14.0
P/B (x)	1.9	2.0	1.8	1.6
ROE (%)	13.4	10.7	12.3	12.0
Tỷ suất cổ tức (%)	1.1	0.9	1.1	1.1

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2024



Hoạt động kinh doanh

REE có ba lĩnh vực hoạt động chính: điện (1.050 MW và chiếm gần 50% doanh thu), cơ điện lạnh (M&E) và cho thuê văn phòng. REE cũng có các công ty con trong mảng nước và bất động sản. Hiện tại, REE đang sở hữu 182.000 m2 diện tích văn phòng cho thuê.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Chú thích

Các chính sách thuận lợi thúc đẩy tiến độ mở rộng công suất điện gió. Quy hoạch điện VIII điều chỉnh sẽ thúc đẩy việc bổ sung công suất điện gió của REE, tăng 100 MW trong 2025.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Mảng BDS ghi nhận doanh thu từ chuyển giao dự án. Khu đất giai đoạn 2 của dự án The Light Square sau khi chuyển giao dự kiến đem về 150-160 tỷ VND doanh thu cho REE.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Mảng M&E khả quan nhờ khối lượng công việc tăng trưởng tích cực. Dự án sân bay Long Thành là sẽ đảm bảo khối lượng công việc cho REE đến năm 2025-2026, cùng kì vọng thị trường BĐS hồi phục.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

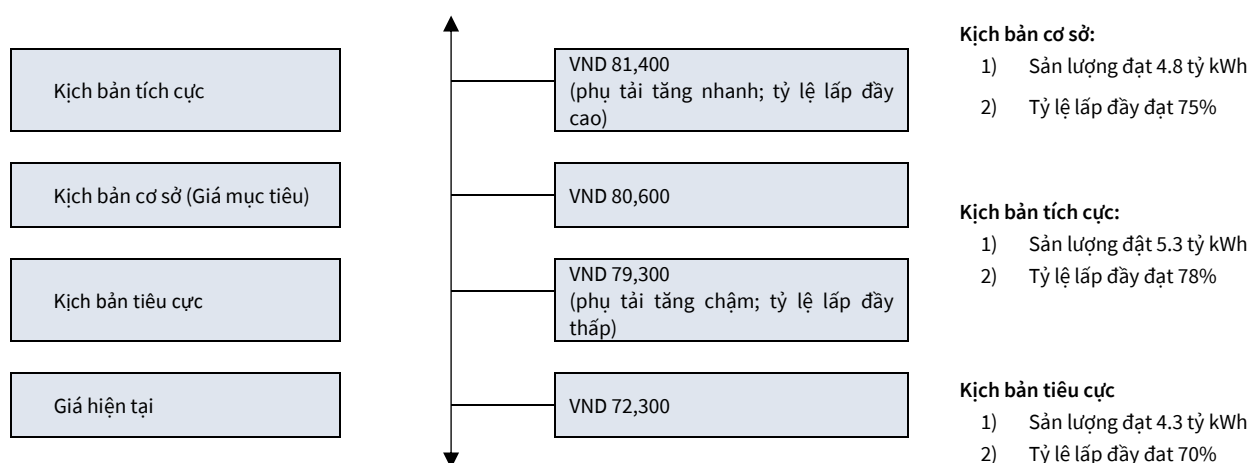
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	9,976	10,533	4%	3%	9,472	9,372	-5%	-11%
EBIT	3,031	3,149	7%	6%	3,015	2,866	7%	14%
LNST công ty mẹ	2,511	2,707	5%	4%	2,783	2,760	0%	1%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu và lợi nhuận cải thiện trong 1Q/25, lần lượt tăng 13% YoY và 27% YoY

Doanh thu 1Q2025 đạt 2,073 tỷ (+ 13% YoY/-11% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 611 tỷ VND (+27% YoY/-10% QoQ), với đóng góp chính của mảng năng lượng. Doanh thu và lợi nhuận của mảng năng lượng ghi nhận kết quả tích cực với tăng trưởng 2 chữ số, đạt 1,107 tỷ VND (+29% YoY) và 417 tỷ VND (+61% YoY) nhờ diễn biến thời tiết thuận lợi giúp tăng sản lượng các nhà máy thủy điện.

Tổng sản lượng điện đi lùi do tác động yếu của pha thời tiết La Nina

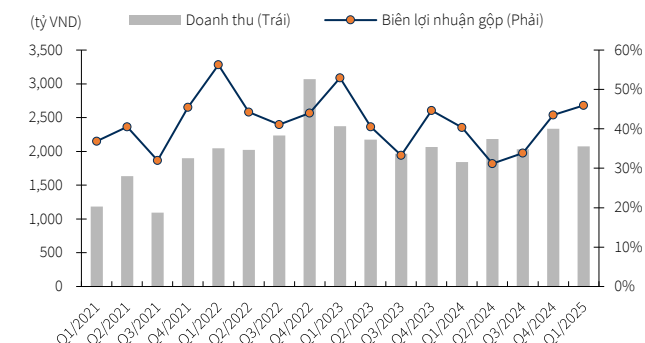
Trong 1Q2025, sản lượng điện của công ty mẹ, công ty con và công ty liên kết đạt 2.3 tỷ kWh (-6% YoY/-20% QoQ). Mùa mưa bắt đầu từ Q3 năm ngoái và được kéo dài tới đầu năm 2025 nhờ tác động của pha thời tiết La Nina đã gia tăng đáng kể lưu lượng nước về tại các sông khu vực Miền Trung và Tây Nguyên, ủng hộ việc phát điện các nhà máy.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Q1/2024	Q1/2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	1,842	2,073	13%	Doanh thu hợp nhất đạt 2,073 tỷ VND (+13% YoY), chủ yếu nhờ tỷ lệ Qc các nhà máy thủy điện điều chỉnh giảm trong các tháng đầu năm.
Năng lượng	858	1,107	29%	
Thủy điện	474	744	57%	
Điện gió	314	296	-6%	
Điện mặt trời	70	67	-4%	
M&E	548	449	-18%	Doanh thu thấp hơn so với cùng kỳ do các dự án thuộc gói thầu sân bay Long Thành đang trong quá trình thi công.
Cho thuê văn phòng	263	272	3%	Tỷ lệ lấp đầy trung bình của các tòa nhà (không bao gồm E.town 6) giảm 1.4% so với cùng kỳ.
BDS	0	15	n.a	Dự án Light Square ghi nhận bàn giao 1 căn hộ trong Q1/25.
Nước	4	45	1025%	Doanh thu tăng mạnh so với cùng kỳ là nhờ công ty ghi nhận doanh thu từ các dự án đã hoàn thành trong kỳ.
Lợi nhuận gộp	741	950	28%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	40.2%	45.8%	560%	
Thu nhập tài chính	70	110	57%	Chủ yếu do công ty tăng 40 tỷ VND cổ tức từ các công ty liên doanh liên kết.
Chi phí tài chính	-223	-191	-14%	Chi phí tài chính được tối ưu nhờ tái cơ cấu các khoản vay lãi suất thấp.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	121	140	16%	Lợi nhuận chủ yếu từ các công ty trong mảng thủy điện hưởng lợi từ điều kiện thời tiết.
SG&A	-115	-113	-2%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	595	897	51%	
Thu nhập khác	4	1	-75%	
Lợi nhuận trước thuế	599	898	50%	
Lợi nhuận sau thuế	549	817	49%	
LNST công ty mẹ	480	611	27%	
<i>Biên LNST</i>	29.8%	39.4%	9.6 ppts	
Sản lượng				
Mảng điện	2,450	2,302	-6%	
Nhiệt điện	1,274	855	-33%	Nhiệt điện giảm do: i) cùng kỳ năm trước hệ thống ưu tiên huy động đáng kể từ nhiệt điện để các nhà máy thủy điện tích nước, ii) giảm tỷ lệ sở hữu tại CTCP nhiệt điện Phả Lại và iii) thoái toàn bộ vốn tại CTCP Nhiệt điện Ninh Bình.
Thủy điện	954	1,238	30%	
Điện mặt trời	78	75	-4%	
Điện gió	144	134	-7%	

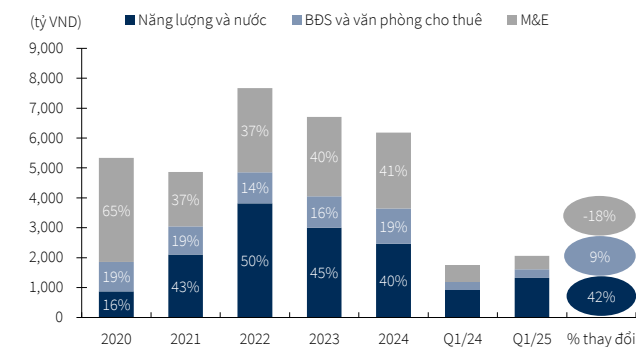
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh REE, 2021-2025



Nguồn: REE, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của REE, 2020-2025



Nguồn: REE, KBSV

Mảng cho thuê văn phòng: Nhu cầu văn phòng cho thuê dần hồi phục, điểm sáng là phân khúc văn phòng hạng A

Bức tranh thị trường văn phòng cho thuê TP.HCM trong những tháng đầu năm 2025 tiếp tục ghi nhận những tín hiệu tích cực. Phân khúc hạng A đạt tỷ lệ lấp đầy 89.4%, tăng lần lượt 2.3 và 4.5 điểm phần trăm so với quý trước và cùng kỳ năm 2024. Xu hướng chuyển dịch sang khối văn phòng hạng A được thúc đẩy mạnh mẽ bởi sự quan tâm đồng đều của doanh nghiệp vào các tiêu chí xanh. E.Town 6 là dự án văn phòng mới nhất của REE được kỳ vọng hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch dài hạn, qua đó nâng tỷ lệ lấp đầy lên mức 50% cùng với mức giá chào thuê vào khoảng 27.5 USD/m²/tháng nhờ: i) Vị trí trung tâm thừa hưởng lợi thế kết nối trục đường lớn, giúp dễ dàng tiếp cận dịch vụ hạ tầng lớn như sân bay Tân Sơn Nhất ii) Giá thuê cạnh tranh so với các dự án cùng phân khúc giúp dự án dễ tiếp cận hơn tới các doanh nghiệp FDI.

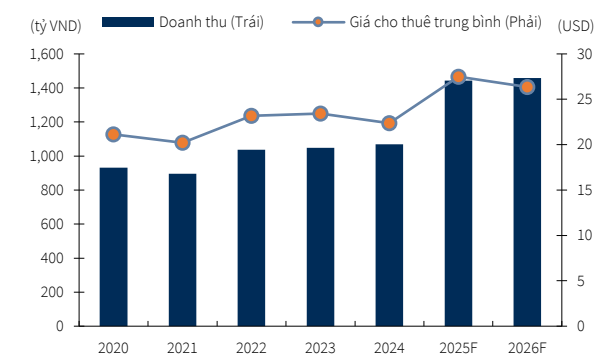
KBSV dự phóng doanh thu và LNST của mảng cho thuê văn phòng trong năm 2025 sẽ đạt 1,321 tỷ VND (+20% YoY) và 594 tỷ VNĐ (+24% YoY). Về dài hạn, CBRE nhận định xu hướng các khách hàng lĩnh vực công nghệ thông tin mở rộng hoạt động nhằm tận dụng sự phổ cập nhanh chóng của AI và đội ngũ nhân lực dồi dào trong nước sẽ dẫn dắt nhu cầu thuê văn phòng. Theo đó, chúng tôi ước tính tòa nhà E.Town sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy lần lượt là 75%/95% trong 2026/2027.

Mảng BĐS cao cấp: Thoái vốn khỏi khu đất giai đoạn 2 là điểm sáng

Trong Q1/25, dự án The Light Square ghi nhận giá trị bàn giao 15 tỷ VND cho giai đoạn 1 của dự án, đạt lũy kế 5 căn hộ bàn giao kể từ đợt mở bán 5/2024. Cuối quý 1 năm 2025 công ty đã nhận được quyết định chấp thuận của Ủy ban Nhân dân tỉnh Thái Bình về việc chuyển nhượng khu đất chung cư (thuộc dự án The Light Square) cho đối tác là Handico 6 Hạ Long, dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu trong Q2.25 với giá trị khoảng 150-160 tỷ VND. Cho kịch bản thận trọng, chúng tôi dự phóng giá trị nhà bàn giao của dự án trong năm 2025/2026 đạt 350 tỷ/460 tỷ VND (337% YoY/31% YoY), đem về LNST lần lượt 95/124 tỷ VND.

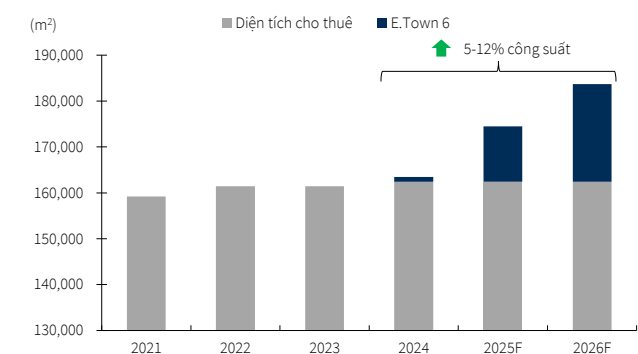
Trong mảng BĐS, Ban lãnh đạo đánh giá các khu vực dọc theo trục giao thông (hệ thống Metro, vành đai TP.HCM) có quy hoạch đất sạch lớn và nhiều tiềm năng để phát triển dự án. Doanh nghiệp sẽ nghiên cứu và tập trung phát triển các dự án BĐS có quy mô 5-8ha dọc theo các tuyến đường trên.

Biểu đồ 4. Dự phóng doanh thu và giá cho thuê trung bình của mảng thuê văn phòng



Nguồn: REE, KBSV

Biểu đồ 5. Diện tích mặt bằng cho thuê sau khi dự án E.Town 6 đi vào vận hành



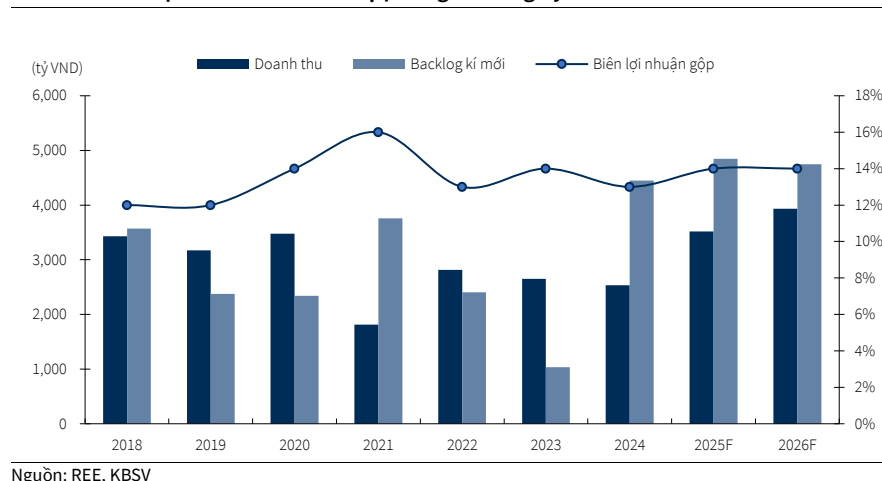
Nguồn: REE, KBSV

Mảng M&E: Dự án Long Thành dẫn dắt tăng trưởng doanh thu, áp lực trích lập dự phòng suy giảm

Doanh thu Q1/25 của mảng M&E diễn ra kém tích cực so với Q1/24, đạt 336 tỷ VND (-12% YoY/-36% QoQ), chủ yếu là do cùng kỳ năm trước ký được hợp đồng lớn từ dự án đầu tư xây dựng Cảng hàng không Quốc tế Long Thành. Kết quả, tổng giá trị hợp đồng ký mới của mảng cơ điện lạnh ghi nhận đạt 621 tỷ đồng vào cuối quý 1 năm 2025 (-77% YoY). Trong năm, doanh nghiệp kỳ vọng sẽ hoàn nhập được 120 – 160 tỷ VND giá trị trích lập dự phòng trước đó từ các dự án BĐS và nghỉ dưỡng. Trong đó 1 dự án lớn là Laluna Nha Trang đang được thi công trở lại.

Chúng tôi dự phóng backlog ký mới và doanh thu năm 2025 của REE cho mảng M&E sẽ tăng trưởng tích cực, đạt 5,825 tỷ VND (+16% YoY) và 3,515 tỷ VND (+39% YoY) nhờ doanh nghiệp tiếp tục ghi nhận khối lượng lớn công việc của sân bay Long Thành. Nhìn sang 2026, nguồn việc sẽ dồi dào hơn cho REE nhờ khung giá đất đã được ban hành sẽ đem lại kì vọng phục hồi của thị trường BĐS và giúp doanh thu của REE đạt 3,936 tỷ VND (+12% YoY).

Biểu đồ 6. Kết quả kinh doanh và dự phóng backlog ký mới



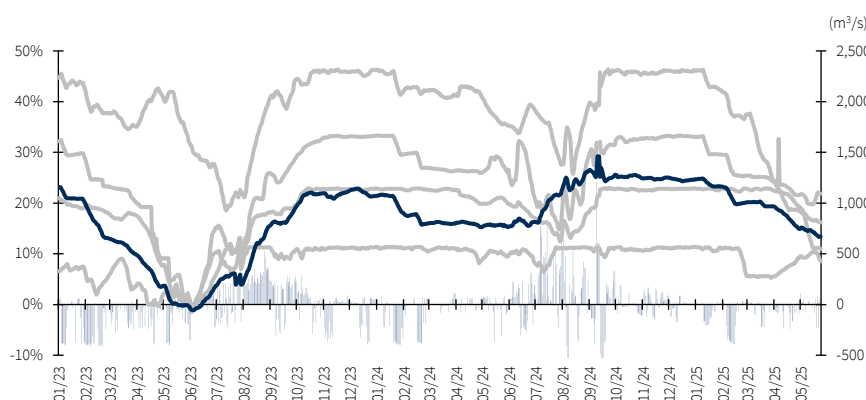
Thủy điện bước qua giai đoạn thời tiết thuận lợi, động lực tăng trưởng đến từ mở rộng công suất phát điện

Nhờ tình hình thời tiết khu vực Tây Nguyên và Nam Trung Bộ xuất hiện các đợt mưa lớn trái mùa cải thiện lưu lượng về hồ, sản lượng phát điện các nhà máy thủy điện trong Q1 cao hơn so với cùng kỳ. Doanh nghiệp cho biết trong các tháng đầu năm A0 đặt chỉ tiêu Qc cho các hồ thủy điện thấp hơn, giúp cho giá trung bình được cải thiện.

Trong nửa đầu năm, xu hướng mưa trái mùa diễn ra thường xuyên, tuy nhiên sẽ kết thúc kể từ Q3 do thời tiết chuyển sang pha trung tính với xác suất 70-90%. Theo Viện Khoa học và Khí tượng Thủy văn, giai đoạn tháng 6-8/2025, lượng mưa toàn quốc phổ biến thấp hơn so với trung bình nhiều năm (TBNN), riêng khu vực Tây Nguyên, Nam Bộ, Ninh Thuận, Bình Thuận có lượng mưa phổ biến cao hơn từ 5-20% so với TBNN. KBSV ước tính sản lượng thủy điện trước và sau điều chỉnh tỷ lệ sở hữu của REE sẽ tăng trưởng so với mức nền thấp của năm 2024, đạt 6,207 triệu kWh và 3,507 triệu kWh (+12% YoY/+12% YoY). Giá bán điện sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2024 nhờ giá bán điện trên thị trường giao ngay ở mức cao ngay từ các tháng đầu năm 2025 và tỷ lệ alpha của các nhà máy thủy điện duy trì ở mức 98%.

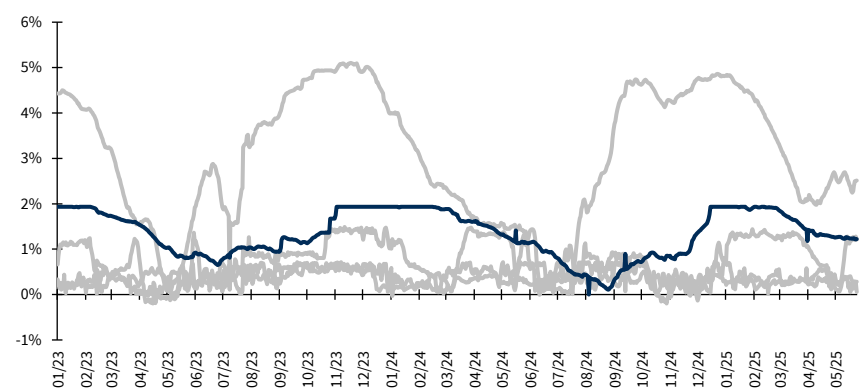
Thời tiết 2026 dự kiến chủ đạo là ít mưa và khô hạn do pha thời tiết El Nino quay trở lại. Sản lượng thủy điện sẽ bị ảnh hưởng do tổng lượng mưa các tháng thấp hơn TBNN gây ra giảm lưu lượng nước trên các sông. Tuy nhiên, nhờ tác động của nhà máy thủy điện Thác Bà 2 vận hành cả năm mà chúng tôi ước tính sản lượng điều chỉnh tỷ lệ sở hữu và doanh thu 2026 sẽ đi ngang và tăng nhẹ so với 2025, lần lượt đạt 3,504 triệu kWh và 2,718 tỷ VND (+0% YoY/+4% YoY).

Biểu đồ 7. Tỷ lệ cao hơn mực nước chết và lưu lượng ròng tại hồ thủy điện Thác Bà



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 8. Tỷ lệ cao hơn mực nước chết tại thủy điện Thượng Kon Tum và một số hồ thủy điện khu vực Tây Nguyên

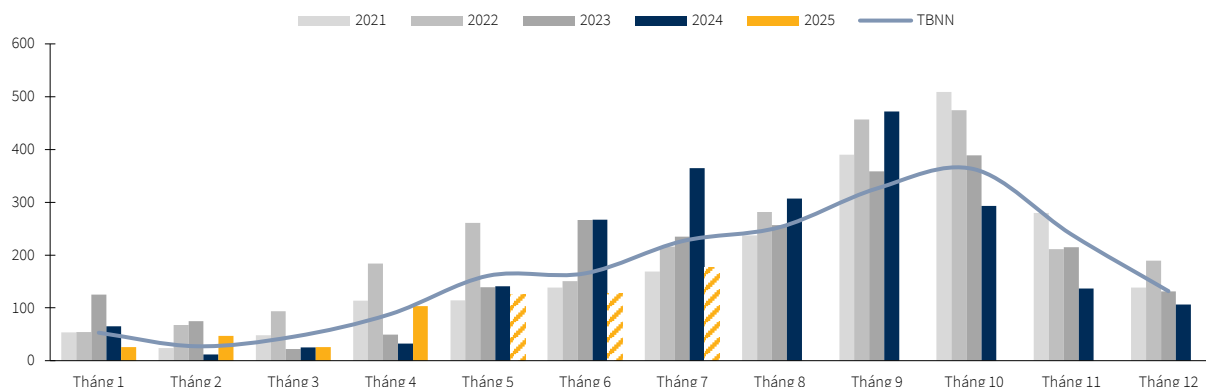


Nguồn: EVN, KBSV

Tại phía Bắc, nhờ chỉ đạo hoàn thành sớm việc tích nước, mực nước hồ đã chạm ngưỡng dâng bình thường và được huy động trở lại kể từ tháng 1/2025. Đến nay, mực nước đa số các hồ đang ở mức trung bình thấp, tương đương ngưỡng cùng kỳ. Dự báo mùa mưa kéo dài từ tháng 6-7/2025 sẽ cải thiện đáng kể khả năng phát điện của các hồ chứa.

Tại khu vực Bình Định và Kon Tum nơi hoạt động chính của VSH, việc chủ động tích nước từ đầu Q4/24 và lưu lượng về hồ cải thiện nhờ tác động của đợt mưa lớn vào tháng 2/25 tại tỉnh Kon Plong giúp mực nước hồ Thượng Kon Tum đạt mức dâng bình thường. Dự báo lượng mưa tháng 5-7 tại khu vực này sẽ thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ và mức TBNN, hạn chế khả năng phát điện của thủy điện.

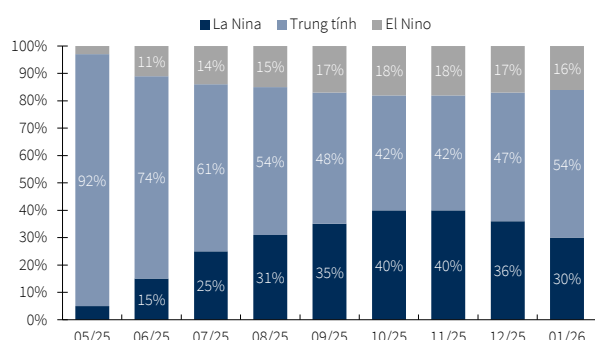
Biểu đồ 9. Dự báo lượng mưa cả nước trong tháng 5-7/2025



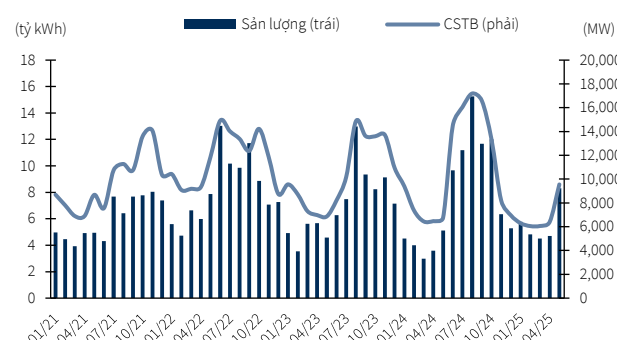
Nguồn: IMHEN, KBSV

Biểu đồ 10. Xác suất các pha thời tiết trong 2025

Biểu đồ 11. Sản lượng và công suất trung bình thủy điện toàn quốc đến T5/2025



Nguồn: IRI, KBSV



Nguồn: NSMO, KBSV

Năng lượng tái tạo: Mảng kinh doanh hứa hẹn với tiềm năng mở rộng công suất trong dài hạn

Theo thông tin chính thức từ UBND Trà Vinh, 7 khu đất được sử dụng để xây dự án điện gió với tổng công suất 416 MW vừa được phê duyệt để thực hiện đấu thầu. Theo đó, REE và một số doanh nghiệp khác đang có kế hoạch đầu tư dự án điện gió V1-3 giai đoạn 2 (48MW), V1-5 và V1-6 (80MW), V1-2 mở rộng 48MW), Đông Hải 3 (48MW) và dự án Nhà máy điện gió ngoài khơi Trà Vinh. So với kế hoạch trước đó của doanh nghiệp là nghiên cứu khả thi các khu vực có tiềm năng khai thác điện gió, chúng tôi đánh giá việc đấu thầu các khu đất sở hữu vị trí thuận lợi và được phê duyệt quy hoạch phát triển điện lực sẽ rút ngắn thời gian nghiên cứu và xin cấp phép đầu tư của dự án, qua đó nhanh chóng giúp REE mở rộng công suất đầu tư.

Phê duyệt QHĐ VIII Điều chỉnh và mức khung giá cho Năng lượng tái tạo mới được công bố mở ra cơ hội nâng công suất cho REE

Quy hoạch điện lực VIII điều chỉnh được công bố chính thức, đánh dấu bước tiến quan trọng cho việc phát triển các dự án điện tái tạo trong tương lai. Để đáp ứng nhu cầu sử dụng điện tăng trưởng trung bình 10.3%/năm đến năm 2030, nguồn điện mặt trời và điện gió sẽ được tăng công suất và đóng vai trò trụ cột để bù đắp thiếu hụt từ nguồn điện khí LNG, chiếm lên tới 31% trong tổng công suất phát điện. Đối với nguồn điện gió (bao gồm điện gió trên bờ, gần bờ và ngoài khơi), công suất chiếm 20-22% tổng công suất, qua đó mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp có kinh nghiệm như REE đấu thầu và phát triển dự án. Hiện REE đang sở hữu hơn 1,000 MW công suất phát điện và có kế hoạch bổ sung 100 MW trong năm 2025, 300 MW trong vòng 3 năm tới. Chúng tôi cho rằng, REE có thể hoàn thành kế hoạch nâng công suất điện tái tạo

nhờ: i) Khung giá điện tái tạo được công bố thúc đẩy quá trình đàm phán giá điện và xây dựng phương án tài chính, ii) Kinh nghiệm thực thi cho phép dự án mang lại lợi nhuận.

Màng nước: Giá nước sạch Hà Nội tăng đem lại hiệu quả kinh tế cho dự án mới

Trong năm 2025, REE kỳ vọng hoàn thành và đưa vào sử dụng dự án thành phần Giai đoạn 2 hệ thống cấp nước sông Đà với công suất 300,000 m³/ngày đêm, qua đó nâng tổng công suất cấp nước sạch tại Hà Nội lên 600,000 m³/ngày đêm. Về giá bán, thành phố Hà Nội áp dụng giá bán buôn nước sạch mới cho Công ty nước sạch Sông Đà lên mức 7,700 VND/m³, tăng gấp 2.5 lần so với mức giá trước đó. Dự án nhờ vậy sẽ đóng góp tích cực hơn vào lợi nhuận của REE kể từ Q2/2025.

DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

Bảng 12. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	8,395	9,976	19%	10,533	6%	
Năng lượng	3,523	3,748	6%	3,905	4%	
Thủy điện	2,468	2,617	6%	2,724	4%	2025: KQKD mảng thủy điện trong năm 2025 tăng nhẹ so với cùng kỳ nhờ: i) dự án Thác Bà 2 đi vào vận hành, bổ sung 20 MW và ii) sản lượng cải thiện trong đầu năm nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi.
Điện mặt trời	254	280	10%	335	20%	2026: Sản lượng điện mặt trời tăng nhờ số giờ nắng tăng khi pha thời tiết chuyển dần sang El Nino.
Điện gió	801	851	6%	846	-1%	
M&E	2,536	3,515	39%	3,936	12%	Mảng M&E hồi phục mạnh mẽ nhờ giá trị hợp đồng ký mới từ 2024 chuyển sang gấp 3 lần so với cùng kỳ. Năng lực chuyên môn và sức khỏe tài chính lành mạnh giúp REE gia tăng thị phần trong bối cảnh thị trường BĐS dần phục hồi.
Cho thuê văn phòng	1,097	1,444	32%	1,457	1%	Doanh thu cải thiện nhờ tòa nhà E.Town 6 đưa vào vận hành với tỷ lệ lấp đầy trong năm 24/25 đạt 20%/60%.
BDS	80	500	525%	460	-8%	Điều chỉnh tiến độ bàn giao dự án Light Square lùi sang năm 2025/2026 với giá trị bàn giao khoảng 350/460 tỷ VNĐ. Dự báo bổ sung 150 tỷ doanh thu từ chuyển nhượng dự án.
Nước	131	137	5%	144	5%	
Lợi nhuận gộp	3,124	3,744	20%	3,897	4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	37%	38%	1 ppts	37%	-1 ppts	
Thu nhập tài chính	331	323	-2%	315	-2%	
Chi phí tài chính	801	724	-10%	555	-23%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	717	725	1%	711	-2%	
SG&A	695	713	3%	748	5%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,429	3,031	25%	3,149	4%	
Thu nhập khác	-18	-8	-56%	-8	0%	
Lợi nhuận trước thuế	2,690	3,403	27%	3,669	8%	
Lợi nhuận sau thuế	2,397	3,063	28%	3,302	8%	
LNST công ty mẹ	1,994	2,511	26%	2,707	8%	
<i>Biên LNST</i>	29%	31%	2 ppts	31%	0 ppts	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

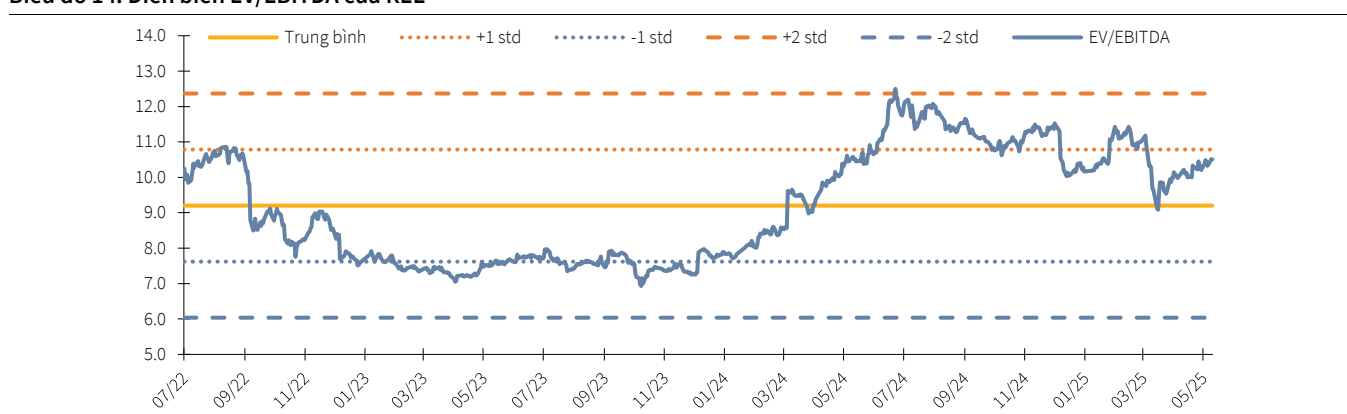
Khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 80,600 VND/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu REE và đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** với mức giá mục tiêu 80,600 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 12.3% so với giá đóng cửa ngày 04/06/2025. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro đặc thù của REE là tập đoàn đa ngành hoạt động trong nhiều mảng khác nhau.

Bảng 13. Định giá SOTP

(tỷ VND)	Phương pháp	Project NPV	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị của REE
Điện				28,807
Thủy điện	DCF	35,484	23-50%	21,636
Nhiệt điện	DCF	4,091	24-30%	989
Điện mặt trời	DCF	767	99.99%	767
Điện gió	DCF	5,359	50-100%	5,359
Phân phối điện (DTV)	BV	56	66.29%	56
Cho thuê văn phòng & BĐS				9,597
Các dự án hiện tại	Tỷ lệ hoàn vốn	7,460	100%	7,460
E.Town 6	DCF	2,137	100%	2,137
M&E	P/E	1,573	100%	1,573
Nước	P/E	2,670	20-44%	2,670
Đầu tư khác	BV	1,149		1,149
Tổng giá trị				43,796
(-) Vay nợ ròng công ty				-3,543
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				-3,555
Giá trị VCSH				36,698
Chiết khấu tập đoàn đa ngành				10%
Giá trị hợp lý				33,028
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				409.71
Giá trị cổ phiếu (VND)				80,600
Giá hiện tại (04/06/2025)				72,300
Upside (%)				12.3%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 14. Diễn biến EV/EBITDA của REE

Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Nguyên vật liệu

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.