

## CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE)

### Trở lại đà tăng trưởng từ 2025

- LN ròng Q3/24 tăng 7% svck, hỗ trợ bởi LN thủy điện cải thiện từ nền thấp, bù đắp cho đà giảm ở hầu hết các mảng kinh doanh cốt lõi. LN ròng 9T24 giảm 22% svck, thấp hơn so với kỳ vọng hoàn thành 63% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Thủy điện phục hồi cùng triển vọng mảng BĐS dự kiến hỗ trợ LN ròng 2025-26 tăng trưởng kép 15% sau khi ghi nhận LN ròng giảm 7.7% trong 2024.
- Duy trì khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu cao hơn 75,300/cp.

#### KQKD Q3/24: Mảng điện là trụ đỡ cho tăng trưởng LN ròng Q3/24

Doanh thu Q3/24 tăng 3% svck, hỗ trợ bởi doanh thu mảng điện cải thiện trong bối cảnh EVN tăng cường huy động thủy điện trong quý 3. Doanh thu BĐS tăng nhẹ do ghi nhận 80 tỷ từ dự án The Light Square. Doanh thu tài chính Q3/24 tăng 29% svck, chủ yếu do lãi tiền gửi tăng mạnh. Chi phí tài chính cải thiện 33% svck, do nền lãi suất giảm, hỗ trợ chi phí lãi vay giảm. Lãi LDLK giảm 5% svck, chủ yếu do VCW tiếp tục ghi nhận lỗ ròng 33 tỷ do gánh nặng chi phí. Theo đó, LN ròng Q3/24 đạt 480 tỷ, tăng 7% svck, tuy nhiên LN 9T24 ghi nhận giảm 22% svck, đạt 1315 tỷ, chủ yếu do KQKD kém tích cực nửa đầu năm, hoàn thành 63% dự phóng của MBS.

#### Triển vọng 2024-26: Điện và BĐS sẽ là đầu tàu tăng trưởng

Trong Q4/24, việc tiếp tục ghi nhận tăng trưởng doanh thu từ 2 dự án mới E.Town 6 và The Light Square sẽ hỗ trợ cải thiện LN mảng BĐS. Mặt khác, GD Q4/24 sẽ là điểm rơi huy động của một số nhà máy thủy điện và điện gió, tuy nhiên, dự kiến LN ròng cả năm sẽ chỉ đạt 2,020 tỷ đồng (-7.7% svck) trong bối cảnh khó khăn 6T24.

Nhìn sang 2025-26, chúng tôi kỳ vọng LN ròng có thể duy trì tăng trưởng 25% svck và 8% svck, với động lực chính đến từ 1) Thủy điện phục hồi từ nền thấp 6T24; 2) E.Town 6 vận hành cả năm cùng ghi nhận bàn giao toàn bộ The Light Square trong 2025; 3) Mảng cơ điện lạnh hồi phục, đến từ lượng backlog ký mới ~3,902 tỷ chủ yếu từ dự án Sân bay Long Thành, cùng kỳ vọng thị trường phát triển bất động sản khu vực TPHCM sẽ sôi động trở lại sau khi bảng giá đất được ban hành.

#### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 75,300 đồng/cổ phiếu

Định giá dựa trên phương pháp SOTP, với giá mục tiêu cao hơn 5.5% sv dự báo trước, chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh tỷ suất vốn hóa mảng cho thuê văn phòng từ 10% xuống 8%, phản ánh mức đỉnh giá phù hợp hơn đối với thị trường cho thuê văn phòng hạng B tại khu vực thành phố HCM. Chúng tôi nhận thấy REE là cơ hội đầu tư phù hợp trong chiến lược đầu tư ngành phòng thủ nhờ sức khỏe tài chính tốt, năng lực sinh lời hiệu quả cùng dự phóng tăng trưởng EPS ổn định đạt 15% CAGR giai đoạn 2025-26. Với mức tăng trưởng bền vững, P/E 2025-26 dự kiến đạt lần lượt, 12.3x và 11.5x, thấp hơn P/E hiện tại ~25% hỗ trợ triển vọng tăng giá cổ phiếu.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Doanh thu thuần	8,579	8,778	9,874	10,551
Lợi nhuận ròng	2,188	2,020	2,531	2,732
Tăng trưởng doanh thu thuần	-8.5%	2.3%	12.5%	6.8%
Tăng trưởng LN ròng	-18.7%	-7.7%	25.3%	8.0%
Biên LN gộp	43.2%	37.6%	38.7%	37.8%
Biên EBITDA	48.7%	45.9%	45.6%	44.3%
ROAE	11.3%	9.5%	10.6%	10.2%
ROAA	6.4%	5.6%	6.7%	6.9%
EPS (VND/cổ phiếu)	4,656	4,298	5,384	5,812
BVPS (VND/cổ phiếu)	41,174	45,394	50,974	57,148

Nguồn: BCTC REE, MBS dự phóng và tổng hợp

#### KHẢ QUAN

##### Giá mục tiêu

VND75,300

Tiềm năng tăng giá (bao gồm tỷ suất cổ tức)

15%

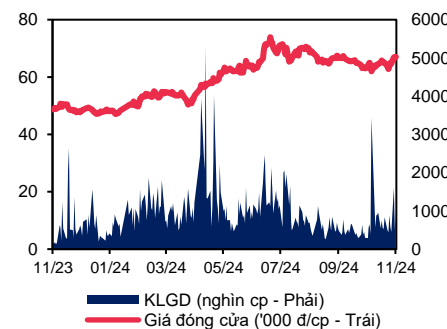
##### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh giảm LN ròng 2024/25/26 đi

14%/3.8%/0.9% sv dự báo trước

- Điều chỉnh giảm tỷ suất vốn hóa mảng cho thuê văn phòng từ 10% xuống 8%

##### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	67,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	73,900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	47,070
Vốn hóa (tỷ VND)	31,417
P/E (TTM)	17.3
P/B	1.7
Thị suất cổ tức (%)	2.2
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	49

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

##### Cơ cấu sở hữu

Platinum Victory PTE.ltd	35.7%
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.8%
Nguyễn Ngọc Hải	5.5%
HFIC	5.3%
Khác	40.7%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

##### Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

## CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE)

### Luận điểm đầu tư và khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

- Doanh nghiệp đa ngành với mũi nhọn tập trung vào vào các ngành nghề tiện ích, có dòng tiền dồi dào bao gồm (điện, nước sạch, và cho thuê văn phòng). Doanh nghiệp sở hữu danh mục đầu tư các công ty con và công ty liên kết có tỉ suất sinh lời hiệu quả với ROE trung bình đạt 15%, cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- Trong phần còn lại của 2024, động lực tăng trưởng đến từ các dự án BDS, bao gồm mở bán dự án nhà ở thấp tầng Thái Bình Light Square GD1 và khai chương tòa nhà văn phòng E.Town 6, một phần bù đắp cho kết quả LN không quá ấn tượng từ mảng tiện ích (điện, nước).
- Nhìn sang 2025-26, dự kiến tăng trưởng EPS tích cực hơn, trong đó thủy điện phục hồi từ nền thấp 6T24 sẽ là câu chuyện chính hỗ trợ đà tăng trưởng. Trong dài hạn, doanh nghiệp vẫn còn những kế hoạch đầu tư làm điểm tựa cho tăng trưởng LN, bao gồm M&A và triển khai hai nhà máy thủy điện Trà Khúc 2 (30MW) và điện gió Duyên Hải (48MW) dự kiến vận hành trong 2026. REE hiện vẫn đặt trọng tâm đầu tư vào các dự án điện NLTT và đang tiếp tục đề xuất triển khai thêm 3 dự án điện gió tổng công suất 344MW tại Trà Vinh.
- Với mục tiêu tăng trưởng bền vững, việc sở hữu dòng tiền tốt và thanh khoản cao giúp REE chủ động trong những quyết định đầu tư và cân đối nguồn vốn nhằm đảm bảo tỉ suất sinh lời tối ưu. Chúng tôi nhận thấy REE là cơ hội đầu tư phù hợp trong chiến lược đầu tư ngành phòng thủ nhờ sức khỏe tài chính tốt, năng lực sinh lời hiệu quả cùng dự phóng tăng trưởng EPS ổn định đạt 15% CAGR giai đoạn 2025-26. Với mức tăng trưởng bền vững, mức P/E 2025-26 dự kiến đạt lần lượt, 12.3x và 11.5x, thấp hơn P/E hiện tại ~25% hỗ trợ triển vọng tăng giá cổ phiếu.

#### Rủi ro đầu tư

- Cơ chế giá cho NLTT ban hành muộn hơn dự kiến, ảnh hưởng đến tiến độ triển khai các dự án điện gió.
- Biên LN của mảng thủy điện thu hẹp, đến từ huy động kém và giá bán thấp hơn dự kiến
- Tăng trưởng LN thấp hơn dự kiến sẽ có thể là rủi ro làm giảm ROE, khiến cho cổ phiếu kém hấp dẫn hơn.

#### Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 75,300đ/cp (tiềm năng tăng giá bao gồm tỷ suất cổ tức là 15%). Định giá dựa trên phương pháp SOTP, với giá mục tiêu cao hơn 5.5% sv dự báo trước, chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh tỷ suất vốn hóa mảng cho thuê văn phòng từ 10% xuống 8%, phản ánh mức giá trị phù hợp hơn đối với thị trường cho thuê văn phòng hạng B tại khu vực TP.HCM. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để bắt đầu tích lũy một doanh nghiệp có sức khỏe tài chính tốt, sinh lời hiệu quả và duy trì tăng trưởng bền vững trong các năm tới.

Hình 1: Tổng hợp định giá SOTP

Đơn vị: Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Hệ số	Giá trị hợp lý	Tỉ lệ sở hữu (%)	Giá trị doanh nghiệp theo sở hữu	Nhận xét
<b>Thủy điện</b>					<b>16,247</b>	
VSH	DCF	WACC: 8.6%	17,759	53%	9,338	Áp dụng phương pháp định giá DCF cho nhóm công ty con với WACC = 8.6% (COE: 10.2%; LTG: 0.0%)  Áp dụng phương pháp định giá PE với danh mục thủy điện LDLK, PE mục tiêu cho 2024 là 11x, phản ánh kết quả LN kém khả quan của nhóm do giá bán giảm mạnh.
TBC	DCF	WACC: 8.6%	3,950	60%	2,386	
Nậm Ban 2	DCF	WACC: 8.6%	755	100%	755	
TMP	PE	11.0x	3,919	43%	1,670	
CHP	PE	11.0x	2,721	24%	657	
SBH	PE	11.0x	3,207	26%	827	
ISH	PE	11.0x	788	34%	270	
Thủy điện Bình Điền	BV			26%	141	
SHP	BV			11%	203	
<b>Năng lượng tái tạo</b>					<b>4,615</b>	
Phú Lạc 1-2, Lợi Hải 2	DCF	WACC: 8.6%	3,053	50%	1,527	Áp dụng phương pháp định giá DCF cho nhóm công ty con với WACC = 8.6% (COE: 10.2%; LTG: 0.0%).
Trà Vinh V1-3	DCF	WACC: 8.6%	2,499	100%	2,499	
Hệ thống ĐMT áp mái	DCF	WACC: 8.6%	589	100%	589	
<b>Nhiệt điện</b>					<b>1,078</b>	
PPC	PE	9.0x	3,862	24%	931	Áp dụng hệ số P/E mục tiêu 2024 9.0x cho PPC phản ánh triển vọng LN kém khả quan do giá bán cao và biên thu hẹp.
NBP	BV			29%	71	
DTV - Bán lẻ	BV			66%	76	
<b>Nước</b>					<b>3,669</b>	
Bán buôn	PE	10.0x	-	38%	2,900	Áp dụng PE 10x, tương đương mức trung bình ngành hiện tại, phản ánh triển vọng ổn định của nhóm.
Bán lẻ	PE	10.1x	2,503	32%	758	
TK+ (tư vấn)	BV			65%	11	
<b>Bất động sản</b>					<b>10,092</b>	
Cho thuê văn phòng	PP	Vốn hóa 8%	9,660	99%	9,563	
Thái Bình Light square	NPV	12%	270	100%	270	
SGR	BV			29%	259	
<b>Cơ điện lạnh</b>					<b>1,397</b>	
VIB	BV	12.0x	1,397	100%	994	
(+) (-) Tiền & tương đương tiền					6,518	
(-) Nợ vay					9,960	
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>					<b>35,452</b>	
Số lượng cp lưu hành (tr cp)					471	
Giá cổ phiếu (VND/cp)					75,271	
<b>Giá cổ phiếu làm tròn (VND/cp)</b>					<b>75,300</b>	

Nguồn: REE, MBS Research

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Bloomberg	Nội tệ			Nội tệ	Triệu USD	2024	2025	2024	2025	2024	2025
<b>Cơ điện lạnh</b>													
CTCP Điện cơ Hải Phòng	DHP VN	11,500	NA	KKN	4	7.9	na	0.6	na	3.8	na	8.1	na
Sunway Construction Group Bhd	SCGB MK	1.8	NA	KKN	1,273	34.0	na	6.7	na	26.3	na	20.6	na
<b>Trung bình</b>						<b>21.0</b>	<b>na</b>	<b>3.7</b>	<b>na</b>	<b>15.0</b>	<b>na</b>	<b>14.4</b>	<b>na</b>
<b>Ngành điện</b>													
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	33,100	NA	KKN	191	15.7	na	2.7	na	8.7	na	16.8	na
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	11,000	NA	KKN	155	28.8	11.9	1.1	1.0	8.6	8.6	3.8	5.2
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	51,000	NA	KKN	474	32.0	na	2.5	na	11.1	na	7.7	na
CTCP Thủy điện Đa Nhim	DNH VN	44,000	NA	KKN	731	16.5	na	3.6	na	11.8	na	19.2	na
<b>Trung bình</b>						<b>23.2</b>	<b>11.9</b>	<b>2.5</b>	<b>1.0</b>	<b>10.1</b>	<b>8.6</b>	<b>11.9</b>	<b>5.2</b>
<b>Ngành nước</b>													
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương	BWE VN	45,300	NA	KKN	392	18.6	11.5	2.0	1.8	8.3	7.3	14.1	16.6
CTCP Nước Thủ Dầu Một	TDM VN	49,300	NA	KKN	213	14.5	11.4	2.5	2.3	11.9	12.8	8.8	13.3
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW VN	28,500	NA	KKN	11	11.1	na	1.5	na	3.3	na	13.5	na
CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà	VCW VN	29,000	NA	KKN	86	63.0	na	1.6	na	14.3	na	2.5	na
<b>Trung bình</b>						<b>26.8</b>	<b>11.5</b>	<b>1.9</b>	<b>na</b>	<b>9.5</b>	<b>10.1</b>	<b>9.7</b>	<b>15.0</b>
<b>Doanh nghiệp đa ngành</b>													
CTCP Tập đoàn PC1	PC1 VN	22,900	30,000	Khả quan	322	19.3	12.2	1.4	1.2	7.8	7.2	8.1	11.9
CTCP Tập đoàn GELEX	GEX VN	18,650	NA	KKN	631	15.3	15.1	1.2	1.2	6.1	5.8	8.5	4.9
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	28,550	33,900	Khả quan	378	14.4	9.0	1.4	1.3	7.7	5.9	13.3	16.5
<b>Trung bình</b>						<b>16.3</b>	<b>12.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>7.2</b>	<b>6.3</b>	<b>9.9</b>	<b>11.1</b>
<b>CTCP Cơ Điện Lạnh</b>													
REE VN	REE VN	66,000	75,300	Khả quan	1,236	17.3	12.3	1.4	1.4	9.1	8.4	11.2	10.5

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 3/2024**

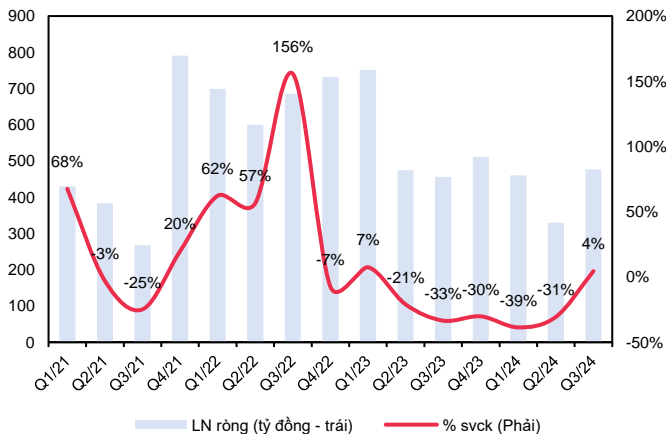
**Mảng điện là trụ đỡ cho tăng trưởng LN ròng Q3/24**

Hình 3: Tổng hợp kết quả kinh doanh REE Q3/2024

Tỷ đồng	Q3/24	% svck	% sv quý trước	9T24	% svck	% Sv dự phóng	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,029</b>	<b>3%</b>	<b>-7%</b>	<b>6,048</b>	<b>-7%</b>	<b>72%</b>	<b>Doanh thu tăng nhẹ 3% svck, chủ yếu hỗ trợ bởi doanh thu mảng điện cải thiện</b>
Cơ điện lạnh	734	-4.3%	-21%	2,186	5.0%	83%	Doanh thu Cơ điện giảm nhẹ 4.3% svck, chủ yếu do backlog ký mới hiện đang trong giai đoạn đầu khởi công. Tính đến cuối Q3/24, giá trị hợp đồng ký mới đạt 3,902 tỷ đồng, tăng 4 lần sv nền thấp năm ngoái, chủ yếu đến từ các hợp đồng xây dựng sân bay Long Thành.
Điện	1,008	13%	11%	2,942	-17%	66%	Doanh thu mảng điện Q3/24 tăng 13% svck, chủ yếu hỗ trợ bởi sản lượng thủy điện cải thiện từ nền thấp năm ngoái. Trong Q3/24, thủy văn tại các khu vực miền Bắc duy trì ở mức tốt, hỗ trợ sản lượng các nhà máy từ mức huy động rất thấp trong nửa đầu năm.
Nước	34	6%	396%	44	-25%	70%	
Cho thuê văn phòng & BDS	282	6%	-15%	876	9%	79%	Doanh thu Q3/24 tăng nhẹ 6% svck, chủ yếu đến từ ghi nhận 80 tỷ bàn giao dự án The Light Square. Trong Q3/24, REE cũng chính thức đưa E.Town 6 vào vận hành, dự kiến là động lực tăng trưởng trong Q4/24.
Giá vốn hàng bán	1,342	3%	-11%	3,939	6%		
<b>LN gộp</b>	<b>688</b>	<b>5%</b>	<b>1%</b>	<b>2,109</b>	<b>-24%</b>		
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>34%</i>	<i>1đ%</i>	<i>3đ%</i>	<i>35%</i>	<i>-8đ%</i>		
Chi phí bán hàng & QLDN	139	17%	-34%	462	13%	77%	
Doanh thu tài chính	63	29%	-30%	223	29%	86%	Doanh thu tài chính Q3/24 tăng 29% svck, chủ yếu do lãi tiền gửi tăng 53% svck
Chi phí tài chính	185	-33%	-9%	611	-22%	68%	Chi phí tài chính Q3/24 giảm 33% svck, hỗ trợ bởi chi phí lãi vay giảm mạnh 20% svck
Lãi/lỗ từ LDLK	207	-5%	84%	441	-26%	62%	LN từ LDLK Q3/24 giảm nhẹ svck, tuy nhiên tăng mạnh 84% sv Q2/24, hỗ trợ bởi thủy điện cải thiện, bù đắp cho kqkd kém khả quan mảng nước.
Lợi ích cổ đông thiểu số	82	426%	67%	199	-57%	80%	
<b>LN ròng</b>	<b>480</b>	<b>7%</b>	<b>35%</b>	<b>1,315</b>	<b>-22%</b>	<b>63%</b>	
Cơ điện lạnh	37	-9%	256%	72	6%		LN ròng cơ điện lạnh Q3/24 tăng mạnh sv Q2/24, chủ yếu do trong Q2 doanh nghiệp trích lập dự phòng phải thu khó đòi từ các hợp đồng cơ điện cũ.
Điện	258	32%	143%	602	-35%		LN ròng mảng điện Q3/24 tăng mạnh 32% svck từ nền thấp năm ngoái, tuy nhiên LN ròng 9T24 vẫn giảm 35% svck do KQKD kém khả quan trong nửa đầu năm.
Nước	72	-7%	22%	197	-25%		
Cho thuê văn phòng & BDS	110	-23%	-29%	396	-6%		LN ròng mảng BĐS giảm 23% svck, chủ yếu do trong Q3/24 doanh nghiệp bắt đầu ghi nhận thêm các chi phí từ E.Town 6.
<b>EPS (đ/cp)</b>	<b>1,020</b>	<b>7%</b>	<b>35%</b>	<b>2,794</b>	<b>-22%</b>		

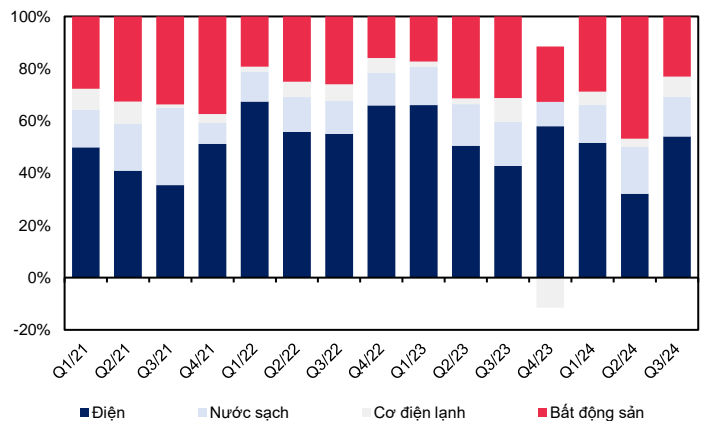
Nguồn: REE, MBS Research

Hình 4: Tăng trưởng LN ròng theo quý giai đoạn 2021-24



Nguồn: REE, MBS Research

Hình 5: Cơ cấu trọng LN ròng theo từng mảng 2021-24, mảng điện chiếm tỉ trọng lớn nhất, theo sau là BĐS và nước sạch



Nguồn: REE, MBS Research

## Triển vọng 2024-26: Điện cùng BĐS tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng

### Mảng điện kỳ vọng phục hồi trong nửa cuối 2024, hỗ trợ bởi thủy điện

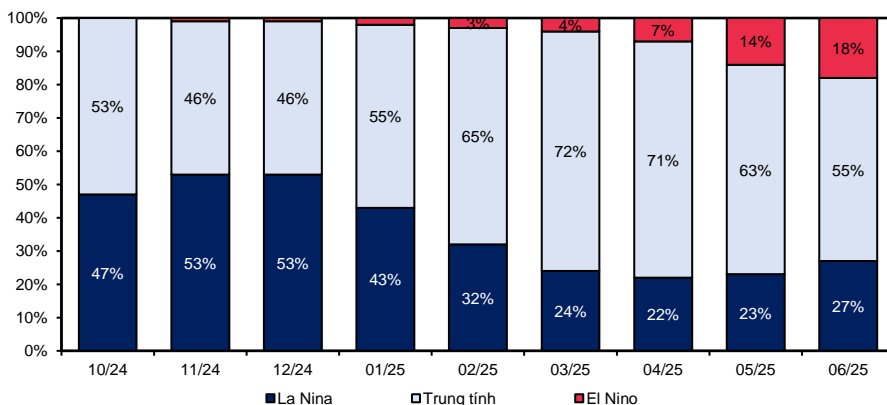
Triển vọng thủy điện cải thiện trong nửa cuối năm, nhưng không bù đắp được giá bán giảm và sản lượng thấp trong nửa đầu 2024

Nhìn sang Q4/24, theo Trung tâm khí tượng thủy văn quốc gia, dự báo tổng lượng mưa tại các khu vực Trung Bộ, Tây Nguyên và Nam bộ sẽ duy trì so với mức trung bình nhiều năm, trong khi đó lượng mưa tại khu vực Trung Trung Bộ dự kiến cao hơn 5-15% mức trung bình nhiều năm. Chúng tôi cho rằng điều này cơ bản sẽ hỗ trợ tình hình thủy văn và huy động các nhà máy từ mức nền thấp năm ngoái. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng doanh thu và LN ròng mảng thủy điện 2024 sẽ vẫn ghi nhận giảm lần lượt 22.9% svck và 35.1% svck đạt 2,315 tỷ đồng và 697 tỷ đồng do:

- Mức sản lượng phục hồi trong 2 quý cuối năm chưa đủ bù đắp cho mức sản lượng thấp trong nửa đầu năm.
- Giá bán thủy điện dự kiến giảm 10% svck, do trong 2024, Bộ Công Thương điều chỉnh tỉ trọng Qm xuống 2% từ mức 10% năm 2023. Điều này sẽ làm giảm dư địa huy động sản lượng giá cao, và ảnh hưởng đến biên LN của doanh nghiệp.

Nhìn sang 2025, chúng tôi dự kiến doanh thu và LN ròng nhóm thủy điện sẽ đạt 2,637 tỷ đồng (+14% svck) và 908 tỷ đồng (+30% svck), phục hồi từ mức nền thấp nửa đầu năm 2024, hỗ trợ bởi pha La Nina duy trì đến ít nhất Q1/25. Trong 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng đạt 2,773 tỷ đồng (+6% svck) và 948 tỷ đồng (+5% svck), dựa trên mức sản lượng trung bình 3 năm theo quan điểm thận trọng.

Hình 6: Theo IRI, pha La Nina sẽ duy trì cho đến Q1/25 sau đó pha trung tính sẽ chiếm chủ đạo với xác suất cao nhất



Nguồn: IRI, MBS Research

REE có kế hoạch đầu tư thêm công suất các nguồn điện trong 2024, kỳ vọng tăng trưởng sản lượng khi Duyên Hải đi vào hoạt động từ 2026

Trong 2024, REE thực hiện M&A thành công 100% cổ phần nhà máy thủy điện Trà Khúc 2 (30MW) và 70% cổ phần tại dự án điện gió Duyên Hải (48MW) kế hoạch sẽ triển khai xây dựng 2 nhà máy ngay trong 2024 - đầu 2025 với tổng mức đầu tư hai dự án lần lượt là 1.200 tỷ đồng và 2.200 tỷ đồng, nâng tổng công suất REE đạt ~1,100MW.

Dự kiến triển vọng sản lượng điện gió sẽ duy trì ổn định trong 2024-25, sản lượng đạt ~389 tỷ kWh, doanh thu theo đó đạt 882 tỷ đồng (+6.1% svck), tương đương hiệu suất trung bình đạt 90% so với sản lượng thiết kế. Nhìn sang 2026, chúng tôi kỳ vọng Duyên Hải (48MW) sẽ đi vào hoạt động từ Q1/26 theo kế hoạch của doanh nghiệp, hỗ trợ tổng sản lượng điện gió đạt 487 tỷ kWh (+25% svck). Giá bán của Duyên Hải dự kiến vào khoảng 1.910đ/kWh, tương đương tính toán khung giá theo EPTC.

Đối với danh mục điện mặt trời áp mái, dự kiến sản lượng 2024-26 sẽ cải thiện và tăng trưởng ổn định đạt ~149 tỷ kWh. LN rỗng 2024-26 theo đó dần cải thiện đạt 76 tỷ đồng (+53% svck) và 93 tỷ đồng (+21% svck) và 98 tỷ đồng (+6% svck), hỗ trợ bởi các chi phí lãi vay và các chi phí vận hành giảm.

Hình 7: Dự phóng KQKD mảng điện giai đoạn 2024-26

Đơn vị: Tỷ đồng	2023	2024	%svck	2025	%svck	2026	%svck
<b>Tổng sản lượng (tr kWh)*</b>	<b>10,041</b>	<b>10,479</b>	<b>4.4%</b>	<b>11,370</b>	<b>8.5%</b>	<b>11,634</b>	<b>2.3%</b>
Thủy điện	5,694	5,088	-10.7%	5,666	11.4%	5,673	0.1%
Điện gió	389	389	0.0%	389	0.0%	487	25.1%
Điện MT áp mái	134	145	7.9%	149	3.1%	149	0.0%
Điện bán lẻ	318	331	4.0%	344	4.0%	357	3.8%
Điện than	3,506	4,527	29.1%	4,822	6.5%	4,968	3.0%
<b>Doanh thu (hợp nhất)</b>	<b>4,717</b>	<b>4,171</b>	<b>-11.6%</b>	<b>4,540</b>	<b>8.9%</b>	<b>4,905</b>	<b>8.0%</b>
Thủy điện	3,001	2,315	-22.9%	2,637	13.9%	2,773	5.2%
Điện gió	831	882	6.1%	882	0.0%	1,066	20.9%
Điện MT áp mái	256	296	15.5%	312	5.6%	312	0.0%
Điện bán lẻ	630	679	7.7%	709	4.5%	754	6.3%
Điện than	-	-	-	-	-	-	-
<b>LNST (hợp nhất)</b>	<b>1,315</b>	<b>1,051</b>	<b>-20.1%</b>	<b>1,261</b>	<b>19.9%</b>	<b>1,338</b>	<b>6.2%</b>
Thủy điện	1,074	697	-35.1%	908	30.3%	948	4.4%
Điện gió	188	244	29.9%	232	-5.0%	249	7.2%
Điện MT áp mái	50	76	53.4%	93	21.4%	98	5.5%
Điện bán lẻ	16	18	17.2%	19	2.0%	20	9.3%
Điện than	88	102	16.0%	116	13.0%	128	10.8%

(\*) Tổng sản lượng thực tế các nhà máy chưa trừ theo tỉ lệ sở hữu

Nguồn: REE, MBS Research

Hình 8: Danh mục điện của REE (bao gồm các dự án đang triển khai)

Danh mục	Công suất (MW)	Tỉ lệ sở hữu (%)	Công suất theo sở hữu (MW)	Vị trí	Nhận xét
<b>Thủy điện</b>	<b>1,401</b>		<b>551</b>		
VSH	356	53%	187	Bình Định - Phú Yên	
TBC	120	60%	72	Yên Bái	
Mường Hum	35	80%	28	Lào Cai	
Nậm Ban 2	22	100%	22	Lai Châu	
TMP	210	43%	89	Bình Phước	Bao gồm dự án ĐMT trang trại 50MWp
SBH	220	26%	57	Phú Yên, Gia Lai	
ISH	51	34%	17	Bình Phước	
CHP	220	24%	53	Huế	Bao gồm dự án ĐMT trang trại 50MWp
TĐ Bình Điền	44	26%	11	Huế	
SHP	123	11%	14	Lâm Đồng	
Trà Khúc 2*	30	100%	30	Quảng Ngãi	Dự kiến đi vào hoạt động từ 2027
Thác Bà 2*	19	36%	7	Yên Bái	Dự kiến đi vào hoạt động từ 2025
<b>Nhiệt điện</b>	<b>1,140</b>		<b>269</b>		
PPC	1,040	23%	239	Hải Dương	
NBP	100	30%	30	Ninh Bình	
<b>Năng lượng tái tạo</b>	<b>244</b>		<b>205</b>		
Điện MT áp mái	118	100%	118		
Phú Lạc 1	24	50%	12	Bình Thuận	
Phú Lạc 2	25	50%	13	Bình Thuận	
Lợi Hải 2	29	50%	15	Bình Thuận	
Trà Vinh V1-3	48	100%	48	Trà Vinh	
Trà Vinh V1-4*	48	70%	34	Trà Vinh	Dự kiến đi vào hoạt động từ 2026
Trà Vinh V1-4 GĐ2*	48	na	48	Trà Vinh	Lập hồ sơ bổ sung vào QHĐ8 điều chỉnh
Trà Vinh V3-5 & V3-7*	296	na	296	Trà Vinh	Lập hồ sơ bổ sung vào QHĐ8 điều chỉnh
<b>Tổng công suất</b>	<b>2,785</b>		<b>1,025</b>		
<b>Tổng công suất kỳ vọng*</b>	<b>3,178</b>		<b>1,439</b>		

Nguồn: REE, MBS Research

Ngoài ra, doanh nghiệp chia sẻ đang xúc tiến đề xuất triển khai thêm 344MW điện NLTT tại Trà Vinh bao gồm vị trí V1-4 GĐ2 (48MW); V3-5 (96MW); V3-7 (200MW). Chúng cho rằng đây vẫn sẽ là chiến lược đầu tư chủ đạo của doanh nghiệp trong dài hạn, và là một chiến lược phù hợp khi nhiều nhà đầu tư kỳ vọng cơ chế giá cho NLTT sẽ được ban hành trong 2025, sau khi EPTC vừa trình tính toán khung giá cho EVN để tiếp tục đánh giá. Theo đó, mức tính toán cho các dự án điện gió trên biển sẽ khoảng 1,890-1,910đ/kWh cao hơn 4% so với khung giá chuyển tiếp. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng tìm cơ hội tham gia bán điện theo cơ chế DPPA khi Việt Nam có hướng dẫn tính toán cụ thể để triển khai chính sách này, trong bối cảnh nhu cầu “điện sạch” từ các doanh nghiệp FDI rất lớn trong thời gian tới.

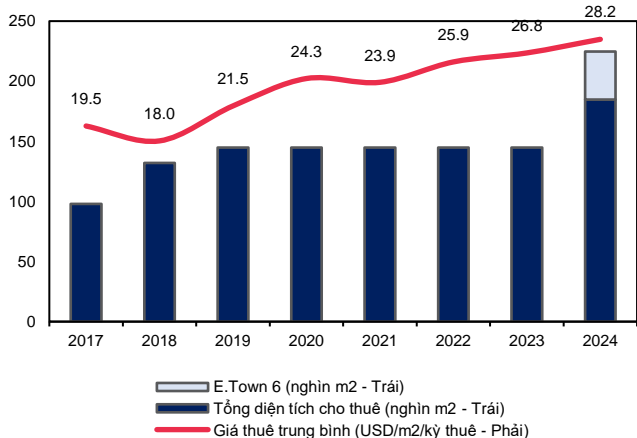
### Mảng BĐS là động lực tăng trưởng trong 2024

*Cho thuê văn phòng: E.Town 6 sẵn sàng đi vào hoạt động từ Q3/24*

Hiện tại, E.Town 6, tòa nhà cho thuê văn phòng hạng B mới của REE đã chính thức khai trương và đi vào hoạt động từ Q3/24, nâng tổng diện tích cho thuê của REE lên 25% đạt 181,652 m<sup>2</sup>. Chúng tôi dự kiến tòa nhà sẽ có thể vận hành từ Q3/24, với tỉ lệ lấp đầy dự kiến ~30%. Các tòa nhà còn lại sẽ duy trì mức tỉ lệ lấp đầy trung bình tầm 96%, hỗ trợ doanh thu mảng cho thuê văn phòng tăng trưởng 14% svck đạt 1,198 tỷ đồng. Giá thuê trung bình tăng 9% svck, hỗ trợ bởi nhu cầu thuê tăng cao tại HCM cùng với tòa nhà mới đi vào hoạt động có cơ sở vật chất hiện đại và giá thuê cao hơn. Tuy nhiên, LN ròng 2024 dự kiến đi ngang svck do ghi nhận thêm chi phí khấu hao từ dự án mới. Nhìn sang 2025-26, chúng tôi kỳ vọng tỉ lệ lấp đầy của E.Town 6 sẽ tiếp tục tăng trưởng và dần đạt 90% khi vận hành cả năm, hỗ trợ LN ròng cả mảng đạt lần lượt 651 tỷ đồng (+24% svck) và 733 tỷ đồng (+13% svck).

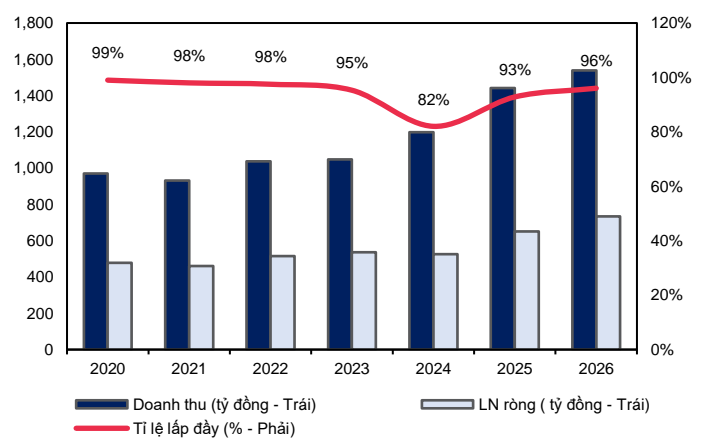
Ngoài ra, REE đang lên kế hoạch đầu tư thêm một dự án tòa nhà văn phòng Phước Hữu tại Thủ Đức, TP.HCM, dự kiến có thể đi vào hoạt động từ 2027, chúng tôi sẽ bổ sung dự án vào mô hình định giá khi có thêm thông tin chi tiết.

Hình 9: E.Town 6 đi vào hoạt động sẽ nâng tổng diện tích cho thuê của doanh nghiệp lên 181,652 m<sup>2</sup>



Nguồn: REE, MBS Research

Hình 10: LN ròng 2025-26 sẽ ghi nhận tăng trưởng svck, hỗ trợ bởi tòa nhà mới với giá thuê cao hơn



Nguồn: REE, MBS Research

### Mảng BDS nhà ở: Ghi nhận doanh thu từ Thái Bình Light square trong 2024

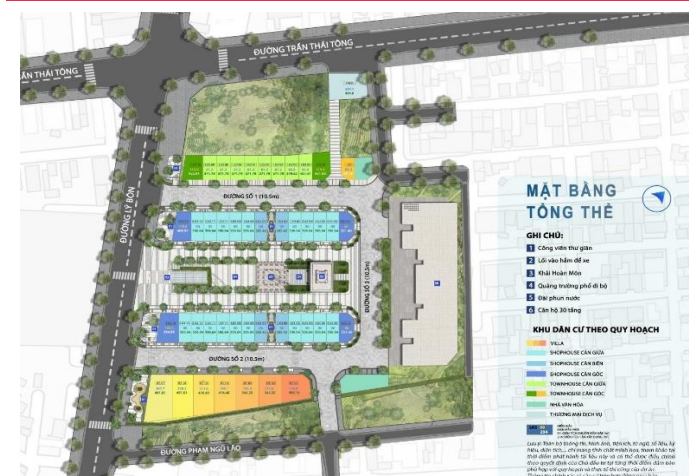
Trong 2024, dự án nhà ở thương mại The Light Square, được khởi công xây dựng GĐ1 từ Q2/2023, mở bán chính thức từ T1/24 và dự kiến bàn giao trong

Q2/24. GD1 của dự án bao gồm 4 dãy nhà phố (44 căn nhà phố liền kề, 7 căn villa) nằm trên trục đường Lý Bôn, Thái Bình, gần nhiều trường học, bệnh viện và các cơ quan ban ngành. Ngoài ra, đây là khu vực được quy hoạch nằm trong tuyến phố hình thành phân khu kinh doanh mua sắm, giải trí, trụ sở văn phòng cao cấp của thành phố trong tương lai.

Với ước tính giá bán trung bình 15 tỷ cho nhà phố liền kề diện tích từ 80-90m<sup>2</sup>, và 28 tỷ cho villa diện tích từ 170 m<sup>2</sup>, chúng tôi dự kiến tổng doanh thu GD1 của dự án sẽ đạt 890 tỷ, LN ròng đạt 312 tỷ với biên LN duy trì khoảng 35%. Tiến độ ghi nhận doanh thu giả định đạt 45% trong 2024 và 55% trong 2025 do đây là khu vực có vị trí đắc địa của thành phố với giá bán khá hợp lý trung bình 150-160 triệu/m<sup>2</sup>.

Hình 11: Tổng thể dự án Thái Bình Light square, GD1 bao gồm khu nhà thấp tầng, và GD2 bao gồm khu chung cư thương mại cao tầng

Hình 12: Thông tin dự án



Nguồn: REE, MBS Research

**Tên dự án: Thái Bình Light square (Giai đoạn 1)**

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị Trí: Phường Bồ Xuyên, Thành phố Thái Bình
- Quy mô: ~5,000 m<sup>2</sup>; với bao gồm 44 căn liền kề, shophouse và 7 căn villa
- Loại sản phẩm chính: Dự án căn hộ thấp tầng với giá bán khoảng 150-160 triệu VND/m<sup>2</sup>
- Tiến độ bán: Chính thức mở bán từ T1/24, dự kiến trong tỉ lệ hấp thụ trong năm đạt 65%, và số căn còn lại sẽ hoàn thành bán hàng trong 2025
- Tiến độ triển khai: Dự án đã hoàn thành cơ bản các sản phẩm, chuyển sang giai đoạn hoàn thiện, chỉnh trang cơ sở hạ tầng. Dự kiến sẽ hoàn thành xây dựng và sẵn sàng bàn giao cho những cư dân đầu tiên từ cuối T4/24.
- Doanh thu dự kiến GD1: 890 tỷ (phần bổ 40% trong 2024)
- Biên LNST dự kiến: 35%

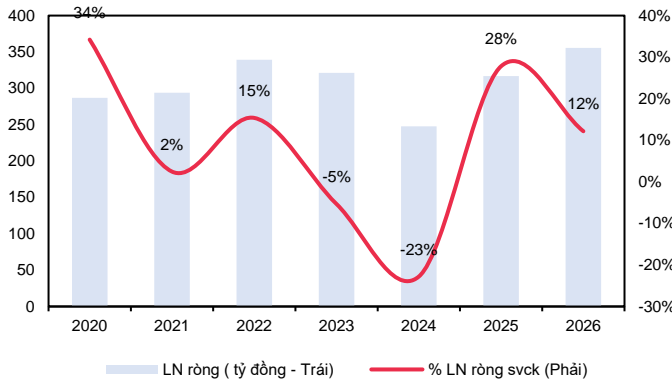
Nguồn: REE, MBS Research

**Màng nước dự kiến ghi nhận LN giảm do gánh nặng chi phí từ VCW**

Trong 2024, dự kiến các công ty nước trong danh mục đầu tư của REE sẽ duy trì ở mức ổn định, do hiện tại, về cơ bản các nhà máy đã vận hành hết công suất, chưa có kế hoạch mở rộng và dư địa tăng trưởng không cao. Tuy nhiên, VCW (Công ty liên kết REE sở hữu 36%) đặt kế hoạch ghi nhận lỗ ròng 98 tỷ trong 2024 do trong 2023, doanh nghiệp đã đưa vào vận hành một số hạng mục đường ống cho dự án nhà máy cấp nước GD2 đẩy chi phí khấu hao và lãi vay tăng lên, ăn mòn lợi nhuận của doanh nghiệp. Cụ thể, dự án nhà máy cấp nước Sông Đà GD2 bao gồm nhà máy nước và hệ thống ống cấp nước, sẽ nâng tổng công suất xử lý nước của VCW lên gấp đôi đạt 600.000m<sup>3</sup>/ngày đêm, dự kiến hoàn thành trong 2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LN của VCW sẽ cải thiện từ 2026 khi nhà máy mới được đưa vào hoạt động từ 2025, hỗ trợ tăng sản lượng cấp nước của doanh nghiệp. Do đó, dự kiến LN màng nước 2024 sẽ giảm 23% svck đạt 247 tỷ đồng, sau đó sẽ có sự phục hồi 23% svck đạt 316 tỷ đồng và 12% svck đạt 355 tỷ đồng trong lần lượt 2025-26, với động lực đến từ tăng trưởng của VCW.

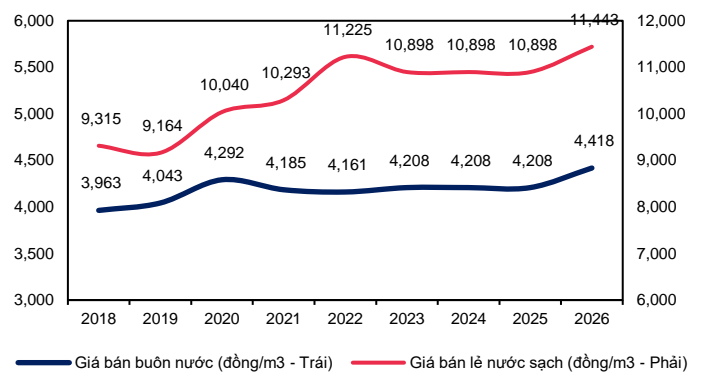


**Hình 13: Triển vọng LN mảng nước 2024-26, LN giảm trong 2024 trước khi phục hồi từ 2025 do dự án tăng công suất của VCW**



Nguồn: REE, MBS Research

**Hình 14: Giá bán nước dự kiến đi ngang và tăng nhẹ trong 2026 đến từ nhà máy mới đi vào hoạt động của VCW**



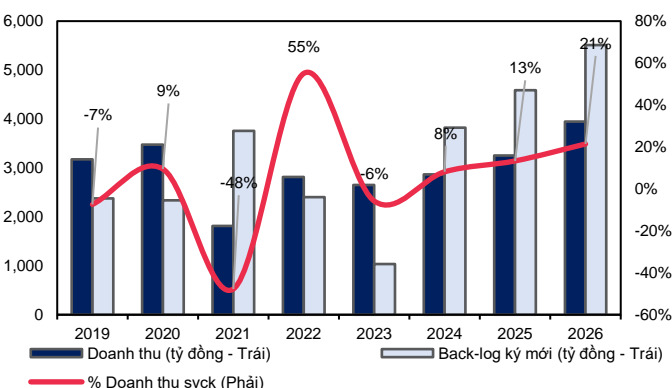
Nguồn: REE, MBS Research

**Cơ điện lạnh: Triển vọng cải thiện từ trúng thầu các hợp đồng nhà ga**

Dự kiến doanh thu và LN ròng mảng cơ điện lạnh 2024 đạt 2,869 tỷ đồng (+8% svck) và 116 tỷ đồng từ mức lỗ ròng 2023 do trích lập dự phòng phải thu cuối Q4/23. Trong 9T24, doanh nghiệp ký thêm những hợp đồng cơ điện giá trị, chủ yếu đến từ dự án đầu tư xây dựng Cảng hàng không Quốc tế Long Thành, tổng giá trị back-log tính đến cuối Q3/24 đạt 3,902 tỷ đồng. Trong bối cảnh phân khúc nhà ở thương mại, khách sạn cao cấp – phân khúc thế mạnh của REE vẫn còn nhiều khó khăn trong 2024, doanh nghiệp tập trung đầu thầu các dự án nằm trong phân khúc thế mạnh khác, bao gồm các dự án đầu tư công trọng điểm có vốn nhà nước. Theo đó, năm 2024 cơ bản là bản lề để chuẩn bị đón sóng phục hồi của nền kinh tế các năm tới.

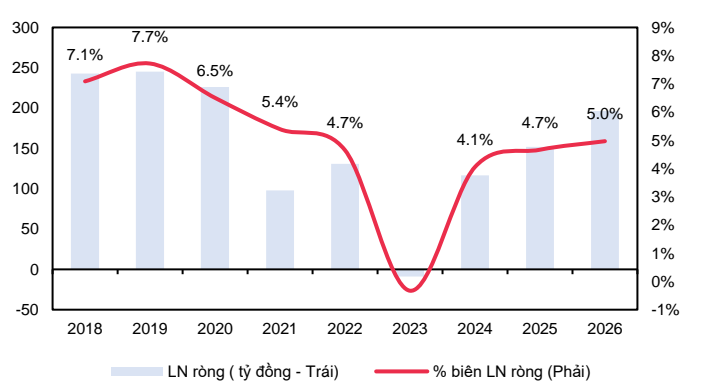
Nhìn sang 2025-26, chúng tôi kỳ vọng sẽ bắt đầu có sự phục hồi từ thị trường BDS đặc biệt tại khu vực TP.HCM khi khung giá đất đã chính thức được ban hành, là cơ sở quan trọng để các doanh nghiệp triển khai nộp tiền sử dụng đất và cấp giấy phép xây dựng, hỗ trợ tăng nguồn việc cho REE. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng 2025 đạt 3,252 tỷ đồng (+14% svck) và 152 tỷ đồng (+30% svck) và tiếp tục tăng lên 3,948 tỷ đồng (+21% svck), và 196 tỷ đồng (+29% svck) trong 2026. Chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng LN mảng cơ điện lạnh còn lớn trong các năm tới để dần bắt kịp quy mô LN giai đoạn trước dịch, tuy nhiên, sẽ cần nhiều thời gian hơn do đặc điểm ngành cơ điện lạnh có tính cạnh tranh về giá cao, và biên LN của các doanh nghiệp trong ngành ngày càng thu hẹp.

**Hình 15: Dự phóng tăng trưởng doanh thu và back-log sẽ phục hồi từ nền thấp 2023-24 với động lực từ các dự án đầu tư công**



Nguồn: REE, MBS Research

**Hình 16: LN ròng 2024 do đó cũng sẽ phục hồi, tuy nhiên, biên LN duy trì ở mức thấp hơn trước dịch do cạnh tranh lớn trong ngành**



Nguồn: REE, MBS Research

### Tổng hợp dự phóng KQKD 2024-26: Duy trì tăng trưởng bền vững

Trong 2024, doanh nghiệp đạt kế hoạch doanh thu tăng 23% svck đạt 10,588 tỷ đồng, LN ròng tăng 10% svck đạt 2,409 tỷ đồng, cao hơn so với dự phóng MBS, chủ yếu do chúng tôi đưa ra quan điểm thận trọng hơn về triển vọng phục hồi của thủy điện trong nửa cuối năm. Ngoài ra, doanh nghiệp đạt kế hoạch chi trả cổ tức 25% trong năm nay, bao gồm 10% tiền mặt và 15% cổ tức cổ phiếu (tương đương tỉ suất cổ tức hiện tại là 2.2%).

Hình 17: Dự phóng kết quả kinh doanh REE 2024-26

Tỷ đồng	2024	%svck	%Δ	2025	%svck	%Δ	2026	%svck	%Δ	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>8,778</b>	<b>2.3%</b>	<b>-7.4%</b>	<b>9,874</b>	<b>12.5%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>10,551</b>	<b>6.8%</b>	<b>3.9%</b>	
Điện	4,171	-11.6%	-3.8%	4,540	8.9%	-3.9%	4,905	8.0%	-1.1%	
Nước	141	110.0%	0.0%	149	6.0%	0.0%	158	6.0%	0.0%	
Cho thuê văn phòng & BĐS	1,597	52.3%	-15.8%	1,933	21.0%	7.9%	1,539	-20.4%	0.0%	Điều chỉnh tiến độ bàn giao The Light Square phần lớn sang 2025
Cơ điện lạnh	2,869	8.2%	-7.5%	3,252	13.3%	-2.9%	3,948	21.4%	3.9%	
Giá vốn hàng bán	5,472	12.6%	-6.0%	6,049	10.5%	-0.3%	6,556	8.4%	5.6%	
<b>LN gộp</b>	<b>3,298</b>	<b>-11.1%</b>	<b>-9.9%</b>	<b>3,816</b>	<b>15.7%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>3,984</b>	<b>4.4%</b>	<b>0.9%</b>	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	38%			39%			38%			
Chi phí bán hàng & QLDN	638	-15.5%	-7.4%	718	12.5%	-1.4%	788	9.7%	3.9%	
Doanh thu tài chính	247	8.7%	-1.3%	316	28.1%	-2.2%	467	47.8%	-3.0%	
Chi phí tài chính	902	-11.2%	0.0%	808	-10.4%	-0.5%	754	-6.7%	-4.5%	
Lãi/lỗ từ LDLK	681	-22.3%	-14.5%	848	24.4%	-6.8%	878	3.5%	-5.7%	Điều chỉnh giảm lãi LDLK 2024 chủ yếu do KQKD kém khả quan nhóm thủy điện và nước trong nửa đầu 2024.
<b>LN ròng</b>	<b>2,020</b>	<b>-7.7%</b>	<b>-14.0%</b>	<b>2,531</b>	<b>25.3%</b>	<b>-3.8%</b>	<b>2,732</b>	<b>8.0%</b>	<b>-0.9%</b>	
Điện	1,051	-19.8%	-13.1%	1,261	19.9%	-8.7%	1,338	6.2%	-1.0%	Điều chỉnh giảm LN mảng điện 2024 chủ yếu phản ánh KQKD kém tích cực hơn dự kiến nhóm thủy điện trong 6T24.
Nước	248	-22.8%	-4.0%	317	27.8%	0.0%	355	12.2%	0.0%	
Cho thuê văn phòng & BĐS	712	26.1%	-14.4%	823	15.7%	4.9%	734	-10.9%	0.0%	Điều chỉnh giảm LN mảng BDS và cho thuê văn phòng do 1) Lùi tiến độ bàn giao The Light Square phần lớn sang 2025; 2) Điều chỉnh giảm tỉ lệ lấp đầy thận trọng hơn đối với E.Town 6.
Cơ điện lạnh	116	na	-7.5%	152	30.4%	-2.9%	196	29.3%	12.8%	

Nguồn: REE, MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

<b>Báo cáo kết quả HĐKD</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>	<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
Doanh thu thuần	8,579	8,778	9,874	10,551	LN trước thuế	3,056	2,677	3,435	3,762
Giá vốn hàng bán	(4,860)	(5,472)	(6,049)	(6,556)	Khấu hao	1,264	1,368	1,403	1,480
Lợi nhuận gộp	3,710	3,298	3,816	3,984	Thuế đã nộp	(372)	(283)	(403)	(450)
Chi phí quản lý DN	(663)	(498)	(584)	(648)	Các khoản điều chỉnh khác	161	(26)	(355)	(591)
Chi phí bán hàng	(93)	(141)	(134)	(139)	Thay đổi VLĐ	(302)	402	(51)	(240)
LN từ HĐKD	2,954	2,660	3,098	3,197	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>2,817</b>	<b>3,308</b>	<b>3,200</b>	<b>3,169</b>
EBITDA thuần	4,180	4,028	4,501	4,677	Đầu tư TSCĐ	(873)	(632)	(1,210)	(550)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2,954</b>	<b>2,660</b>	<b>3,098</b>	<b>3,197</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	15	-	-	-
Thu nhập lãi	227	247	316	467	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>642</b>	<b>(1,390)</b>	<b>(924)</b>	<b>(1,055)</b>
Chi phí tài chính	(1,016)	(902)	(808)	(754)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	14	(9)	(19)	(25)	Tiền vay ròng nhận được	(701)	(38)	(1,844)	(551)
TN từ các Cty LK & LD	877	681	848	878	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>3,056</b>	<b>2,677</b>	<b>3,435</b>	<b>3,762</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(886)	(410)	(410)	(410)
Thuế TNDN	(269)	(283)	(403)	(450)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(1,588)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>(2,310)</b>	<b>(1,345)</b>
Lợi nhuận sau thuế	2,787	2,393	3,032	3,311	Tiền & tương đương tiền đầu ki	1,151	3,023	3,941	3,907
Lợi ích cổ đông thiểu số	(598)	(373)	(502)	(580)	LC tiền thuần trong năm	1,872	918	(34)	769
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2,188</b>	<b>2,020</b>	<b>2,531</b>	<b>2,732</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối ki</b>	<b>3,023</b>	<b>3,941</b>	<b>3,907</b>	<b>4,676</b>
Chi trả cổ tức	(886)	(410)	(410)	(410)					
Lợi nhuận giữ lại	1,302	1,611	2,121	2,322					
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>
Tiền và tương đương tiền	3,023	3,941	3,907	4,676	Tăng trưởng doanh thu thuần	-8.5%	2.3%	12.5%	6.8%
Đầu tư ngắn hạn	1,132	2,577	3,817	5,339	Tăng trưởng EBITDA	-8.3%	-3.6%	11.8%	3.9%
Phải thu khách hàng	3,780	3,948	4,204	4,676	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-19.4%	-10.0%	16.5%	3.2%
Hàng tồn kho	1,354	1,339	1,452	1,597	Tăng trưởng LN trước thuế	-21.2%	-12.4%	28.3%	9.5%
Các tài sản ngắn hạn khác	235	322	317	349	Tăng trưởng LN ròng	-18.7%	-7.7%	25.3%	8.0%
Tổng tài sản ngắn hạn	9,524	12,128	13,696	16,637	Tăng trưởng EPS	-18.7%	-7.7%	25.3%	8.0%
Tài sản cố định	14,845	15,124	13,874	12,393					
Tài sản vô hình	71	71	71	71	Biên LN gộp	43.2%	37.6%	38.7%	37.8%
Xây dựng cơ bản dở dang	1,608	505	968	440	Biên EBITDA	48.7%	45.9%	45.6%	44.3%
Đầu tư vào công ty con	1,345	1,345	1,345	1,345	Biên LN ròng	25.5%	23.0%	25.6%	25.9%
Đầu tư vào công ty LDLK	6,560	7,242	8,090	8,967	ROAE	11.3%	9.5%	10.6%	10.2%
Khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROAA	6.4%	5.6%	6.7%	6.9%
Tài sản dài hạn khác	941	964	1,064	1,158	ROIC				
Tổng tài sản dài hạn	25,388	24,950	24,497	23,984	Vòng quay tài sản	24.9%	24.4%	26.2%	26.8%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>34,912</b>	<b>37,078</b>	<b>38,193</b>	<b>40,622</b>	Cổ tức chi trả/LN ròng	40.5%	20.3%	16.2%	15.0%
Vay & nợ ngắn hạn	1,238	1,483	205	582	Tổng nợ vay/VCSH	68.1%	67.0%	54.2%	48.9%
Phải trả người bán	619	796	889	967	Nợ vay ròng/VCSH	37.2%	30.5%	20.0%	13.3%
Phải trả ngắn hạn khác	2,087	2,554	2,773	3,104	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	22.1%	18.2%	13.0%	8.9%
Tổng nợ ngắn hạn	3,945	4,832	3,866	4,653	Khả năng thanh toán lãi vay	3.1	2.9	3.8	4.2
Vay & nợ dài hạn	9,505	9,222	8,657	7,728	Số ngày phải thu	166	164	155	162
Các khoản phải trả khác	693	822	903	956	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	104	89	88	89
Tổng nợ dài hạn	10,198	10,044	9,559	8,683	Số ngày phải trả tiền bán	48	53	54	54
<b>Tổng nợ</b>	<b>14,142</b>	<b>14,876</b>	<b>13,425</b>	<b>13,337</b>	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.4	2.5	3.5	3.6
Vốn điều lệ	4,097	4,097	4,097	4,097	Khả năng thanh toán nhanh	2.1	2.2	3.2	3.2
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	1	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.1	1.3	2.0	2.2
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
LN giữ lại	11,802	13,413	15,534	17,856	<b>Định giá</b>				
Các quỹ thuộc VCSH	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	4,656	4,298	5,384	5,812
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	BVPS (đồng/cp)	41,174	45,394	50,974	57,148
Vốn chủ sở hữu	19,352	21,335	23,958	26,860	P/E (lần)	14.2	15.4	12.3	11.4
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,452	3,825	4,327	4,907	P/B (lần)	1.6	1.5	1.3	1.2
Tổng vốn chủ sở hữu	20,770	22,201	24,768	27,285					
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>34,912</b>	<b>37,078</b>	<b>38,193</b>	<b>40,622</b>					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Đinh Hà Anh

Nghiêm Phú Cường

Võ Đức Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly