

CTCP Cơ Điện Lạnh (HSX: REE)

Vững vàng trước khó khăn

- LN ròng Q1/26 tăng 17% svck, nhờ đóng góp tích cực từ tất cả các mảng kinh doanh cốt lõi như điện, nước, BDS nhà ở và cho thuê văn phòng.
- LN ròng 2026-27 tăng trưởng 9.4%/19.4% svck, với động lực chính từ ~206MW dự án điện đang được triển khai. Bên cạnh đó, các mảng cốt lõi như cơ điện lạnh, cho thuê văn phòng kỳ vọng duy trì tăng trưởng bền vững.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 63,400 đồng/cp.

KQKD Q1/26: Tăng trưởng có sự đóng góp từ tất cả các mũi nhọn

Doanh thu và LN ròng Q1/26 tăng 22% svck và 17% svck. Trong đó, doanh thu điện tăng 8.2% svck, hỗ trợ bởi thủy điện và điện gió. LNST của mảng chỉ tăng 5.3% svck do lợi nhuận mảng ĐMT áp má giảm mạnh. Mảng nước ghi nhận LNST tăng 37% svck nhờ dự án mở rộng công suất của VCW đi vào vận hành ổn định. Doanh thu cho thuê văn phòng tăng 15% svck nhờ E.Town 6 tiếp tục lấp đầy và giá thuê tăng nhẹ, trong khi chưa ghi nhận thêm doanh thu từ dự án The Light Square trong bối cảnh thị trường ảm đạm. Trong Q1/26, doanh thu tài chính tăng 23% svck, chủ yếu do lãi vay tăng. Chi phí tài chính giảm 8% svck mặc dù lãi vay tăng nhẹ, chủ yếu do không còn lỗ tỷ giá và lỗ thanh lý các khoản đầu tư. Theo đó, LN ròng tăng 17% svck, phù hợp và hoàn thành 25% dự phóng MBS.

Triển vọng 2026-27: Tăng tốc triển khai các dự án điện mới

Trong 2026, tăng trưởng LN ròng 9.4% svck, với động lực chính từ 1) Điện gió Duyên Hải (48MW) đi vào hoạt động, bù đắp một phần cho thủy điện giảm; 2) Tiếp tục bàn giao dự án The Light Square, và tăng tỷ lệ lấp đầy của E.Town 6 từ 53% trong 2025 lên 80% trong 2026; 3) Mảng nước ghi nhận tăng trưởng mạnh từ VCW khi dự án nhà máy GD2 vận hành ổn định và bắt đầu có lãi. Đáng chú ý, 2026 ghi nhận pha phát triển dự án tích cực, lần bàn đạp cho tăng trưởng LN ròng 19.4% trong 2027 bao gồm điện gió V1-3 GD 2 (48MW), điện gió V1-5 V1-6 (80MW), thủy điện Trà Khúc 2 (30MW) đều sẽ đi vào hoạt động đầu 2027. Các điều chỉnh mới về LN ròng sv dự phóng cũ cơ bản không có sự thay đổi đáng kể, ước tính tăng nhẹ 0.0%/3.3% trong 2026-27.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 63,400 đ/cp

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 63,400 đ/cp, không thay đổi so với báo cáo trước, áp dụng theo phương pháp định giá SOTP. REE đang cho thấy tâm thế chủ động khi bước vào chu kỳ phát triển tiếp theo của NLTT với danh mục ~376MW đang được triển khai. Giá trị cổ phiếu chiết khấu sâu với P/B về vùng đáy TB 2 năm (1.5x), trong khi ROE 2026-27F vẫn duy trì được ở mức 10-11%, tương đương GD 2023-25, cho thấy đây là một cơ hội tốt để bắt đầu tích lũy. Doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trong ngành, sức khỏe tài chính lành mạnh, dòng tiền dồi dào, cùng năng lực duy trì tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	8,395	10,026	11,635	13,504
Lợi nhuận ròng	1,993	2,529	2,767	3,304
Tăng trưởng doanh thu thuần	-2.2%	19.4%	16.1%	16.1%
Tăng trưởng LN ròng	-8.9%	26.9%	9.4%	19.4%
Biên LN gộp	37.2%	37.7%	36.1%	36.4%
Biên EBITDA	44.0%	42.9%	41.0%	42.1%
ROAE	9.5%	10.8%	10.6%	11.2%
ROAA	5.6%	6.6%	6.4%	7.0%
EPS (VND/cổ phiếu)	3,200	4,060	4,442	5,303
BVPS (VND/cổ phiếu)	28,049	31,337	34,909	39,343

Nguồn: BCTC REE, MBS dự phóng và tổng hợp

Khả quan

Giá mục tiêu

VND63,400

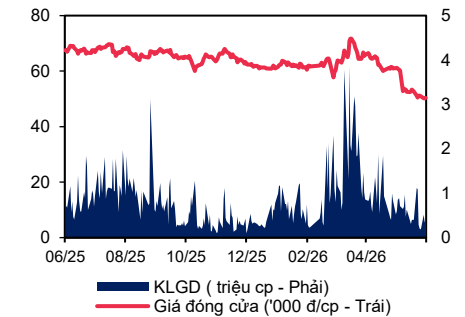
Tiềm năng tăng giá (bao gồm tỷ suất cổ tức)

27%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh LN ròng 2026/27 lần lượt 0%/3.3% sv báo cáo ngành điện ngày 09/04/2026

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	50,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	62,350
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,180
Vốn hóa (tỷ VND)	31,270
P/E (TTM)	11.9
P/B	1.5
Thị suất cổ tức (%)	1.4%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	49%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Platinum Victory PTE.ltd	41.7%
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.8%
Nguyễn Ngọc Hải	5.5%
HFIC	5.3%
Khác	34.8%

Nguồn: <https://s24.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 tiên ích, có dòng tiền dồi dào bao gồm điện, nước sạch, và cho thuê văn phòng. Năng lực tài chính mạnh mẽ cùng bảng cân đối lành mạnh giúp REE có lợi thế chủ động trong hoạt động M&A và tìm kiếm các cơ hội đầu tư có tỷ suất sinh lời cao.
- Đặt trọng tâm tăng trưởng chính vào các dự án điện, trong đó GD 2026-28 triển khai phát triển ~400MW bao gồm 376MW điện gió gần bờ và dự án thủy điện Trà Khúc 2 (30MW). Ngoài ra, REE cũng rất tích cực trong việc mở rộng danh mục đầu tư lĩnh vực NLTT, bao gồm xin phê duyệt triển khai các dự án ĐMT nổi nhằm tận dụng lợi thế sở hữu các hồ thủy điện lớn, đồng thời đang khảo sát nghiên cứu đầu tư dự án điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 (500MW). Chúng tôi đánh giá tích cực với tiềm năng phát triển của REE trong lĩnh vực điện nhờ tiềm lực về quy mô vốn lớn và năng lực triển khai dự án đã được chứng minh.
- Định giá P/B đã quay về mức đáy TB 2 năm (1.5x), trong khi ROE GD 2026-27 duy trì ở mức ~11%, tương đương hiện tại, cho thấy REE là một lựa chọn đầu tư phù hợp trong bối cảnh các rủi ro thị trường về lãi suất và lạm phát hiện hữu. Doanh nghiệp sở hữu dòng tiền dồi dào, sức khỏe tài chính tốt và tỷ lệ đòn bẩy ở mức hợp lý, các dự án có chính sách vay hấp dẫn. Chúng tôi cho rằng REE là cơ hội đầu tư phù hợp trong chiến lược đầu tư ngành phòng thủ trong khi tăng trưởng LN ròng vẫn khá bền vững đạt 14% CAGR giai đoạn 2026-27.

Rủi ro đầu tư

- Tăng trưởng LN mảng M&E thấp hơn kế hoạch do thị trường BDS đóng băng trong 2026. Các hoạt động M&E cho các dự án công cũng đang đối mặt với một số khó khăn đến từ đầu tra sai phạm dự án sân bay Long Thành.
- Tiến độ bán hàng The Light Square thấp hơn dự kiến + tiến độ hấp thụ E.Town 6 thấp hơn dự kiến.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 63,400 đ/cp

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 63,400đ/cp (tiềm năng tăng giá bao gồm tỷ suất cổ tức là 27%). Định giá dựa trên phương pháp SOTP, với giá mục tiêu giữ nguyên sv dự phóng trong báo cáo ngành điện 09/04/2026. Trong đó, các thay đổi về dự phóng LN ròng không có sự điều chỉnh đáng kể, tăng nhẹ lần lượt 0.0%/3.3% trong 2026-27. Về triển vọng, với việc liên tục đầu tư và triển khai ~400MW dự án mới, REE – nhà phát triển NLTT hàng đầu, đang thuộc nhóm doanh nghiệp tích cực nhất trong hoạt động mở rộng quy mô công suất, làm bàn đạp cho tăng trưởng LN giai đoạn 2026-30. Ngoài ra, với mức định giá đang có chiết khấu sâu, chúng tôi cho rằng đây là một cơ hội tốt để bắt đầu tích lũy REE, doanh nghiệp có, sức khỏe tài chính lành mạnh, dòng tiền dồi dào, cùng năng lực duy trì tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Hình 1: Tổng hợp định giá SOTP

Đơn vị: Tỷ đồng	Phương pháp	Hệ số	Giá trị hợp lý	Tỷ lệ sở hữu (%)	Giá trị theo sở hữu	Nhận xét
Thủy điện					19,678	
VSH	DCF	WACC: 8.6%	20,179	53%	10,610	Áp dụng phương pháp định giá DCF cho nhóm công ty con với WACC = 8.6% (COE: 12%; LTG: 1.0%)
TBC	DCF	WACC: 8.6%	4,794	60%	2,895	
Nậm Ban 2	DCF	WACC: 8.6%	980	100%	980	
Trà Khúc 2	DCF	WACC: 8.6%	368	100%	368	
Đắk Nhe	DCF	WACC: 8.6%	262	100%	262	
TMP	PE	11.0x	3,721	43%	1,586	
CHP	PE	11.0x	3,677	24%	890	
SBH	PE	11.0x	4,739	26%	1,221	
ISH	PE	11.0x	916	34%	314	
SP2	Giá thị trường			35%	159	
SHP	Giá thị trường			11%	392	
Thủy điện Bình Điền	BV			25%	149	
Năng lượng tái tạo					7,788	
Phú Lạc 1-2, Lợi Hải 2	DCF	WACC: 8.6%	3,976	50%	1,988	Áp dụng phương pháp định giá DCF cho nhóm công ty con với WACC = 8.6% (COE: 12%; LTG: 1.0%).
Trà Vinh V1-3	DCF	WACC: 8.6%	2,509	100%	2,509	
Hệ thống ĐMT áp mái	DCF	WACC: 8.6%	550	100%	550	
Duyên Hải	DCF	WACC: 8.6%	2,656	70%	1,859	
V1-3 GD2	DCF	WACC: 8.6%	419	100%	419	
V1-5 V1-6	DCF	WACC: 8.6%	463	100%	463	
Nhiệt điện					485	
PPC	PE	11.0x	2,034	20%	409	Áp dụng P/E trung bình ngành điện
DTV - Bán lẻ	BV			66%	76	
Nước					2,682	
Bán buôn	PE	10.0x	-	38%	2,036	Áp dụng PE 10x, tương đương mức trung bình ngành hiện tại, phản ánh triển vọng ổn định của nhóm.
Bán lẻ	PE	10.0x	1,889	32%	635	
TK+ (tư vấn)	BV			65%	11	
Bất động sản					9,884	
Cho thuê văn phòng	PP Vốn hóa	8%	9,599	99%	9,503	Tỷ suất vốn hóa 8% cho các tòa nhà văn phòng hạng B
Thái Bình Light square	NPV	12%	145	100%	145	
SGR	BV			21%	236	
Cơ điện lạnh					3,107	
(+) VIB	Giá thị trường		53,163	1.99%	1,067	Giá trị sổ sách cuối Q1/26
(+) Các khoản đầu tư khác	BV				142	
(+) Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn					7,150	
(-) Nợ vay					12,670	
Giá trị doanh nghiệp					39,461	
Số lượng cp lưu hành (tr cp)					623	
Giá cổ phiếu (VND/cp)					63,351	
Giá cổ phiếu làm tròn (VND/cp)					63,400	

Nguồn: REE, MBS Research

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Vốn hóa Tr USD	P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			TTM	2026	Hiện tại	2026	TTM	2026	2025	2026	2025	2026
Cơ điện lạnh												
CTCP Điện cơ Hải Phòng	DHP VN	4	7.6	na	0.5	na	0.6	na	7.4	na	4.4	na
CTCP SEAREFICO	SRF VN	11	20.5	na	0.8	na	23.9	na	5.6	na	1.2	na
CTCP Năng lượng và Bất động sản MCG	MCG VN	5	na	na	1.5	na	40.8	na	(8.4)	na	(0.5)	na
Trung bình			42.7	na	0.8	na	27.1	na	1.3	na	1.2	na
Ngành điện												
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	164	9.4	na	2.0	na	5.8	na	22.3	na	17.2	na
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	192	11.2	12.4	1.1	0.9	7.5	7.4	11.5	8.5	3.4	3.0
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	381	11.5	na	2.0	na	7.0	na	17.9	na	10.2	na
CTCP Thủy điện Đa Nhim	DNH VN	786	22.6	na	4.0	na	13.1	na	17.7	na	12.2	na
Trung bình			13.7	na	2.3	na	8.4	na	17.4	na	10.8	na
Ngành nước												
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương	BWE VN	368	11.7	10.4	1.6	1.5	8.2	7.6	14.5	17.2	6.7	10.3
CTCP Nước Thủ Dầu Một	TDM VN	243	32.8	13.7	2.4	2.4	28.7	31.6	7.5	12.5	6.5	6.7
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW VN	12	7.6	na	1.7	na	3.1	na	21.4	na	12.7	na
CTCP Cấp nước Nhà Bè	NBW VN	16	14.7	na	2.2	na	5.1	na	14.7	na	8.9	na
Trung bình			16.7	12.1	2.0	na	11.3	19.6	14.5	14.9	8.7	8.5
Doanh nghiệp đa ngành												
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	315	8.1	8.2	1.3	0.9	5.9	5.8	16.5	14.2	5.0	4.5
CTCP Tập đoàn GELEX	GEX VN	1,524	26.9	na	2.1	na	9.0	na	8.8	na	2.0	na
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	331	13.1	10.0	1.2	1.1	7.2	6.6	10.2	12.7	4.7	6.8
Trung bình			16.0	9.1	1.5	1.0	7.4	6.2	11.8	13.5	3.9	5.7
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	1,195	11.9	11.5	1.5	1.3	8.5	7.9	12.6	11.9	6.6	6.2

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1/2026

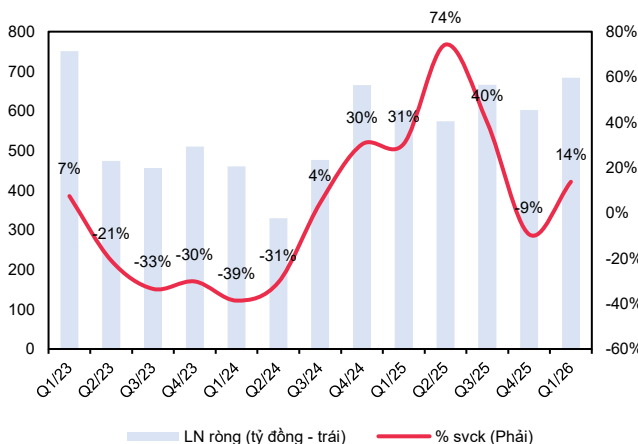
Tăng trưởng có sự đóng góp đều từ tất cả các mũi nhọn

Hình 3: Tổng hợp kết quả kinh doanh REE Q1/26

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	% svck	% Sv dự phóng	Nhận xét
Doanh thu thuần	2,068	2,471	19%	21%	Trong Q1/26, tăng trưởng doanh thu được hỗ trợ bởi tất cả các mảng chính, nổi bật nhất là cơ điện lạnh
Cơ điện lạnh	449	716	59%	17%	Doanh thu Q1/26 tăng mạnh chủ yếu do là thời điểm nghiệm thu một số dự án + với việc hoàn nhập dự phòng phải thu các dự án hoàn thành, giúp LN tăng trưởng mạnh. Cuối Q1/26 giá trị ký mới ghi nhận đạt 4,865 tỷ đồng, bao gồm một số dự án lớn như Trung tâm dữ liệu An Khánh, nhà hát Ngọc Trai, công viên Văn hóa nghệ thuật chuyên đề.
Điện	1,288	1,394	8%	26%	Doanh thu tăng chủ yếu đóng góp từ thủy điện tăng 11% từ nền thấp Q1 năm ngoái, nhóm điện NLTT tăng trưởng nhẹ svck. Giá điện trên thị trường điện cạnh tranh ghi nhận sự phục hồi, cũng đóng góp thêm cho đa tăng doanh thu và biên LN thủy điện. Trong kỳ, doanh nghiệp chính thức đưa vào vận hành điện gió Duyên Hải (48MW), ước tính đóng góp thêm ~270 tỷ đồng doanh thu hàng năm.
Nước	45	48	7%	30%	Doanh thu tăng nhẹ svck, chủ yếu là doanh thu của công ty tư vấn TK+.
Cho thuê văn phòng & BDS	286	313	9%	14%	Mảng cho thuê văn phòng ghi nhận doanh thu tăng 15% svck, hỗ trợ bởi giá thuê tăng nhẹ và E.Town 6 tiếp tục lấp đầy, các tòa nhà còn lại ghi nhận tỷ lệ lấp đầy cải thiện nhẹ 0.2%. Mặt khác, doanh nghiệp không ghi nhận doanh thu từ bàn giao The Light Square do tình hình thị trường kém. Doanh nghiệp chia sẻ sẽ tiếp tục đẩy mạnh các biện pháp kích cầu trong thời gian tới.
Giá vốn hàng bán	1,118	1,425	27%	19%	
LN gộp	950	1,046	10%	24%	LN gộp tăng trưởng thấp hơn doanh thu do mảng biên thấp như M&E đóng góp tích cực nhất cho KQKD
Biên LN gộp (%)	46%	42%	-4đ%	2đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	113	136	20%	14%	
Doanh thu tài chính	110	137	24%	33%	Doanh thu tài chính tăng 24% svck, chủ yếu do tăng trưởng từ lãi tiền gửi, bù đắp cho lợi nhuận từ cổ tức giảm. Trong kỳ doanh nghiệp còn ghi nhận thêm một số khoản lãi nhỏ từ tỷ giá và lãi thanh lý các khoản đầu tư.
Chi phí tài chính	191	174	-9%	19%	Chi phí tài chính giảm 9% svck mặc dù chi phí lãi vay tăng nhẹ 4% svck, chủ yếu do năm ngoái doanh nghiệp ghi nhận lỗ tỷ giá 11.7 tỷ đồng và 11 tỷ đồng lỗ thanh lý các khoản đầu tư. Trong Q1/26 doanh nghiệp tiếp tục đăng ký đề thoái SGR, tuy nhiên các đợt bán đều chưa đạt kế hoạch do thị giá của SGR giảm sâu hơn kỳ vọng.
Lãi/lỗ từ LDLK	140	174	24%	20%	Chủ yếu đến từ tăng trưởng tích cực của mảng điện + nước.
Lợi ích cổ đông thiểu số	205	225	9%	40%	
LN ròng	611	714	17%	26%	Theo đó, LN ròng Q1/26 tăng 17% svck, phù hợp với dự phóng của MBS.
Cơ điện lạnh	19	41	116%	21%	LN mảng cơ điện tăng mạnh do Q1/26 ghi nhận hoàn nhập dự phòng phải thu từ một số dự án đã hoàn thành.
Điện	413	425	3%	29%	LN mảng điện tăng 3%, trong đó, thủy điện và điện gió ghi nhận tăng trưởng tích cực nhờ vận hành ổn định, bù đắp cho LN các dự án ĐMT áp mái giảm do năm ngoái có ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng thuế.
Nước	66	91	38%	25%	Mảng nước ghi nhận sản lượng tăng nhẹ, chủ yếu đến từ dự án nâng công suất nhà máy nước Sông Đà GD2 của VCW. Tuy nhiên, LN tăng mạnh khi nhà máy vận hành ổn định, trong khi cùng kỳ năm ngoái ghi nhận KQKD rất thấp.
Cho thuê văn phòng & BDS	103	127	23%	14%	

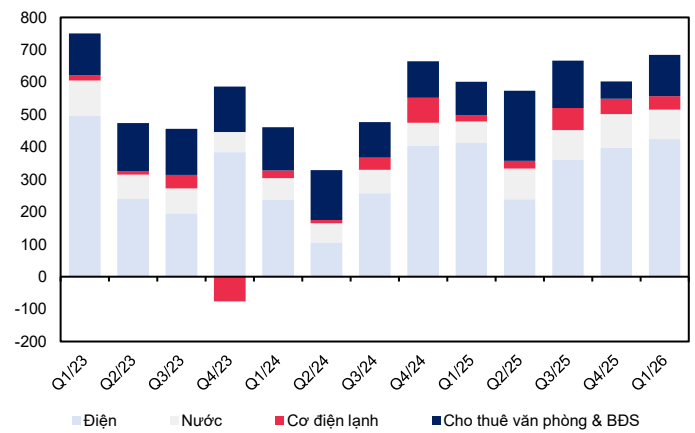
Nguồn: REE, MBS Research

Hình 4: Tăng trưởng mạnh trong 2025 nhờ thủy điện thuận lợi, Q1/26 tiếp tục duy trì mức tăng trưởng với đóng góp từ cơ điện



Nguồn: REE, MBS Research

Hình 5: Điện chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu LN ròng, theo sau là các mảng BDS và nước sạch (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: REE, MBS Research

Triển vọng 2026-27: Tăng tốc triển khai các dự án điện mới

Doanh nghiệp thông qua kế hoạch doanh thu và LNST đạt lần lượt 12,230 (+22.2% svck) và 2,814 (+11.3% svck). Trong đó, kỳ vọng LNST tăng trưởng mạnh nhất ở hai mũi nhọn chính là M&E và BDS nhà ở. Trong khi nhóm điện, nước đi ngang svck, với rủi ro giảm sản lượng thủy điện hiện hữu trong năm nay khi pha El Nino xuất hiện. Chúng tôi nhận định trong tình hình hiện tại, khi mà thị trường BDS đang gặp rất nhiều khó khăn sau những động thái thắt chặt của chính phủ, triển vọng của mảng M&E và bàn giao The Light Square có thể sẽ bị ảnh hưởng, do đó rủi ro không đạt kế hoạch năm có thể xảy ra trong 2026. Theo đó, chúng tôi đưa ra ước tính LN thận trọng hơn một chút so với kế hoạch bao gồm tăng trưởng LN ròng 2026-27 lần lượt đạt 9.4% và 19.4%.

Hình 6: Tổng hợp điều chỉnh dự phóng kết quả kinh doanh REE 2026-27 (so với báo cáo ngành điện 09/04/2026)

Tỷ đồng	2025	%svck	2026	%svck	%Δ	2027	%svck	%Δ	Đánh giá
Doanh thu	10,026	19.4%	11,635	16.1%	-1.6%	13,504	16.1%	8.2%	
Điện	4,999	16.6%	5,141	2.8%	1.2%	6,363	23.8%	-0.6%	
Nước	174	52.6%	184	6.0%	22.1%	196	6.0%	22.1%	Điều chỉnh tăng doanh thu TK+ tương ứng với KQKD tốt hơn dự kiến trong 2025, công ty không có đóng góp quá lớn cho LN của doanh nghiệp.
Cho thuê văn phòng & BDS	1,338	16.4%	1,934	44.6%	-12.8%	1,914	-1.0%	24.9%	Điều chỉnh giảm dự phóng 2026 và tăng dự phóng 2027 chủ yếu do lùi thời điểm bàn giao The Light Square phản ánh thị trường BDS kém hơn dự kiến.
Cơ điện lạnh	3,520	22.2%	4,376	24.3%	4.9%	5,032	15.0%	4.8%	Điều chỉnh tăng dự phóng mảng cơ điện lạnh chủ yếu phản ánh lượng backlog ký mới lớn hơn dự kiến ghi nhận trong đầu 2026.
Giá vốn hàng bán	6,236	18.6%	7,424	19.0%	0.9%	8,570	15.4%	12.8%	
LN gộp	3,775	20.8%	4,196	11.2%	-5.9%	4,917	17.2%	0.8%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	38%		36%	-2đ%	-2đ%	36%	0đ%	-3đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	775	11.3%	963	24.3%	5.7%	1,093	13.6%	4.1%	
Doanh thu tài chính	447	40.7%	570	27.6%	1.9%	733	28.5%	1.7%	
Chi phí tài chính	740	-6.4%	894	20.7%	-1.4%	1,061	18.8%	0.2%	
Lãi/lỗ từ LDLK	840	17.1%	855	1.8%	-1.2%	969	13.3%	6.2%	
LN ròng	2,529	26.9%	2,767	9.4%	0.0%	3,304	19.4%	3.3%	Theo đó, LN ròng về cơ bản không có sự điều chỉnh quá đáng kể so với dự phóng trước đó. Cụ thể, các điều chỉnh về tiến độ của The Light Square được bù đắp bởi các điều chỉnh tăng nhẹ của các mảng kinh doanh còn lại
Điện	1,412	40.2%	1,227	-13.0%	2.1%	1,510	23.1%	-4.4%	
Nước	371	39.3%	410	10.7%	3.3%	487	18.8%	2.3%	
Cho thuê văn phòng & BDS	571	0.5%	771	35.2%	-13.0%	812	5.3%	16.1%	
Cơ điện lạnh	164	10.1%	215	31.2%	0.5%	241	12.0%	4.7%	

Nguồn: REE, MBS Research

Mảng BDS nhà ở và cho thuê văn phòng là động lực tăng trưởng 2026

Cho thuê văn phòng: Kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy E.Town 6 tiếp tục cải thiện

Ước tính tỷ lệ lấp đầy các dự án cũ có thể cải thiện nhẹ đạt 93% từ mức trung bình 92% trong 2025, thấp hơn kế hoạch doanh nghiệp là 97% do chúng tôi thận trọng trong bối cảnh kinh tế tư nhân nhìn chung đang đối mặt với khá nhiều khó khăn. Riêng đối với E.Town 6, ước tính tỷ lệ lấp đầy đạt 80% từ mức 53% trong 2025, sau đó sẽ tăng dần lên mức 93% trong 2027. Dự địa tăng giá thuê không quá lớn, ước tính chỉ tăng 3% svck do tính cạnh tranh cao của thị trường văn phòng hạng B. Trong dài hạn, hoàn thiện các kết nối giao thông như tuyến đường nối nhà ga mở rộng của sân bay Tân Sơn Nhất và khởi công tuyến metro

Bến Thành – Tham Lương sẽ giúp tăng cường lợi thế cạnh tranh và hấp dẫn của các dự án E.Town khu vực Cộng Hòa.

Mảng BDS nhà ở: Tiến độ ghi nhận doanh thu The Light Square có thể chậm hơn dự kiến

Trong 2025, doanh nghiệp ghi nhận chuyển nhượng quyền phát triển phần chung cư dự án The Light Square và bàn giao một vài căn phân khu thấp tầng, đem về ~182 tỷ đồng doanh thu. Sang 2026, hoạt động bán hàng không quá khả quan, doanh nghiệp không ghi nhận bàn giao dự án trong Q1/26 trong bối cảnh thị trường BDS ảm đạm sau hàng loạt các động thái về siết tín dụng và nâng lãi suất. Chúng tôi đưa ra giả định dự án sẽ chỉ bàn giao ~55% số căn trong 2026 và phần còn lại bàn giao trong 2027. The Light Square vẫn có lợi thế tốt nằm tại trung tâm hành chính đặc địa ở Thái Bình, nay là tỉnh Hưng Yên, giá bán hợp lý và hướng tới nhu cầu ở thực.

Cơ điện lạnh: Nguồn việc được đảm bảo nhờ lượng backlog lớn

2026 tiếp tục duy trì lượng backlog chuyển tiếp cao đạt 5,913 tỷ đồng (2025 là 5,500 tỷ đồng). Nhờ đó, doanh nghiệp tự tin đặt kế hoạch 2026 với doanh thu và LNST lần lượt tăng 33% và 38% svck. Tuy nhiên, trong bối cảnh hiện tại, chúng tôi nhận thấy rủi ro không đạt kế hoạch khi tình hình ảm đạm ở thị trường BDS có thể dẫn đến sự sụt giảm trong hoạt động xây dựng, điều này sẽ trực tiếp làm chậm tiến độ triển khai hoạt động M&E của REE. Mặt khác, chúng tôi vẫn nhận thấy triển vọng khá lớn từ các dự án sử dụng nguồn vốn công như nhà ga sân bay, trụ sở bộ ban ngành, bệnh viện; Các dự án cơ điện cho trung tâm dữ liệu, xử lý chất thải, hạ tầng nhà xưởng KCN công nghệ cao sẽ được REE tập trung tối đa nguồn lực để triển khai trong thời gian tới. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng thị trường chính là BDS phân khúc cao cấp (điểm mạnh của REE) sẽ vẫn phần nào kéo triển vọng kinh doanh mảng M&E xuống trong ít nhất hết 2026.

Mảng điện: Kỳ vọng dẫn dắt tăng trưởng nhờ đẩy mạnh triển khai dự án

Huy động thủy điện kỳ vọng sẽ giảm trong 2026 khi pha El Nino xuất hiện

Chúng tôi ước tính sản lượng thủy điện sẽ giảm trong 2026 khi IRI đưa ra cảnh báo về một chu kỳ El Nino mạnh có khả năng rất cao, duy trì từ nay đến đầu năm 2027. Theo Trung tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia, nền nhiệt độ trên cả nước duy trì cao hơn trung bình nhiều năm (TBNN) từ 0.5-1.5 độ C, cùng với lượng mưa phần lớn các khu vực thấp hơn từ 10-25% sv mức trung bình, chỉ riêng khu vực Bắc Bộ và Bắc Trung Bộ vẫn duy trì được lượng mưa cao hơn từ 5-10% TBNN. Theo đó, trong bối cảnh huy động thủy điện trong nửa cuối năm ngoài khá tích cực nhờ thời tiết thuận lợi, nhìn chung huy động trong năm 2026 sẽ có xu hướng giảm rõ rệt -9.2% svck sau đó phục hồi 5% trong 2027.

Về giá bán, tỷ lệ alpha (Qc) giữ nguyên là 98% trong 2026 cho thấy dư địa huy động trên thị trường điện không quá cao. Tuy nhiên, việc giá bán trên thị trường điện có sự cải thiện mạnh trong các tháng gần đây phần nào cũng giúp cải thiện giá bán bình quân các nhà máy thủy điện lớn của REE, chúng tôi ước tính giá bán điện bình quân có thể tăng 5% svck trong 2026 và duy trì mức tăng trung bình 2% mỗi năm từ 2027.

Hình 7: Dự phóng KQKD mảng điện giai đoạn 2025-27

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	%svck	2026	%svck	2027	%svck
Tổng sản lượng (tr kWh)*	11,705	10.8%	11,412	-2.5%	12,031	5.4%
Thủy điện	7,210	29.2%	6,544	-9.2%	6,873	5.0%
Điện gió	366	0.5%	471	28.7%	866	83.9%
Điện MT áp mái	135	-0.7%	136	0.4%	136	0.0%
Điện bán lẻ	342	0.0%	366	7.0%	384	4.8%
Điện than	3,652	-11.7%	3,895	6.7%	3,774	-3.1%
					-	
Doanh thu (hợp nhất)	4,999	16.6%	5,141	2.8%	6,363	23.8%
Thủy điện	3,129	25.3%	2,934	-6.2%	3,257	11.0%
Điện gió	822	3.4%	1,047	27.4%	1,852	76.9%
Điện MT áp mái	274	1.1%	291	6.2%	297	2.0%
Điện bán lẻ	774	7.1%	870	12.4%	957	10.1%
					-	
LNST (hợp nhất)	1,298	43.6%	1,133	-12.7%	1,378	21.7%
Thủy điện	1,131	62.7%	879	-22.3%	1,034	17.6%
Điện gió	158	1.9%	202	27.9%	282	39.7%
Điện MT áp mái	48	16.2%	68	40.8%	82	20.0%
Điện bán lẻ	28	12.4%	26	-7.0%	29	13.3%
Điện than	23	-66.1%	37	64.5%	37	-1.2%

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

Nguồn: REE, MBS Research

Liên tục đẩy mạnh triển khai các dự án mới, REE cho thấy vị thế tiên phong trong chu kỳ phát triển mới của ngành NLTT

Các nhà máy điện NLTT của REE hiện tại đang vận hành ổn định và đem lại nguồn thu dồi dào hàng năm, chúng tôi kỳ vọng mức huy động sản lượng duy trì bền vững cho các năm tới.

Về kế hoạch triển khai dự án, chúng tôi đánh giá cao REE trong chu kỳ sắp tới nhờ danh mục các dự án triển khai gổ đầu lớn, cũng như quan điểm chủ động của ban lãnh đạo trong việc tìm kiếm và nghiên cứu thêm các dự án trong lĩnh vực NLTT nhằm đảm bảo được nguồn việc trong trung hạn. Trong 2025, doanh nghiệp hoàn tất mua lại 35% cổ phần dự án thủy điện nhỏ Nậm Ban 2 (22MW), 100% thủy điện Đắc Nghe (7MW), và trong Q1/26 đưa vào vận hành điện gió Duyên Hải (48MW), dự án REE sở hữu 70%. Trong cuối 2026 đầu 2027, doanh nghiệp dự kiến tiếp tục đưa vào vận hành 2 dự án điện gió V1-3 GĐ2 (48MW) và V1-5 V1-6 (80MW) tại Vĩnh Long, cùng với 1 dự án thủy điện nhỏ Trà Khúc 2 (30MW), đều là các dự án REE sở hữu 100%. Hơn thế nữa, doanh nghiệp cũng đang đồng thời triển khai dự án điện gió Phú Cường 1A-1B (200MW) kỳ vọng đi vào vận hành từ 2028. Ngoài các doanh nghiệp đã được điểm tên, REE còn đang liên tục tìm cơ hội đầu tư nghiên cứu các dự án ĐMT nổi nhằm tận dụng lợi thế lòng hồ thủy điện, nghiên cứu, khảo sát dự án điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 (500MW), cho thấy quyết tâm rất lớn của doanh nghiệp trong lĩnh vực này. Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực chính giúp REE duy trì tăng trưởng LN bền vững trong các năm tới.

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

Danh mục	Công suất (MW)	Tỉ lệ sở hữu (%)	Công suất theo sở hữu (MW)	Vị trí (cũ)	Nhận xét
Thủy điện	1,401		584		
VSH	356	53%	187	Bình Định – Kon Tum	
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	
Thác Bà 2	19	70%	13	Yên Bái	Đi vào vận hành trong 2025
SP2	35	35%	12	Lào Cai	Mua lại trong Q4/25
GE Tây Nguyên	7	100%	7	Kon Tum	Thâu tóm thông qua VSH
Trà Khúc 2*	30	100%	30	Quảng Ngãi	Dự kiến đi vào hoạt động từ 2027
Nhiệt điện	1,140		239		
PPC	1,040	23%	239	Hải Dương	
NBP	100	30%	30	Ninh Bình	Thoái vốn trong 2025
Năng lượng tái tạo	244		205		
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	
Duyên Hải	48	70%	34	Trà Vinh	Đi vào vận hành trong Q1/2026
Duyên Hải 2 (V1-3 GD2)*	48	100%	48	Trà Vinh	Dự kiến vận hành từ cuối 2026 đầu 2027
Duyên Hải 3 (V1-5, V1-6)*	80	100%	80	Trà Vinh	Dự kiến vận hành từ cuối 2026 đầu 2027
Phú Cường 1A-1B*	200	90%	180	Cần Thơ	Đang lập FS
Tổng công suất	2,785		1,028		
Tổng công suất kỳ vọng*	3,143		1,366		

Nguồn: REE, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2024	2025	2026	2027	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	8,395	10,026	11,635	13,504	LN trước thuế	2,688	3,520	3,760	4,443
Giá vốn hàng bán	(5,260)	(6,236)	(7,424)	(8,570)	Khấu hao	1,298	1,385	1,541	1,867
Lợi nhuận gộp	3,124	3,775	4,196	4,917	Thuế đã nộp	(280)	(330)	(481)	(529)
Chi phí quản lý DN	(578)	(655)	(634)	(746)	Các khoản điều chỉnh khác	(167)	(428)	(341)	(426)
Chi phí bán hàng	(118)	(120)	(329)	(348)	Thay đổi VLĐ	981	(756)	(92)	(478)
LN từ HĐKD	2,428	3,000	3,234	3,824	LCTT từ HĐKD	3,784	2,711	3,501	3,746
EBITDA thuần	3,692	4,299	4,775	5,690	Đầu tư TSCĐ	(1,035)	(2,022)	(6,959)	(1,073)
LN trước thuế & lãi vay	2,428	3,000	3,234	3,824	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	5	14	-	-
Thu nhập lãi	318	447	570	733	LCTT từ đầu tư	205	(4,556)	(6,387)	(575)
Chi phí tài chính	(791)	(740)	(894)	(1,061)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	28	86	-	-
Thu nhập ròng khác	15	(27)	(5)	(21)	Tiền vay ròng nhận được	(376)	135	2,298	(962)
TN từ các Cty LK & LD	717	840	855	969	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	2,688	3,520	3,760	4,443	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1,027)	(966)	(542)	(542)
Thuế TNDN	(292)	(369)	(481)	(529)	LCTT từ hoạt động TC	(1,375)	(745)	1,566	(1,737)
Lợi nhuận sau thuế	2,396	3,150	3,278	3,914	Tiền & tương đương tiền đầu ki	3,023	5,636	3,046	1,725
Lợi ích cổ đông thiểu số	(403)	(621)	(512)	(610)	LC tiền thuần trong năm	2,613	(2,590)	(1,321)	1,434
Lợi nhuận ròng	1,993	2,529	2,767	3,304	Tiền & tương đương tiền cuối ki	5,636	3,046	1,725	3,159
Chi trả cổ tức	(1,027)	(966)	(542)	(542)					
Lợi nhuận giữ lại	967	1,563	2,225	2,762					
Bảng cân đối kế toán	2024	2025	2026	2027	Các chỉ số cơ bản	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	5,636	3,046	1,725	3,159	Tăng trưởng doanh thu thuần	-2.2%	19.4%	16.1%	16.1%
Đầu tư ngắn hạn	1,060	4,652	4,612	4,803	Tăng trưởng EBITDA	-11.7%	16.4%	11.1%	19.2%
Phải thu khách hàng	3,130	4,192	4,774	5,343	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-17.8%	23.6%	7.8%	18.2%
Hàng tồn kho	1,277	1,524	1,721	1,908	Tăng trưởng LN trước thuế	-12.1%	31.0%	6.8%	18.2%
Các tài sản ngắn hạn khác	183	288	320	355	Tăng trưởng LN ròng	-8.9%	26.9%	9.4%	19.4%
Tổng tài sản ngắn hạn	11,286	13,701	13,152	15,569	Tăng trưởng EPS	-8.9%	26.9%	9.4%	19.4%
Tài sản cố định	13,890	14,059	16,343	20,258					
Tài sản vô hình	71	70	70	70	Biên LN gộp	37.2%	37.7%	36.1%	36.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	1,453	2,433	5,567	858	Biên EBITDA	44.0%	42.9%	41.0%	42.1%
Đầu tư vào công ty con	2,542	2,478	2,286	2,094	Biên LN ròng	23.7%	25.2%	23.8%	24.5%
Đầu tư vào công ty LDLK	6,199	6,312	7,166	8,135	ROAE	9.5%	10.8%	10.6%	11.2%
Khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROAA	5.6%	6.6%	6.4%	7.0%
Tài sản dài hạn khác	885	913	1,228	1,391	ROIC				
Tổng tài sản dài hạn	25,077	26,373	32,725	32,878	Vòng quay tài sản	23.6%	26.2%	27.1%	28.6%
Tổng tài sản	36,362	40,075	45,877	48,447	Cổ tức chi trả/LN ròng	51.5%	38.2%	19.6%	0.0%
Vay & nợ ngắn hạn	1,254	1,473	1,822	2,315	Tổng nợ vay/VCSH	61.9%	61.6%	67.8%	58.9%
Phải trả người bán	724	1,258	1,087	1,189	Nợ vay ròng/VCSH	21.2%	31.5%	41.8%	29.6%
Phải trả ngắn hạn khác	2,091	2,417	3,307	3,519	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	13.1%	19.5%	24.8%	0.0%
Tổng nợ ngắn hạn	4,070	5,147	6,215	7,022	Khả năng thanh toán lãi vay	3.3	4.4	3.8	3.7
Vay & nợ dài hạn	9,143	9,380	11,329	9,874	Số ngày phải thu	150	133	150	144
Các khoản phải trả khác	695	751	990	1,069	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	91	82	85	81
Tổng nợ dài hạn	9,838	10,131	12,319	10,943	Số ngày phải trả tiền bán	47	58	53	51
Tổng nợ	13,908	15,278	18,534	17,965	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.8	2.7	2.1	2.2
Vốn điều lệ	4,710	5,417	5,417	5,417	Khả năng thanh toán nhanh	2.5	2.4	1.8	1.9
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.6	1.5	1.0	1.1
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
LN giữ lại	12,761	14,104	16,329	19,090	Định giá				
Các quỹ thuộc VCSH	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	3,200	4,060	4,442	5,303
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	BVPS (đồng/cp)	28,049	31,337	34,909	39,343
Vốn chủ sở hữu	21,026	23,371	26,107	29,479	P/E (lần)	15.8	12.4	11.4	9.5
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,555	3,850	4,362	4,972	P/B (lần)	1.8	1.6	1.4	1.3
Tổng vốn chủ sở hữu	22,455	24,797	27,343	30,482					
Tổng nợ và VCSH	36,362	40,075	45,877	48,447					

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

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng