

CTCP Cơ điện lạnh (REE)

Khả Quan
(+24,7%)

Giá hiện tại	VND45.400
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND62.350/43.850
Giá mục tiêu	VND56.600
Giá mục tiêu trước đó	VND66.640
Consensus	-5,6%
Tiềm năng tăng giá	24,7%
Tỷ suất cổ tức	1,9%
Tổng tỷ suất sinh lời	26,6%

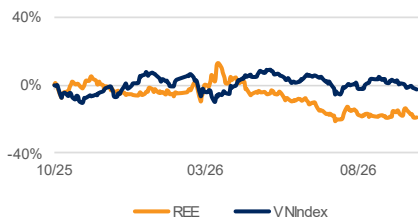
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	1.083,0
GTGDQ 3 tháng (tr USD)	0,8
Sở hữu NN (tr USD)	0,0
Số CP lưu hành (tr)	623
Số CP sau pha loãng (tr)	623

	REE	Ngành	VNI
P/E trượt	9,3x	11,0x	11,9x
P/B hiện tại	1,1x	1,6x	1,9x
ROA	8,0%	4,9%	2,4%
ROE	12,9%	17,7%	6,5%

* dữ liệu ngày 13/10/2026

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
REE	0,2%	-4,1%	-19,3%
VNIndex	-4,1%	-5,9%	-1,5%

Cơ cấu sở hữu

Platinum Victory Pte.Ltd	41,7%
Nguyễn Thị Mai Thanh	12,2%
Khác	46,1%

Tổng quan doanh nghiệp

REE là một tập đoàn hàng đầu Việt Nam chuyên về lĩnh vực cơ điện, năng lượng và bất động sản. Hiện tại, tập đoàn sở hữu tổng công suất phát điện ~1 GW, chủ yếu từ thủy điện và điện gió. Bên cạnh đó, REE còn cung cấp dịch vụ thi công cơ điện lạnh và phát triển các dự án bất động sản thương mại và dân cư.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Phạm Anh Tuấn

Tuan.nguyenganh11@vndirect.com.vn

Điện gió thúc đẩy LN điện phục hồi từ năm 2027

- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 56.600 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 24,7% và tỷ suất cổ tức 1,9%.
- Giá mục tiêu giảm 15% sv mức cũ, chủ yếu do cập nhật dự phóng dòng tiền mảng điện trong giai đoạn chịu ảnh hưởng mạnh bởi chu kỳ El Niño.
- P/E trượt hiện là 9,3x, thấp hơn so với P/E trung bình 5 năm (12,8x), là mức hấp dẫn khi xét đến triển vọng tích cực của DN.

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng trong 1H26 tăng 9,0% svck chủ yếu đến từ mảng M&E được hỗ trợ bởi nghiệm thu công trình và hoàn nhập dự phòng; cho thuê văn phòng hưởng lợi từ điện tích khai thác tăng.
- Chúng tôi dự báo LN ròng 2H26 giảm 11,2% svck khi tăng trưởng M&E và văn phòng bù đắp một phần suy giảm của điện. Sang năm 2027, LN ròng kỳ vọng tăng 10,7%, chủ yếu nhờ điện gió mới và triển khai danh mục hợp đồng M&E chuyển tiếp.

Luận điểm đầu tư

Điện gió dẫn dắt phục hồi LN điện trước áp lực từ El Niño

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng điện thuộc REE tăng 18,4% năm 2027, với các dự án điện gió mới tại Trà Vinh là động lực chính. Trong đó, Trà Vinh V1-4 và V1-3 giai đoạn 2 dự kiến vận hành đủ năm, còn V1-5&V1-6 giai đoạn 2 đóng góp từ 2Q27, thúc đẩy LN ròng điện gió tăng 92,1% nhờ công suất bổ sung. Trong khi đó, El Niño tiếp tục gây áp lực lên sản lượng thủy điện trong 2H26 và đầu 2027. Tuy nhiên, nguồn cung thủy điện hạn chế được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giá thị trường điện, giúp bù đắp một phần tác động từ thủy văn kém thuận lợi.

M&E tăng tốc nhờ nguồn việc chuyển tiếp, hợp đồng mới cùng cổ tăng trưởng

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu M&E tăng 39,0%/36,6% trong 2H26/2027, nhờ tiến độ tích cực từ thi công và nghiệm thu nguồn hợp đồng tích lũy. Chỉ trong nửa đầu 2026, hợp đồng ký mới đạt hơn 5.860 tỷ đồng, nổi bật với Trung tâm dữ liệu An Khánh, Nhà hát Ngọc Trai và các công trình tại Phú Quốc. Theo đó, chúng tôi dự phóng giá trị hợp đồng chuyển tiếp sang năm 2027 đạt gần 8.000 tỷ đồng; khoảng 89% doanh thu thi công cơ điện năm 2027 đến từ hợp đồng ký đến cuối năm 2026.

Tỷ lệ lấp đầy E.town 6 cải thiện hỗ trợ LN mảng cho thuê văn phòng

Chúng tôi kỳ vọng LN văn phòng thuộc REE tăng 16,2%/5,0% năm 2026/27, nhờ điện tích cho thuê tăng và chi phí tài chính giảm. Tỷ lệ lấp đầy bình quân E.town 6 dự phóng đạt 75%/85% trong 2026-27, trong khi các tòa nhà hiện hữu duy trì 95%, đưa tỷ lệ toàn danh mục lên 91%/93%. Đồng thời, dư nợ tại E.town Central và E.town 6 giảm giúp chi phí lãi vay văn phòng giảm 27,8%/29,2% năm 2026/2027, hỗ trợ kéo dài biên LN và đóng góp ổn định cho REE.

Định giá hấp dẫn khi xét đến triển vọng vững chắc của doanh nghiệp

REE hiện đang giao dịch ở mức P/E trượt là 9,3x thấp hơn so với P/E trung bình 5 năm (12,8x). Chúng tôi đánh giá mức định giá này tạo dư địa tăng giá khi triển vọng từ Duyên Hải, tiến độ nghiệm thu M&E và khả năng khai thác văn phòng được thể hiện rõ hơn trong KQKD. Khuyến nghị **KHẢ QUAN** dựa trên tăng trưởng của danh mục hiện hữu và các dự án đã được đưa vào dự phóng; những cơ hội dự án điện mới trong dài hạn có thể bổ sung giá trị khi tiến độ và hiệu quả đầu tư được xác lập.

	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	-2,2%	19,4%	6,0%	24,6%
Tăng trưởng LN	-8,9%	27,0%	-1,3%	10,7%
Biên LN góp	37,2%	37,7%	32,5%	30,8%
Biên LN ròng	23,7%	25,2%	23,5%	20,9%
P/E (lần)	18,2	12,9	15,0	13,5
P/B (lần)	1,9			
ROAE	11,0%	12,7%	11,7%	12,3%
Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	21,2%	31,5%	39,4%	61,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Giá điện và sản lượng nước hỗ trợ tăng LN

Hình 1: Tổng quan KQKD Q2/26 và 6T26

Tỷ đồng	Q2/26	% svck	6T26	% svck	sv. dự phòng
Doanh thu	2.426	-3,5%	4.897	6,9%	40,5%
- Điện	1.270	10,9%	2.664	9,5%	49,9%
- Nước	3	-95,0%	51	-51,6%	42,2%
- Bất động sản	316	-28,7%	629	-13,8%	31,0%
- Cơ điện lạnh	837	-3,2%	1.553	18,2%	33,8%
LN gộp	919	7,7%	1.965	9,0%	44,1%
Chi phí BH&QLDN	186	11,9%	322	15,2%	41,2%
LN tài chính thuần	(16)	-80,4%	(54)	-66,9%	11,3%
LN từ LDLK	169	-24,1%	343	-5,5%	36,8%
LNTT	885	6,7%	1.939	12,3%	47,4%
LN ròng	632	1,5%	1.346	9,1%	45,4%
- Điện	270	13,1%	695	6,6%	49,2%
- Nước	99	4,5%	190	17,9%	48,6%
- Bất động sản	127	-41,4%	254	-20,6%	31,8%
- Cơ điện lạnh	48	106,9%	89	112,8%	36,2%
Biến LN gộp	37,9%	3,9 điểm %	40,1%	0,8 điểm %	
Biến LN ròng	26,1%	1,3 điểm %	27,5%	0,6 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Giá điện cao hơn bù đắp sản lượng thủy điện suy giảm

LN ròng mảng điện Q2/26 tăng 13,1% svck lên 270 tỷ đồng. Trong 1H26, sản lượng thủy điện giảm 9,5% svck, nhưng LN ròng thủy điện vẫn tăng 11,6% nhờ giá thị trường điện bình quân tăng 30% và chi phí tài chính giảm. Sản lượng điện gió tăng 12,1% nhờ điều kiện gió thuận lợi và đóng góp mới từ Duyên Hải V1-4. Qua đó, LN ròng mảng điện 1H26 tăng 6,6% svck lên 695 tỷ đồng.

Sản lượng tiêu thụ cao hơn hỗ trợ LN mảng nước

LN ròng mảng nước Q2/26 tăng 4,5% svck lên 99 tỷ đồng, đưa LN ròng 1H26 tăng 17,9% svck lên 190 tỷ đồng. Trong 1H26, sản lượng nước xử lý tăng 5,8% svck lên 260,7 triệu m³, chủ yếu nhờ lượng nước sông Đà tiêu thụ tại Hà Nội tăng 25% sau khi hoàn thành giai đoạn 2. Sản lượng nước sạch phân phối tăng 5,1% svck, được hỗ trợ bởi nhu cầu tại TP.HCM và Khánh Hòa tăng lần lượt 5,4% và 4,0%. Trong khi đó, doanh thu hợp nhất mảng nước giảm do TK Plus chưa ghi nhận doanh thu từ các dự án đang triển khai, còn phần lớn LN cốt lõi của mảng nước được ghi nhận qua các công ty liên kết.

Thiếu hụt bàn giao nhà ở kéo giảm LN BĐS

Doanh thu và LN ròng mảng BĐS Q2/26 giảm lần lượt 28,7%/41,4% svck, xuống 316/127 tỷ đồng. Trong 1H26, doanh thu cho thuê văn phòng tăng 13,1% nhờ giá thuê và tỷ lệ lấp đầy cải thiện nhẹ. Tuy nhiên, doanh thu phát triển BĐS giảm từ 174 tỷ đồng xuống 1 tỷ đồng do không có thêm sản phẩm được bàn giao tại The Light Square, khiến LN ròng mảng BĐS giảm 20,6% svck xuống 254 tỷ đồng.

LN M&E cải thiện từ nền thấp

Doanh thu M&E Q2/26 giảm nhẹ 3,2% svck xuống 837 tỷ đồng, trong khi LN ròng tăng 106,9% svck từ nền thấp lên 48 tỷ đồng. Trong 1H26, doanh thu và LN ròng mảng M&E và thương mại tăng lần lượt 18,2% và 112,8% svck, lên 1,6 nghìn tỷ đồng và 89 tỷ đồng, nhờ ghi nhận khối lượng tại các dự án và hoàn nhập dự phòng phải thu. Giá trị hợp đồng ký mới trong 1H26 đạt 5,9 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ dự án Trung tâm dữ liệu An Khánh và Nhà hát Ngọc Trai.

Triển vọng 2H26/27: M&E và BĐS cho thuê hỗ trợ LN 2026, mảng điện dự kiến phục hồi từ năm 2027

Hình 2: Thay đổi dự phóng KQKD năm 2026-27

Tỷ trọng	Thực tế	Cũ	Mới		%Δ	
	2025	2026	2026	2027	2026	Nhận xét
Tổng doanh thu	10.012	12.079	10.619	13.233	-12,1%	
% svck	19,4%	14,4%	5,9%	24,6%	0,0%	
- Phát điện	4.979	5.338	4.464	5.293	-16,4%	Hạ dự phóng theo sản lượng thủy điện thấp hơn và cập nhật lịch vận hành dự án mới. Dự án điện gió Trà Vinh V1-3 giai đoạn 2 dự kiến COD cuối 2026; Trà Vinh V1-5&V1-6 giai đoạn 2 đóng góp từ 2Q27.
- Cho thuê văn phòng	1.155	1.330	1.295	1.324	-2,6%	Cập nhật tiến độ lấp đầy e.town 6, với tỉ lệ bình quân 75%/85% trong 2026/2027. Diện tích khai thác tăng hỗ trợ doanh thu tăng 11,1%/2,2% trong 2H26/2027.
- BĐS dân cư	282	699	123	183	-82,4%	Trong bối cảnh thanh khoản thị trường nhà ở suy giảm và chi phí vốn cao hạn chế sức mua, chúng tôi điều chỉnh thận trọng hơn tiến độ bán hàng và bàn giao The Light Square trong 2H26-2027.
- Nước	174	121	117	122	-3,8%	
- Cơ điện lạnh	3.520	4.591	4.620	6.311	0,6%	Nâng nhẹ dự phóng nhờ khối lượng hợp đồng chuyển tiếp và giá trị ký mới 1H26 đạt 5.865 tỷ đồng; triển khai và nghiệm thu danh mục này hỗ trợ doanh thu tăng 39,0%/36,6% trong 2H26/2027.
LN gộp	3.775	4.459	3.457	4.085	-22,5%	
Biên LN gộp (%)	37,7%	36,9%	32,6%	30,9%	-4,4% pts	
Chi phí BH&QLDN	(775)	(781)	(751)	(855)	-3,8%	
EBIT	3.000	3.679	2.706	3.230	-26,4%	
Chi phí tài chính ròng	(293)	(476)	(283)	(521)	-40,5%	Giảm dự phóng 2026 nhờ thu nhập tài chính và lãi thoái vốn từ dự án Sừ Pán 2 (~82 tỷ đồng). Năm 2027, chi phí tài chính thuần tăng 84,2% do ghi nhận lãi vay các dự án điện gió mới sau COD.
Thu nhập từ LDLK (điện & nước)	840	932	893	959	-4,2%	Dự phóng năm 2027 tăng 7,3%, chủ yếu nhờ lợi nhuận cải thiện tại PPC, SBH và TMP, đóng góp thêm từ SGR, cùng sản lượng VCW tăng khi khai thác công suất mở rộng của nhà máy nước sông Đà.
LN ròng	2.529	2.965	2.496	2.763	-15,8%	
% svck	26,9%	10,2%	-1,3%	10,7%	0,0%	
- Phát điện	1.412	1.413	1.151	1.362	-18,6%	
- Cho thuê văn phòng	460	608	534	561	-12,1%	
- BĐS dân cư	54	192	57	74	-70,1%	
- Nước	355	390	397	418	1,7%	
- Cơ điện lạnh	164	247	214	301	-13,2%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

M&E và BĐS cho thuê hỗ trợ nền LN 2H26, điện gió dẫn dắt phục hồi trong năm 2027

Trong 2H26, nguồn hợp đồng tích lũy giúp M&E tăng khối lượng thi công và nghiệm thu, còn diện tích thuê mới tại E.town 6 hỗ trợ LN mảng cho thuê văn phòng. Hai mảng này bù đắp phần suy giảm của điện khi El Niño ảnh hưởng sản lượng thủy điện. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2H26 tăng 5,3% svck, trong khi LN ròng thuộc REE giảm 11,2%.

Sang 2027, chúng tôi kỳ vọng các nhà máy điện gió mới đi vào vận hành tại khu vực Duyên Hải (Vĩnh Long) sẽ thúc đẩy LN ròng mảng điện phục hồi 18,4% svck. Đồng thời, triển khai nguồn hợp đồng chuyển tiếp giúp LN ròng mảng M&E tăng 40,6% svck, trong khi tỷ lệ lấp đầy E.town 6 cải thiện hỗ trợ LN ròng văn phòng tăng 5,0%. Ba động lực này đưa LN ròng hợp nhất tăng 10,7% svck.

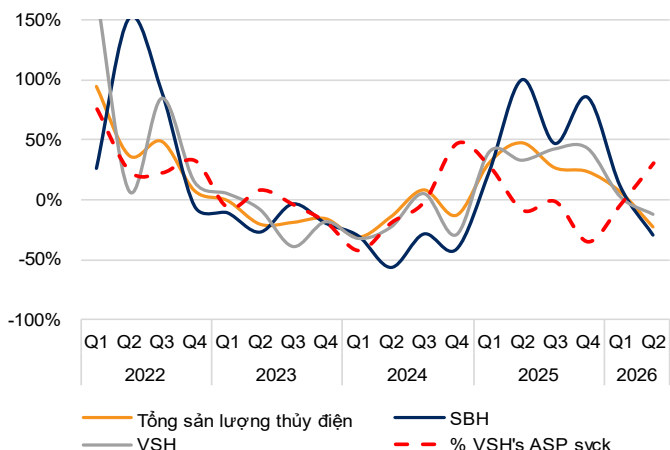
Điện: Thủy điện gặp khó, điện gió dẫn dắt phục hồi LN mảng điện năm 2027

Trong bối cảnh pha El Niño dự kiến sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu suất hoạt động của các nhà máy thủy điện, chúng tôi kỳ vọng danh mục điện gió đang triển khai (328 MW) sẽ là động lực hỗ trợ cho KQKD mảng điện của REE trong thời gian tới, giúp LN ròng mảng điện phục hồi 18,4% svck trong năm 2027 sau khi suy giảm 18,5% svck trong năm 2026.

Thủy điện: Giá bán hỗ trợ KQKD trong bối cảnh sản lượng chịu áp lực trước El Niño

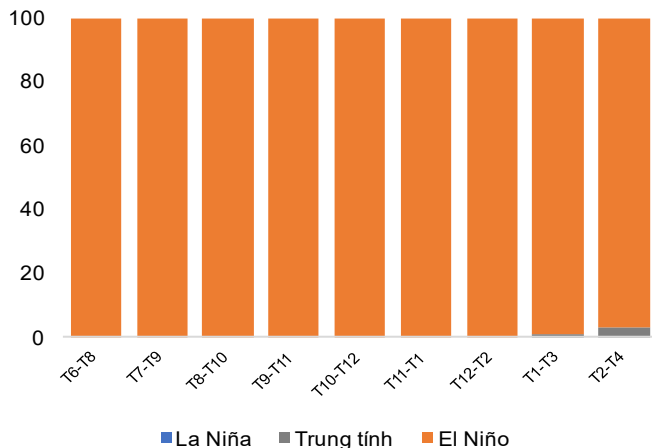
WMO dự báo xác suất El Niño duy trì đến tháng 2/2027 gần 100%, kéo dài áp lực lên nguồn nước và khả năng tích nước cho mùa khô. Trung tâm Dự báo KTTV Quốc gia dự báo mưa tháng 10/2026 tại Nam Trung Bộ–Tây Nguyên thấp hơn 5–20% so với trung bình nhiều năm, trong khi vùng núi Bắc Bộ cao hơn 5–20%. Với việc phần lớn công suất thủy điện của REE tập trung tại khu vực miền Trung-Tây Nguyên, chúng tôi nhận thấy rằng REE vẫn chịu áp lực đáng kể từ El Niño tới giữa 2027. Theo đó, chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện giảm 27% svck trong 2H26 và duy trì trong năm 2027.

Hình 3: Sản lượng thủy điện suy giảm nhưng giá bán cải thiện trong 6T26



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

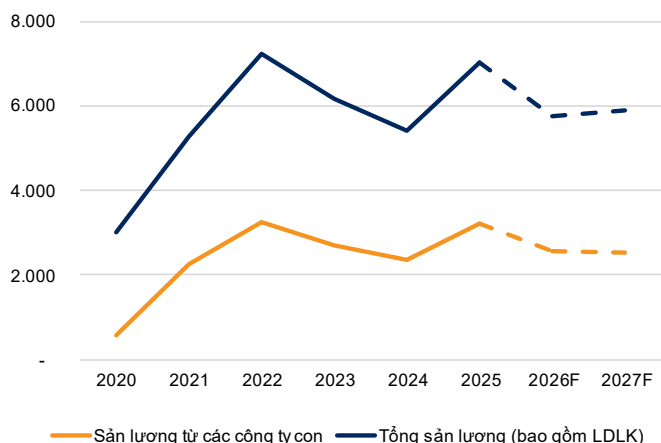
Hình 4: El Niño dự kiến kéo dài sang đầu năm 2027, gây áp lực lên sản lượng thủy điện



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

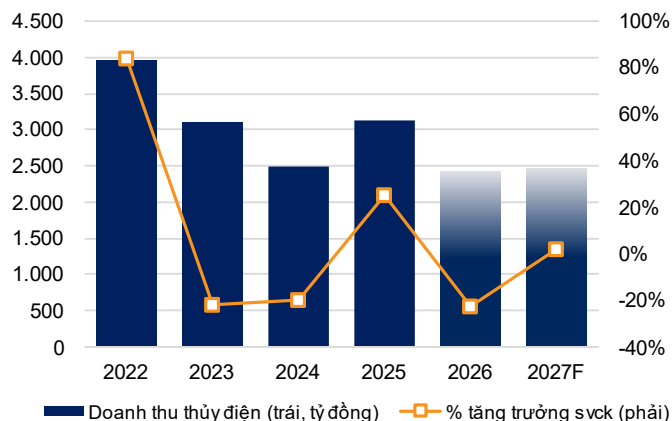
Việc sản lượng thủy điện suy giảm trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ gia tăng sẽ khiến hệ thống phải đẩy mạnh huy động các nguồn điện có chi phí cao hơn (như điện than, điện khí), qua đó hỗ trợ giá điện trên thị trường cạnh tranh. Giá bán cải thiện có thể bù đắp một phần tác động của sản lượng giảm lên doanh thu thủy điện. Tuy nhiên, mức hưởng lợi của từng nhà máy phụ thuộc tỷ trọng sản lượng được thanh toán theo giá thị trường so với giá hợp đồng. Trên cơ sở đó, chúng tôi giả định giá bán điện bình quân của phần lớn nhà máy tăng 1,5% năm 2027, hỗ trợ LN danh mục trong điều kiện thủy văn kém thuận lợi.

Hình 5: Dự phóng sản lượng thủy điện của REE (triệu kWh)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Dự phóng DT thủy điện của REE (tỷ đồng)



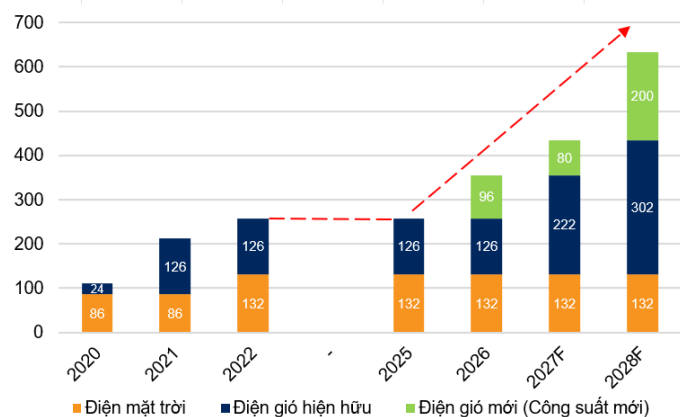
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

NLTT: Điện gió dẫn dắt tăng trưởng trong cả trung và dài hạn

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với triển vọng NLTT của REE, với các dự án điện gió mới là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2026–28. Đóng góp tăng dần theo tiến độ vận hành:

- Năm 2026, nhà máy điện gió Trà Vinh V1-4 (48 MW), vận hành từ tháng 3, sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng sản lượng trong 2H26. Chúng tôi dự phóng sản lượng điện gió 2H26 tăng 29,8% svck, hỗ trợ doanh thu NLTT tăng 25,7%. Ngoài ra, dự án điện gió Trà Vinh V1-3 giai đoạn 2 (48 MW) dự kiến cũng sẽ đi vào vận hành cuối năm nay, tạo nền đóng góp cho năm 2027.
- Năm 2027, chúng tôi kỳ vọng REE tiếp tục đưa dự án mới Trà Vinh V1-5&V1-6 giai đoạn 2 (80 MW) bắt đầu đóng góp từ 2Q27. Theo đó, cùng với 2 dự án Trà Vinh V1-4 và Trà Vinh V1-3 giai đoạn 2 đã vận hành trong năm 2026, chúng tôi dự phóng sản lượng điện gió tăng 83,5%, đưa doanh thu NLTT tăng 57,8% và LN điện gió tăng 92,1%, qua đó hỗ trợ LN ròng mảng điện phục hồi 18,4%.
- Năm 2028, chúng tôi dự kiến dự án điện gió Phú Cường 1A&1B (200 MW), sẽ hoàn thành và đóng góp vào KQKD của REE trong cả năm. Cùng với đóng góp đủ năm của dự án điện gió Trà Vinh V1-5&V1-6 giai đoạn 2, sản lượng điện gió dự phóng tiếp tục tăng trưởng 72,6% svck.

Hình 7: REE dự kiến sẽ nâng tổng công suất NLTT thêm 23%/46% năm 2027-28 (MW) (chỉ tính các dự án đang triển khai)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Danh mục các dự án điện của REE và 1 số dự án tiềm năng khác

	Công suất (MW)	Năm vận hành dự kiến	Vốn đầu tư ước tính (tỷ đồng)	Tình trạng
Dự án thủy điện				
Trà Khúc 2	30	2027	1.200	Đang xây dựng
Dự án điện gió				
Duyên Hải 2 - V1-3 GĐ2	48	Q4/2026	2.257	Đang triển khai
Duyên Hải 3 - V1-5&V1-6 GĐ2	80	2027	3.864	Đang triển khai
Phú Cường 1A&1B	200	2028	9.140	Khởi công 19/05/2026
Trà Vinh V3-5	96	2028-30	N/A	Dự án tiềm năng
Trà Vinh V3-7	200	2028-30	N/A	Dự án tiềm năng
Trà Vinh V1-4 GĐ2	48	2030	N/A	Đang đề xuất
Vĩnh Tân (Vĩnh Phước, Cần Thơ)	200	Chưa xác định	N/A	Đang đề nghị chấp thuận chủ trương đầu tư
Nam Bộ 3 - ngoài khơi	500	2031-35	N/A	Đã triển khai LIDAR đo gió
Một số dự án điện mặt trời nổi tiềm năng trong QHĐ8				
Hồ Sóng Hình	200	2028-29		
Hồ Sóng Ba Hạ	220	2028-29		

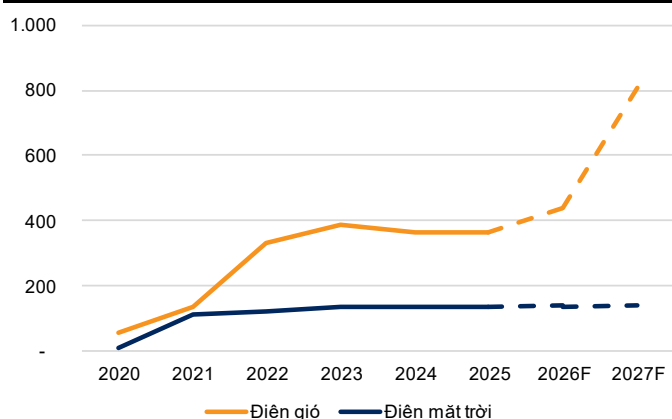
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, QHĐ 8, VNDIRECT RESEARCH

Về dài hạn, REE còn dự địa mở rộng công suất tới năm 2030 từ hai nhóm dự án tiềm năng:

- Điện gió gần bờ và điện mặt trời nổi: gồm các dự án điện gió Trà Vinh V1-4 giai đoạn 2 (48 MW), Trà Vinh V3-5 (96 MW), Trà Vinh V3-7 (200 MW) và Vĩnh Tân (200 MW); cùng các dự án điện mặt trời nổi tại hồ Sông Hình (200 MW) và Sông Ba Hạ (220 MW).
- Điện gió ngoài khơi quy mô lớn: dự án điện gió Nam Bộ 3 (500 MW) mở rộng cơ hội tăng trưởng dài hạn sang loại hình có quy mô và yêu cầu vốn lớn hơn.

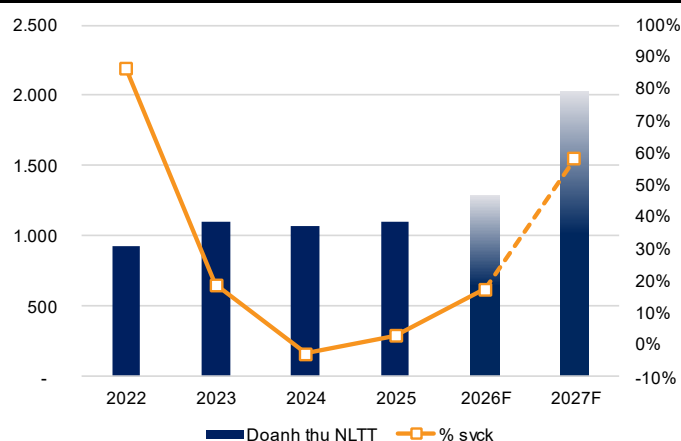
Chúng tôi xem danh mục này là nền tảng tăng trưởng dài hạn nhưng chưa đưa nhóm này vào dự phóng và định giá do tiến độ đầu tư, thời điểm vận hành và điều kiện bán điện chưa đủ rõ. Theo đó, định giá hiện phản ánh các dự án đang triển khai; danh mục tiềm năng có thể bổ sung giá trị khi kế hoạch phát triển được cụ thể hóa.

Hình 9: Dự phóng sản lượng NLTT (triệu kWh)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Dự phóng DT NLTT của REE (tỷ đồng)



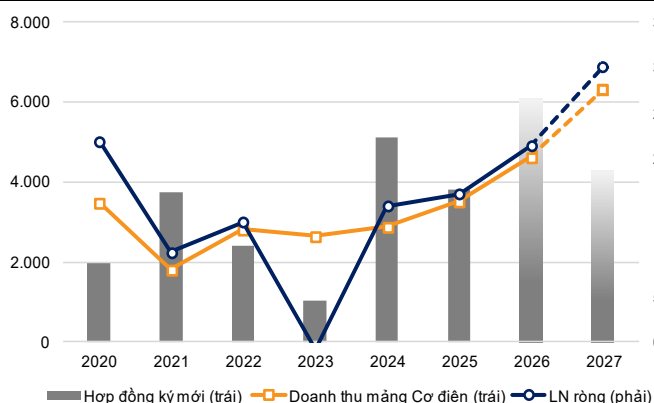
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Cơ điện lạnh (M&E): Long Thành thúc đẩy doanh thu 2H26; danh mục hợp đồng mới mở rộng dự địa tăng trưởng

Chúng tôi đánh giá tích cực triển vọng M&E nhờ khối lượng hợp đồng chuyển tiếp lớn và nguồn việc mới được bổ sung từ các dự án trung tâm dữ liệu, công trình công cộng và du lịch. Danh mục hợp đồng này tạo nền doanh thu cho giai đoạn 2026–27, đồng thời mở rộng nguồn việc sang nhiều loại công trình, giảm phụ thuộc vào tiến độ của một dự án lớn.

Trong 2H26, chúng tôi dự phóng doanh thu/LN ròng M&E tăng 39,0%/2,4% svck, nhờ triển khai và nghiệm thu các hợp đồng chuyển tiếp từ năm 2025, cùng đóng góp từ các hợp đồng mới, qua đó giúp DT/LN ròng cả năm 2026 tăng 31,3%/30,6% svck. Trong đó chúng tôi kỳ vọng gói cơ điện nhà ga hành khách Long Thành tiếp tục đóng góp đáng kể vào doanh thu 2H26 theo khối lượng hoàn thành.

Hình 11: Hợp đồng ký mới tạo nền tảng tăng trưởng doanh thu và LN M&E giai đoạn 2026-27 (tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Danh mục dự án M&E trọng điểm và tiến độ triển khai

Dự án	Chủ đầu tư/địa điểm	Thông tin dự án & tình trạng
Nhà ga hành khách Long Thành (LTIA)	ACV; Đồng Nai	- Nhà ga khoảng 373.000 m ² sàn, công suất 25 triệu hành khách/năm - Đang hoàn thiện và chạy thử hệ thống; mục tiêu khai thác thương mại tháng 12/2026 - Diện tích 1,9 ha, công suất thiết kế 60 MW; block đầu tiên khoảng 20.000 m ² sàn, 2.400 rack
Trung tâm dữ liệu An Khánh	Viettel; Hà Nội	- Đã cất nóc giai đoạn 1 ngày 27/1/2026; tháng 8/2026 triển khai lắp đặt hệ thống quản lý trung tâm dữ liệu.
Nhà hát Ngọc Trai và Công viên văn hóa nghệ thuật chuyên đề	Sun Group; Hà Nội	- Toàn tổ hợp khoảng 19,1 ha, vốn đầu tư hơn 12.000 tỷ đồng. - Cơ bản hoàn thành móng và tầng hầm, chuyển sang kết cấu thép; dự kiến hoàn thành năm 2027
Cụm dự án Phú Quốc	Phú Quốc	Đã có hợp đồng M&E; chưa xác nhận tiến độ từng công trình trong danh mục REE.
Khu nghỉ dưỡng Phú Ninh	Quảng Bình	Đã có hợp đồng M&E; chưa xác nhận tỷ lệ thi công và lịch bàn giao.

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Sang năm 2027, nguồn việc được củng cố bởi 5.865 tỷ đồng hợp đồng ký mới trong 6T26, trong đó các hợp đồng nổi bật gồm Trung tâm dữ liệu An Khánh, Nhà hát Ngọc Trai và Công viên văn hóa nghệ thuật chuyên đề, cụm dự án Phú Quốc và khu nghỉ dưỡng Phú Ninh. Theo đó, chúng tôi dự phóng hợp đồng chuyển tiếp sang năm 2027 lên tới 7.914 tỷ đồng, tạo cơ sở cho doanh thu/LN ròng tăng 36,6%/40,6% svck.

Về trung và dài hạn, chúng tôi kỳ vọng đầu tư vào trung tâm dữ liệu, hạ tầng công và năng lượng tạo thêm nguồn việc cho REE M&E, nhờ nhu cầu lắp đặt hệ thống điện, làm mát và điều khiển đồng bộ. Đặc thù các công trình này đòi hỏi kỹ thuật phức tạp và độ tin cậy cao, tạo lợi thế cho nhà thầu có kinh nghiệm triển khai dự án lớn như REE. Trên cơ sở đó, chúng tôi đánh giá doanh nghiệp có khả năng mở rộng danh mục hợp đồng, bổ sung nguồn doanh thu khi các dự án hiện hữu dần hoàn thành.

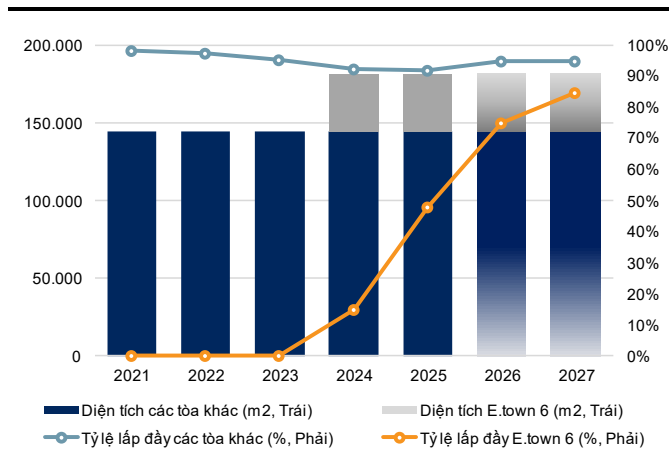
Bất động sản: Cho thuê văn phòng cùng cố tăng trưởng LN mảng BĐS

Cho thuê văn phòng: Tỷ lệ lấp đầy E.town 6 cải thiện giúp nâng hiệu quả khai thác

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nâng cấp văn phòng tiếp tục hỗ trợ các tòa nhà mới, chất lượng cao và có chứng nhận xanh. Cụ thể, Savills ghi nhận khách thuê ưu tiên phân khúc hạng A/B, trong khi CBRE cho biết hơn 80% khách chuyển địa điểm trong 6T26 lựa chọn các tòa mới vận hành trong 2–3 năm gần đây. Bên cạnh nhu cầu nâng cấp hiện hữu, việc phát triển Trung tâm tài chính quốc tế TP.HCM được kỳ vọng thu hút thêm doanh nghiệp tài chính, công nghệ và dịch vụ chuyên nghiệp trong trung hạn. Khi các doanh nghiệp này cùng nhóm dịch vụ liên quan mở rộng hoạt động, danh mục E.town có thêm cơ hội tiếp cận khách thuê mới.

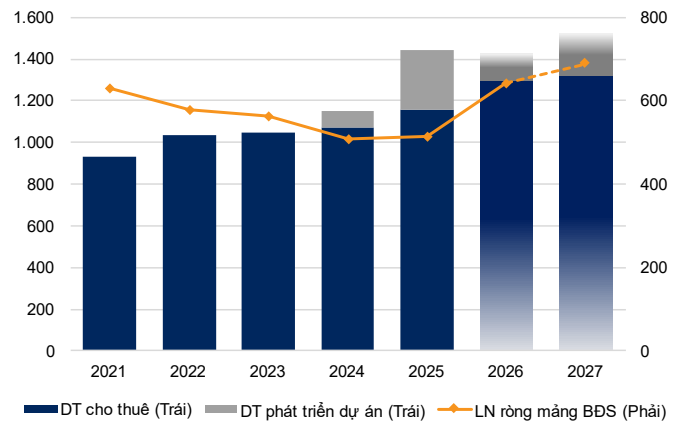
Dù nhu cầu có những động lực tích cực, nguồn cung gia tăng vẫn tạo áp lực cạnh tranh. Theo Maison Office, tỷ lệ lấp đầy hạng A ngoài trung tâm đạt 80,4% trong Q3/2026, với khoảng 108.000 m² nguồn cung bổ sung dự kiến gia nhập từ Q4/2026 đến năm 2028. Để thu hút khách thuê trong bối cảnh này, E.town 6 có lợi thế kết hợp chất lượng và chi phí: tiêu chuẩn LEED Platinum, tiện ích đồng bộ và vị trí gần sân bay Tân Sơn Nhất đi cùng giá chào thuê khoảng 24–26 USD/m²/tháng, thấp hơn mức bình quân hạng A ngoài trung tâm 29,6 USD/m²/tháng. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng tòa nhà thu hút nhóm doanh nghiệp muốn nâng cấp văn phòng với ngân sách hợp lý; mức chênh lệch giá cần được xem xét cùng phí dịch vụ và điều kiện thuê.

Hình 13: E.town 6 tăng tỉ lệ lấp đầy, hỗ trợ hiệu quả khai thác danh mục văn phòng



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Cho thuê văn phòng tiếp tục đóng góp chính vào LN bất động sản trong khi mảng nhà ở vẫn chậm do gặp khó khăn từ thị trường chung



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy bình quân E.town 6 đạt 80% trong 2H26, đưa bình quân năm 2026 lên 75%. Sang năm 2027, tỷ lệ này tăng lên 85%, cao hơn 10 điểm % so với 2026, giúp tiếp tục tăng doanh thu từ diện tích khai thác mới. Cùng với các tòa hiện hữu duy trì lấp đầy 95%, tỷ lệ toàn danh mục đạt khoảng 93% năm 2027. Doanh thu bổ sung trên nền khấu hao tương đối ổn định giúp cải thiện hiệu quả phân bổ chi phí cố định và hỗ trợ lợi nhuận tăng nhanh hơn doanh thu. Theo đó, doanh thu/LN ròng mảng cho thuê văn phòng dự kiến trong 2H26 tăng 11,1%/16,3% svck và năm 2027 tăng 2,2%/5,0%.

BĐS nhà ở: Tốc độ bán hàng chậm, kỳ vọng bàn giao cải thiện từ nền thấp

Đối với BĐS nhà ở, chúng tôi đánh giá các sản phẩm nhà phố giá trị cao tại thị trường tỉnh cần thêm thời gian để hấp thụ do tệp khách mua hạn chế trong bối cảnh TT BĐS đang ở giai đoạn khó khăn do mặt bằng lãi suất cao. Với tiến độ bán hàng The Light Square còn chậm khiến chúng tôi điều chỉnh thận trọng hơn dự phóng bàn giao trong 2H26 và năm 2027. Doanh thu năm 2027 dự kiến tăng 48,3% từ nền thấp, song đóng góp còn nhỏ; tăng trưởng lợi nhuận bất động sản của REE vẫn chủ yếu đến từ mảng cho thuê văn phòng.

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 56.600 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá từng phần (SoTP) cho REE và điều chỉnh giảm giá mục tiêu 15% xuống 56.600 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do: 1) hạ dự phóng sản lượng thủy điện trước El Niño; 2) cập nhật tiến độ vận hành các dự án điện mới và lộ trình lấp đầy E.town 6; 3) nâng WACC và cập nhật các giả định định giá từng mảng.

Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng mảng M&E và diện tích khai thác văn phòng gia tăng hỗ trợ LN từ 2H26. Sang năm 2027, với đóng góp từ các dự án điện gió mới sẽ tạo động lực tăng trưởng cho mảng điện. Với P/E dự phóng 2027 khoảng 10,2x, thấp hơn so với bình quân 5 năm (~12,8x), chúng tôi đánh giá định giá hiện tại hấp dẫn và duy trì khuyến nghị Khả quan đối với REE.

Hình 15: Giả định WACC

Giả định	
Lãi suất phi rủi ro	4,4%
Beta, Bloomberg	1,0
Phân bù rủi ro thị trường	7,9%
Chi phí sử dụng vốn	12,3%
Chi phí sử dụng nợ	8,5%
Thuế suất	10,0%
Tỷ lệ nợ	40,0%
WACC	10,5%

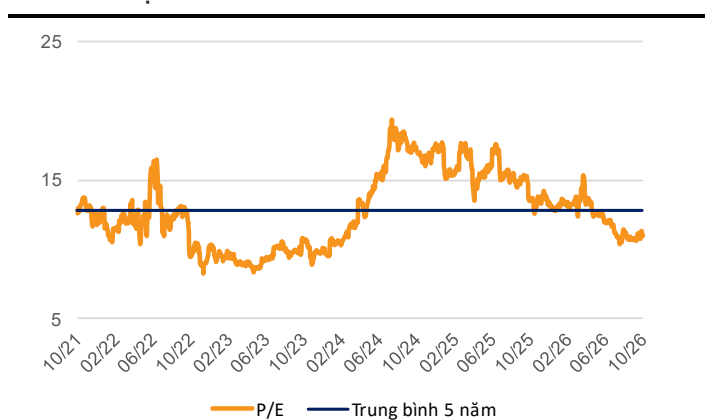
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá từng phần (SoTP)

Phương pháp định giá từng phần (SOTP)	Giá trị tỷ đồng	Phương pháp định giá
SOTP:		
Điện	29.008	DCF
Công ty con thủy điện	18.180	DCF
Công ty liên kết thủy điện (trừ thủy điện Bình Điền)	3.276	DCF
Điện mặt trời	1.305	DCF
Điện gió	5.893	DCF
Nhiệt điện Phả Lại	203	DCF
Thủy điện Bình Điền	151	Giá trị sổ sách
Nước	4.562	P/E mục tiêu 11.5x
Cho thuê văn phòng	8.584	Cap rate - 9%
Bất động sản dân cư	158	NPV
LDLK Bất động sản - SGR	237	Giá trị sổ sách
Cơ điện lạnh	2.562	P/E mục tiêu 11.0x
Cổ phiếu nắm giữ	1.113	Giá trị sổ sách
Đầu tư tài chính	353	Giá trị thị trường
(-) Nợ	10.195	
(+) Tiền mặt	6.722	
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	3.938	
Giá trị Doanh nghiệp	39.166	
Chiết khấu	10%	
Giá trị doanh nghiệp sau chiết khấu	35.250	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	623	
Giá mục tiêu	56.600	
Giá mục tiêu làm tròn (đ/cp)	56.600	

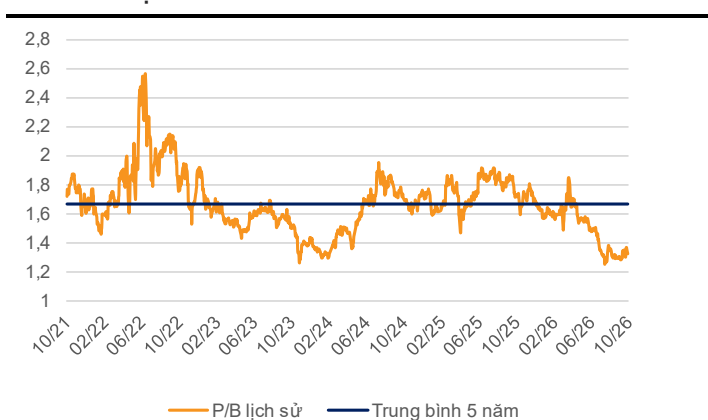
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: P/E lịch sử của REE



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: P/B lịch sử của REE



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá tiềm năng:

- Giá bán điện bình quân và sản lượng điện cao hơn kỳ vọng.
- E.town 6 tầng lắp đầy nhanh hơn kỳ vọng.
- Các hợp đồng M&E được triển khai, nghiệm thu nhanh hơn dự kiến; thu hồi công nợ hỗ trợ hoàn nhập dự phòng.

Rủi ro giảm giá:

- Sản lượng phát điện thấp hơn kỳ vọng.
- Các dự án điện mới chậm COD hoặc giá bán điện thấp hơn giả định.
- Tỷ lệ hấp thụ tại dự án Light Square thấp hơn kỳ vọng.
- Backlog cơ điện lạnh tăng chậm hơn dự kiến trong bối cảnh thị trường bất động sản tiếp tục khó khăn, khiến REE tiếp tục trích lập dự phòng nợ khó đòi.

Hình 19: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Vốn hóa	Tăng trưởng DT	D/E ròng	P/E (x)		P/B(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
	Bloom berg	Tr USD	2025	%	TB 5 năm	Trượt	2025	Hiện tại	2025	Trượt	Trượt	2025
Cơ điện lạnh												
CTCP Điện cơ Hải Phòng	DHP VN	3.8	7.0	-34.5	8.5	7.6	N/A	0.6	N/A	2.0	7.5	N/A
Sunway Construction Group Bhd	SCGB MK	0.4	-31.1	-172.3	23.5	23.3	23.4	16.1	7.7	24.9	51.6	33.9
Trung bình		2.1	-12.0	-103.4	16.0	15.5	23.4	8.3	7.7	13.4	29.5	33.9
Ngành điện												
PVPower	POW VN	1482.1	116.1	26.3	14.5	6.4	7.9	0.9	0.9	4.9	16.1	12.3
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	160.5	-47.8	-7.2	10.7	11.9	N/A	2.0	N/A	6.6	17.2	N/A
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	388.0	-7.0	116.9	11.4	13.2	10.5	1.0	0.7	7.4	7.5	7.0
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hint VSH VN		377.1	14.8	31.2	12.1	10.5	N/A	1.9	N/A	6.2	18.5	N/A
Trung bình		601.9	19.0	41.8	12.2	10.5	9.2	1.5	0.8	6.3	14.8	9.6
Ngành nước												
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương	BWE VN	392.0	-7.8	94.5	13.1	9.9	9.7	1.5	1.4	8.2	16.0	15.4
CTCP Nước Thủ Dầu Một	TDM VN	275.2	-10.4	29.7	32.1	63.3	36.0	3.5	N/A	39.5	5.6	N/A
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW VN	10.2	1.2	-16.1	8.5	8.1	N/A	1.6	N/A	3.0	19.8	N/A
Trung bình		225.8	-5.6	36.0	17.9	27.1	22.9	2.2	1.4	16.9	13.8	15.4
Doanh nghiệp đa ngành												
CTCP Tập đoàn PC1	PC1 VN	307.1	-30.6	75.9	14.2	7.8	9.8	1.2	1.0	5.9	16.4	12.0
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	227.9	-16.6	31.0	24.0	6.4	N/A	0.9	N/A	4.9	14.2	N/A
Trung bình		267.5	-23.6	53.5	19.1	7.1	9.8	1.0	1.0	5.4	15.3	12.0
Bình quân gia quyền các lĩnh vực điện, nước và M&E												
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	1101.0	-3.5	8.5	12.8	10.8	10.3	1.3	1.2	7.7	12.8	11.4

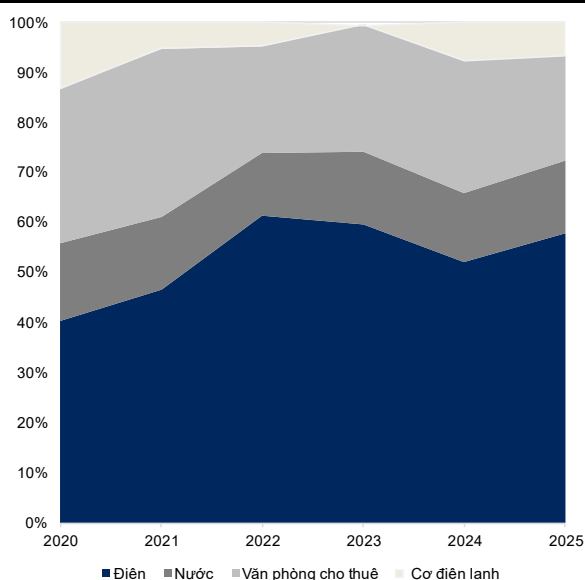
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu ngày 12/10/2026)

Phụ lục 1: Tập đoàn đa ngành với mũi nhọn đến từ mảng dịch vụ tiện ích

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE) thành lập năm 1977 với trọng tâm ban đầu là mảng cơ điện lạnh (M&E). Sau đó, công ty đã liên tục phát triển và mở rộng sang nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau bao gồm bất động sản, và các ngành nghề dịch vụ tiện ích thiết yếu, đóng góp giá trị bền vững cho xã hội. Kể từ năm 2020, Hội đồng quản trị (HĐQT) quyết định tái cấu trúc công ty thành công ty mẹ, trong đó các công ty con và công ty liên kết sẽ được tổ chức thành 4 công ty, tương ứng với 4 mảng kinh doanh: cơ điện lạnh, bất động sản, điện, và nước.

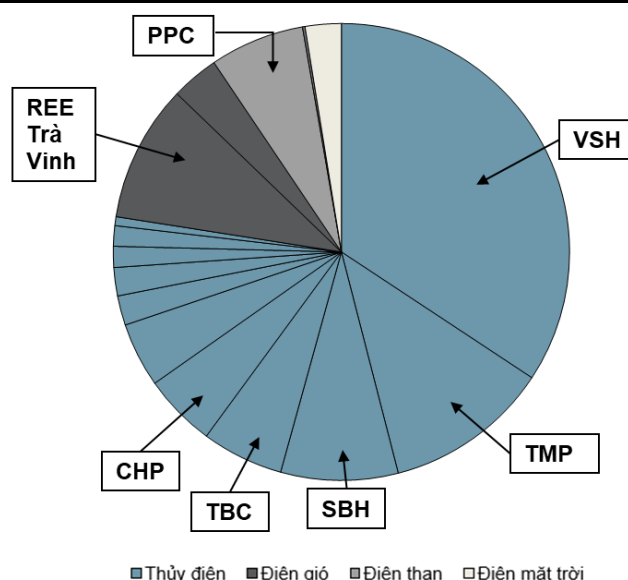
REE đã đầu tư vào mảng tiện ích (điện & nước) từ năm 2010 và đã phát triển danh mục các công ty con và công ty liên kết vững mạnh. Theo cập nhật 6T26, tập đoàn có tổng công suất danh mục điện là 3.158 MW, trong đó công suất theo tỷ lệ sở hữu của REE đạt 1.389 MW, với các loại nguồn phát gồm thủy điện, nhiệt điện than và NLTT.

Hình 20: Cơ cấu LN theo các mảng kinh doanh. Các mảng kinh doanh của REE đều có LN tương đối ổn định



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Cơ cấu đóng góp LN mảng phát điện của REE, trong đó thủy điện là nguồn chủ đạo.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Danh mục điện của REE

Loại nguồn	Doanh nghiệp/nhà máy	Sở hữu REE (%)	Công suất (MW)	Sản lượng tham chiếu (triệu kWh/năm)	Năm vận hành Khu vực
Thủy điện	Vinh Sơn – Sông Hinh (VSH)	52,58	356	1.473	1994–2021 Bình Định, Phú Yên, Kon Tum
	> Vinh Sơn	52,58	66	305	1994 Sông Cồn (Bình Định)
	> Sông Hinh	52,58	70	354	2001 Sông Hinh (Phú Yên)
	> Thượng Kon Tum	52,58	220	814	2021 Sông Đak Nghé (Kon Tum)
	Thác Bà (TBC)	60,42	120	444	1975 Hồ Thác Bà (Yên Bái)
	Mường Hum	79,9	34,8	157	2011 Sông Ngòi Phát (Lào Cai)
	Thác Bà 2	35,61	18,9	70,2	2025 Sông Chảy (Yên Bái)
	Nậm Bân 2	100	22	84	2018 Lai Châu
	Thác Mơ (TMP)	42,6	170	670	1995 Sông Bè (Bình Phước)
	Sông Ba Hạ (SBH)	25,8	220	835	2009 Sông Ba (Phú Yên)
	Srok Phu Miêng (ISH)	34,3	51	201	2007 Sông Bè (Bình Phước)
	A Lưới (CHP)	24,2	170	649	2012 A Lưới (Huế)
	Bình Điện (BDH)	25,5	44	181	2009 Sông Hữu Trạch (Huế)
	Thủy điện miền Nam (SHP)	11,1	122,5	550	2010 Lâm Đồng
Nhiệt điện than	Phả Lại (PPC)	20,12	1.040	5.900	1986 Chí Linh (Hải Dương)
Điện mặt trời	REE Solar	100	132	198	2020 Nhiều tỉnh, thành
	Điện mặt trời Thác Mơ	42,6	50	100	2020 Bình Phước
	Điện mặt trời Cư Jút	24,2	50	100	2019 Cư Jút (Đắk Nông)
Điện gió trên bờ	Phong điện Thuận Bình, gồm ba nhà máy	50	78	205	2016–2021 Bình Thuận, Ninh Thuận
	> Phú Lạc 1	50	24	62	2016 Tuy Phong (Bình Thuận)
	> Phú Lạc 2	50	25,2	65	2021 Tuy Phong (Bình Thuận)
	> Lợi Hải 2	50	28,8	78	2021 Thuận Bắc (Ninh Thuận)
Điện gió gần bờ	Trà Vinh V1-3 giai đoạn 1	100	48	158	2021 Duyên Hải (Trà Vinh)
	Trà Vinh V1-4	70	48	150	2026 Duyên Hải (Trà Vinh)
Bán lẻ điện	Phát triển điện Trà Vinh (DTV)	66,3	—	—	— Trà Vinh

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Danh mục đầu tư của REE bao gồm năm công ty xử lý nước, bốn công ty phân phối nước và một công ty tư vấn (TK Cộng). Tất cả đều là công ty liên kết của REE ngoại trừ TK Cộng là công ty con.

Hoạt động	Doanh nghiệp	Mã	Địa điểm	Sở hữu REE (%)	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (m³/ngày)
Sản xuất nước	B.O.O Nước Thủ Đức	BOO	Thủ Đức, TP.HCM	42,07	334,9	300.000
	Nước sạch Sài Gòn	SWIC	Thủ Đức, TP.HCM	40	413,4	300.000
	Nước Tân Hiệp	THW	Tân Hiệp, TP.HCM	32	151,4	300.000
	Đầu tư Nước sạch Sông Đà	VCW	Hòa Bình	35,95	947,6	600.000
	Cấp thoát nước Suối Dầu	—	Khánh Hòa	20	37,4	30.000
Phân phối nước	Cấp nước Thủ Đức	TDW	Thủ Đức, TP.HCM	44,17	115,3	—
	Cấp nước Gia Định	GDW	TP.HCM	20,05	33,2	—
	Cấp nước Nhà Bè	NBW	Nhà Bè, TP.HCM	20,02	45,3	—
	Cấp thoát nước Khánh Hòa	KHW	Khánh Hòa	43,88	310,4	—
Tư vấn	TK Cộng	TK+	TP.HCM	65	—	—

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

REE hiện sở hữu danh mục tám tòa nhà văn phòng hạng A và B, với tổng diện tích sàn là 182.000m², tất cả đều tọa lạc trên những con phố đông dân cư của Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM). Các tòa nhà văn phòng đang hoạt động tốt với tỷ lệ lấp đầy cao khoảng 98% hàng năm. Khu phức hợp E.town nằm ở khu vực ngoài trung tâm TP.HCM.

Hình 24: Danh mục tòa nhà văn phòng REE

Tòa nhà	Sở hữu	Năm vận hành	Hạng	Vị trí
E.Town 1	100%	2002	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 2	100%	2007	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 3	100%	Q4/08	B	264 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 4	100%	Q4/08	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
REE Tower	100%	2011	B	9 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TPHCM
E.Town Central	100%	2017	A	11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TPHCM
E.Town 5	100%	Q3/19	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 6	100%	Q2/24	A	365 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 2: Các chỉ tiêu tài chính

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	5.810	9.372	8.570	8.384	10.012	10.619	13.233
Giá vốn hàng bán	(3.500)	(5.042)	(4.860)	(5.260)	(6.236)	(7.162)	(9.148)
Lợi nhuận gộp	2.310	4.330	3.710	3.124	3.775	3.457	4.085
Chi phí QLDN	(456)	(667)	(756)	(696)	(775)	(751)	(855)
Chi phí bán hàng							
LN hoạt động	1.854	3.663	2.954	2.428	3.000	2.706	3.230
EBITDA thuần	3.707	5.330	4.724	4.359	5.051	5.157	5.848
Chi phí khấu hao	893	1.225	1.264	1.298	1.385	1.398	1.622
LN HĐ trước thuế và lãi vay	2.814	4.105	3.460	3.060	3.666	3.759	4.226
Thu nhập tài chính	466	187	227	318	447	529	450
Chi phí tài chính	(707)	(942)	(1.016)	(791)	(740)	(812)	(971)
Thu nhập ròng khác	13	(107)	14	15	(27)	(44)	(75)
Thu nhập từ công ty LDLK	774	1.077	877	717	840	893	959
Lợi nhuận trước thuế	2.400	3.879	3.056	2.688	3.520	3.272	3.593
Chi phí thuế	(264)	(363)	(269)	(292)	(369)	(406)	(417)
Lợi nhuận ròng	1.855	2.693	2.188	1.993	2.529	2.496	2.763
LN ròng sau điều chỉnh	1.855	2.693	2.188	1.993	2.529	2.496	2.763

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tiền & Tương đương tiền	1.831	1.151	3.023	5.636	3.046	3.818	1.373
Đầu tư tài chính ngắn hạn	914	1.749	1.132	1.060	4.652	4.434	4.434
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.987	4.013	3.780	3.130	4.192	3.995	4.690
Hàng tồn kho	800	1.409	1.354	1.277	1.524	1.512	1.901
Tài sản ngắn hạn khác	275	251	235	183	288	406	526
Tổng tài sản ngắn hạn	6.806	8.573	9.524	11.286	13.701	14.165	12.924
Tài sản cố định	15.992	15.771	14.845	13.890	14.059	16.047	20.032
Tổng đầu tư	6.261	6.491	6.560	6.199	6.312	6.105	6.263
Tài sản dài hạn khác	2.768	3.080	3.982	4.988	6.002	7.545	11.177
Tổng tài sản	31.827	33.915	34.912	36.362	40.075	43.862	50.396
Nợ vay ngắn hạn	1.234	1.455	1.238	1.254	1.473	2.217	2.860
Phải trả người bán	660	650	619	724	1.258	1.048	1.269
Phải trả ngắn hạn khác	2.169	1.981	2.087	2.091	2.417	2.671	3.478
Tổng nợ ngắn hạn	4.062	4.086	3.945	4.070	5.147	5.937	7.607
Nợ vay dài hạn	10.740	9.946	9.505	9.143	9.380	11.525	14.882
Phải trả dài hạn khác	667	679	693	695	751	904	1.049
Vốn điều lệ	3.101	3.564	4.097	4.710	5.417	6.229	6.229
Lợi nhuận giữ lại	10.201	11.942	13.221	14.190	15.530	15.537	16.969
Vốn chủ sở hữu	15.120	17.966	19.352	21.026	23.371	24.070	25.432
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.056	3.697	3.452	3.555	3.850	3.730	3.660
Tổng nợ và VCSH	31.827	33.915	34.912	36.362	40.075	43.862	50.396

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
Lợi nhuận trước thuế	2.400	3.879	3.056	2.688	3.520	3.272	3.593
Khấu hao	893	1.225	1.264	1.298	1.385	1.398	1.622
Thuế đã nộp	(230)	(359)	(372)	(280)	(330)	(406)	(417)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.041)	(1.174)	(830)	(904)	(1.107)	(1.284)	(1.365)
Thay đổi vốn lưu động	(497)	(2.003)	(302)	981	(756)	136	(177)
LC tiền thuần từ HĐKD	1.525	1.569	2.817	3.784	2.711	3.116	3.257
Đầu tư TSCĐ	(3.912)	(738)	(873)	(1.035)	(2.022)	(4.764)	(8.982)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	27	15	5	14	0	0
Các khoản khác	1.291	722	1.075	1.279	951	487	401
Thay đổi tài sản dài hạn khác	608	(779)	425	(44)	(3.498)	39	(186)
LC tiền thuần từ HĐĐT	(2.013)	(768)	642	205	(4.556)	(4.237)	(8.768)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	121	1	0	28	86	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.632	(908)	(701)	(376)	135	2.890	4.000
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(86)	(574)	(886)	(1.027)	(966)	(997)	(934)
LC tiền thuần từ HĐTC	1.667	(1.481)	(1.588)	(1.375)	(745)	1.893	3.066
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	652	1.831	1.151	3.023	5.636	3.046	3.818
LC tiền thuần trong kỳ	1.179	(680)	1.872	2.613	(2.590)	772	(2.445)
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	1.831	1.151	3.023	5.636	3.046	3.818	1.373

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EPS (VND)	2.976	4.319	3.510	3.198	4.060	4.007	4.436
P/E	12,6	10,4	11,9	18,2	12,9	11,2	10,2
PEG 1 năm	0,3	-0,6	-1,3	0,7	-9,8	1,0	2,6
EV/EBIT	19,7	11,5	12,6	18,4	14,7	15,5	14,9
EV/EBITDA	23,8	15,2	8,8	12,0	10,1	10,2	9,9
P/S	4,0	3,0	3,0	4,3	3,2	2,6	2,1
P/B	1,8	1,8	1,5	1,9	1,6	1,3	1,2
Tỷ suất cổ tức	0,4%	2,0%	3,4%	2,8%	3,0%	3,6%	3,3%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	4,6%	21,3%	40,5%	51,5%	38,2%	39,9%	33,8%
Chỉ số tăng trưởng	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng DT	3,0%	61,3%	-8,5%	-2,2%	19,4%	6,0%	24,6%
Tăng trưởng LN gộp	43,8%	87,4%	-14,3%	-15,8%	20,8%	-8,4%	18,2%
Tăng trưởng LN ròng	13,9%	45,1%	-18,7%	-8,9%	26,9%	-1,3%	10,7%
Tăng trưởng EPS	13,9%	45,1%	-18,7%	-8,9%	27,0%	-1,3%	10,7%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Biên LN gộp	39,7%	46,2%	43,2%	37,2%	37,7%	32,5%	30,8%
Biên EBITDA	26,4%	29,5%	49,2%	44,4%	43,7%	38,6%	36,6%
Biên LN hoạt động	31,9%	39,1%	34,4%	28,9%	29,9%	25,5%	24,4%
Biên LN ròng	31,9%	28,7%	25,5%	23,7%	25,2%	23,5%	20,9%
ROAA	7,1%	8,2%	6,4%	5,6%	6,6%	6,0%	5,9%
ROAE	15,0%	18,7%	13,3%	11,0%	12,7%	11,7%	12,3%
Chỉ số đòn bẩy	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	2,8	4,1	3,1	3,3	4,4	3,5	3,5
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	0,3	1,7	2,3	2,1	1,6	0,7	0,5
Nợ vay / Vốn	44%	39%	36%	33%	32%	36%	41%
Nợ vay / VCSH	79%	63%	56%	49%	46%	57%	70%
Nợ vay ròng / VCSH	61%	47%	34%	18%	13%	23%	47%
Chỉ số thanh khoản	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Vòng quay tổng tài sản	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Vòng quay khoản phải thu	1,9	2,7	2,2	2,4	2,8	2,6	3,0
Số ngày phải thu	190	136	166	150	132	140	120
Vòng quay khoản phải trả	5,4	7,7	7,7	7,8	6,3	6,2	7,9
Số ngày phải trả	67	47	48	47	58	59	46
Vòng quay hàng tồn kho	4,4	4,6	3,5	4,0	4,5	4,7	5,4
Số ngày tồn kho	84	80	104	91	82	77	68
Hệ số thanh toán hiện hành	1,7	2,1	2,4	2,8	2,7	2,4	1,7
Hệ số thanh toán nhanh	1,5	1,8	2,1	2,5	2,4	2,1	1,4

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng Năng lượng và Hóa chất

Email: hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Phạm Anh Tuấn – Chuyên viên phân tích

Email: tuan.nguyenanh11@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>