

# CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

## Mảng năng lượng tái tạo kỳ vọng nâng công suất

14/03/2025

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

**Doanh thu và lợi nhuận cải thiện trong 4Q/24, lần lượt tăng 13% YoY và 37% YoY**

Doanh thu 4Q2024 đạt 2,336 tỷ (+13% YoY/+15% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 882 tỷ VND (+37% YoY/37% QoQ). Trong đó, doanh thu và lợi nhuận của mảng năng lượng ghi nhận kết quả tăng trưởng thấp, đạt 1,297 tỷ và 425 tỷ VND (+5% YoY và 5% YoY) chủ yếu do các đợt lũ lớn xuất hiện tần suất ít khiến cho lưu lượng về hồ không được cải thiện.

**Mảng thủy điện: KQKD không thuận lợi bất chấp sự ủng hộ từ pha thời tiết La Nina**

Trong 4Q2024, sản lượng điện của công ty mẹ, công ty con và công ty liên kết đạt 2.8 tỷ kWh (-13% YoY/+6% QoQ). Sản lượng thủy điện ghi nhận 2.4 tỷ kWh, giảm 20% YoY. Mảng điện gió và điện mặt trời không có công suất mới bổ sung, dẫn đến sản lượng đạt 100/61 triệu kWh (-15% YoY/0% YoY).

**Mảng điện tái tạo: Mở rộng công suất điện gió để hưởng lợi từ chính sách thúc đẩy điện tái tạo sớm ban hành**

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

**Mảng M&E: Hồi phục tích cực nhờ lượng lớn công việc của dự án sân bay Long Thành**

Nhờ khối lượng công việc chuyển giao lớn sang năm 2025 (khoảng 4,500 tỷ VND) của dự án Long Thành, doanh thu 2025 sẽ được bảo đảm. Sang 2026, khối lượng công việc sẽ gia tăng nhờ sự hồi phục của thị trường bất động sản.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 77,200 VNĐ/cổ phiếu**

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 77,200 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 6.9% so với giá tại ngày 13/03/2025.

## TRUNG LẬP thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 77,200</b>
Tăng/giảm (%)	6.9%
Giá hiện tại (13/03/2025)	VND 72,200
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 78,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	45.7/1.8

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	25.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	68.8/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.4%)

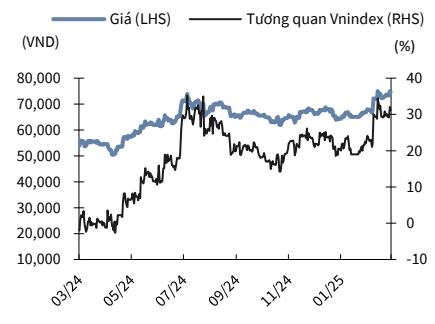
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	9.7	13.0	13.5	38.4
Tương đối	4.5	7.9	7.5	31.3

### Dự phóng KQKD & định giá

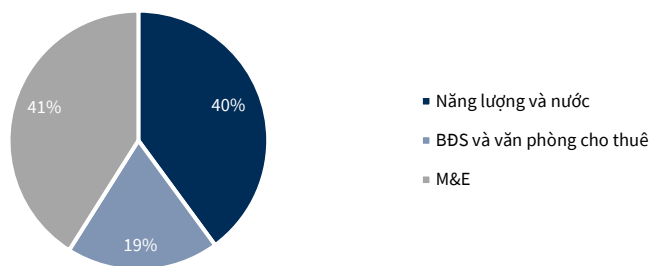
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	8,570	8,384	9,621	10,271
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,954	2,429	2,844	2,968
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	2,188	1,994	2,402	2,596
EPS (VND)	5,354	4,234	5,097	5,507
Tăng trưởng EPS (%)	-29.3	-20.9	14.0	8.0
P/E (x)	14.4	18.2	15.2	14.0
P/B (x)	1.8	1.9	1.8	1.6
ROE (%)	13.4	10.7	11.9	11.7
Tỷ suất cổ tức (%)	1.1	1.0	1.1	1.1

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cơ cấu doanh thu 2024



## Hoạt động kinh doanh

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

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

**La Nina kéo dài tới Q1/25 và hoàn thành mở rộng thủy điện Thác Bà sẽ bảo đảm tăng trưởng từ mức nền thấp.** Doanh thu mảng thủy điện 2025 dự báo sẽ hồi phục nhẹ so với năm 2024, đạt 2,611 tỷ VND (+7% YoY).

**Các chính sách thuận lợi thúc đẩy tiến độ mở rộng công suất điện gió.** Khung giá điện tái tạo dự kiến được công bố vào Q1/25 sẽ thúc đẩy việc bổ sung công suất điện gió của REE tại Trà Vinh.

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

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

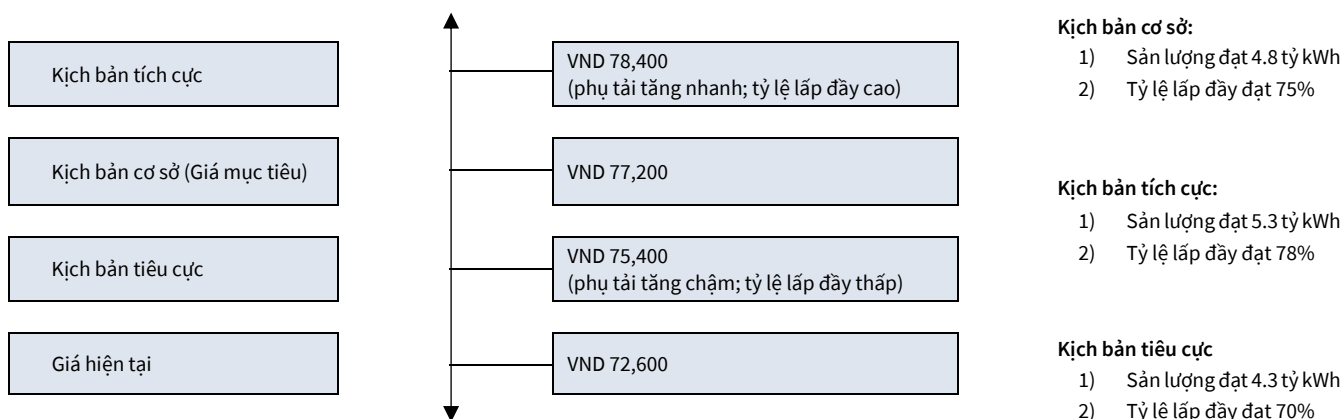
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	9,621	10,271	4%	18%	10,141	10,994	5%	7%
EBIT	2,844	2,968	6%	18%	3,240	3,588	14%	21%
LNST công ty mẹ	2,402	2,596	3%	14%	2,510	2,722	4%	5%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

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

## Quan điểm định giá



## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

**Doanh thu và lợi nhuận cải thiện trong 4Q/24, lần lượt tăng 13% YoY và 37% YoY**

Doanh thu 4Q2024 đạt 2,336 tỷ (+13% YoY/+15% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 882 tỷ VND (+37% YoY/37% QoQ), với đóng góp chính của mảng năng lượng. Doanh thu và lợi nhuận của mảng năng lượng ghi nhận kết quả tăng trưởng thấp, đạt 1,297 tỷ và 425 tỷ VND (+5% YoY và 5% YoY) chủ yếu do các đợt lũ lớn xuất hiện tần suất ít khiến cho lưu lượng về hồ không được cải thiện. Lũy kế cả năm 2024, doanh thu công ty đi lùi 2%, đạt 8,318 tỷ VND; lợi nhuận sau thuế suy giảm mạnh còn 2,396 tỷ VND (-14% YoY).

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

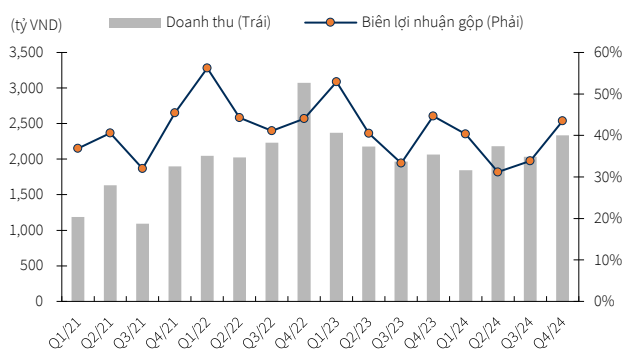
Trong 4Q2024, sản lượng điện của công ty mẹ, công ty con và công ty liên kết đạt 2.8 tỷ kWh (-13% YoY/+6% QoQ). Kể từ Q3, các cơn mưa lớn bắt đầu xuất hiện thường xuyên hơn tại khu vực Miền Trung và Tây Nguyên giúp cải thiện lưu lượng về hồ thủy điện so với quý trước, tuy nhiên mùa mưa đến chậm hơn và tần suất các đợt lũ lớn giảm so với cùng kỳ khiến cho sản lượng phát điện của thủy điện Thượng Kon Tum và Vĩnh Sơn – Sông Hình của VSH thấp hơn so với cùng kỳ 2023.

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	Q4/2023	Q4/2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,066	2,336	13%	8,579	8,392	-2%	Doanh thu hợp nhất đạt 1,108 tỷ VND (+3% YoY), chủ yếu nhờ giá bán điện cạnh tranh cao hơn 60% so với cùng kỳ.
Năng lượng	1,073	1,108	3%	4,170	3,516	-16%	
Thủy điện	761	824	8%	3,072	2,450	-20%	
Điện gió	254	222	-13%	842	795	-6%	
Điện mặt trời	58	62	7%	256	271	6%	
M&E	573	693	21%	2,653	2,880	9%	Doanh thu cao hơn so với cùng kỳ đến từ dự án Long Thành và các dự án mới khác ghi nhận doanh thu. Khối lượng backlog cuối năm đạt 4,447 tỷ VND và cao gấp 3 lần so với cùng kỳ.
Cho thuê văn phòng	266	272	2%	1,067	1,068	0%	Chủ yếu do tòa nhà văn phòng mới đi vào hoạt động từ Q3/24 với tỷ lệ lấp đầy còn thấp.
BDS	-18	0	-100%	-18	80	n.a	Dự án Light Square không ghi nhận giá trị bàn giao trong Q4.
Nước	8	70	775%	67	114	70%	Mảng nước ghi nhận doanh thu tăng 70.1% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ hoàn thành đường ống nước Sông Đà 40km.
Lợi nhuận gộp	922	1,015	10%	3,710	3,124	-16%	Chủ yếu do doanh thu cả năm 2024 thấp hơn của mảng điện khiến lợi nhuận gộp sụt giảm sau khi trừ chi phí khấu hao.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	45%	43%	-2 ppts	43%	37%	-6 ppts	
Thu nhập tài chính	65	108	66%	231	330	43%	Chủ yếu do công ty tăng 40 tỷ VND cổ tức từ các công ty liên doanh liên kết.
Chi phí tài chính	-228	-190	-17%	-1,015	-799	-21%	Chi phí tài chính được tối ưu nhờ tái cơ cấu các khoản vay lãi suất thấp.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	267	276	3%	874	717	-18%	Lợi nhuận chủ yếu từ các công ty trong mảng thủy điện bị ảnh hưởng bởi thời tiết chưa thuận lợi.
SG&A	-344	-233	-32%	-755	-697	-8%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	681	976	43%	3,043	2,674	-12%	
Thu nhập khác	-7	-12	71%	-12	-17	42%	
Lợi nhuận trước thuế	682	984	44%	3,057	2,690	-12%	
Lợi nhuận sau thuế	643	883	37%	2,786	2,397	-14%	
LNST công ty mẹ	504	679	35%	2,188	1,993	-9%	
<i>Biên LNST</i>	31%	38%	7 ppts	32%	29%	-3 ppts	
Sản lượng							
Mảng điện	3,293	2,861	-13%	10,230	10,591	4%	
Nhiệt điện	1,196	1,000	-16%	3,550	4,578	29%	
Thủy điện	1,918	1,700	-11%	6,001	5,363	-11%	Sản lượng điện thấp hơn do lưu lượng nước thấp hơn so với cùng kỳ và nhà máy thủy điện ngừng huy động từ cuối năm.
Điện mặt trời	61	61	0%	288	288	0%	
Điện gió	118	100	-15%	391	362	-7%	

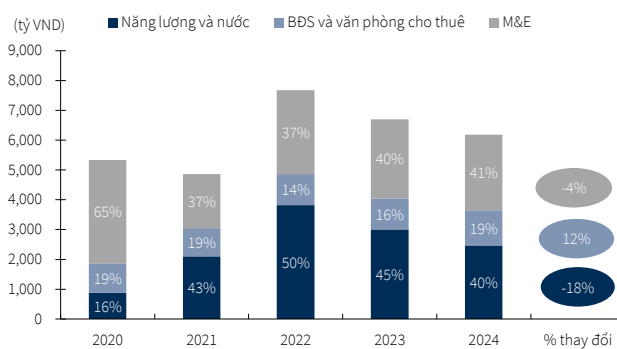
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh REE, 2021-2024**



Nguồn: REE, KBSV

**Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của REE, 2020-2024**



Nguồn: REE, KBSV

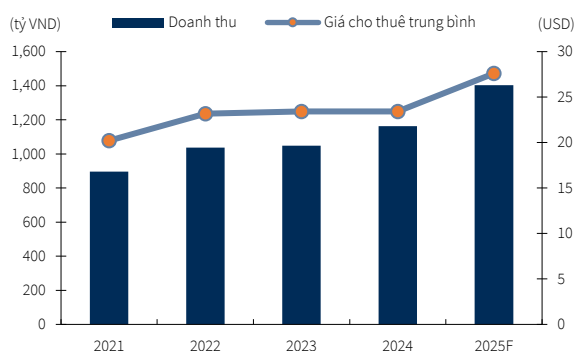
**Mảng cho thuê văn phòng: Nhu cầu văn phòng cho thuê dần hồi phục, điểm sáng là phân khúc văn phòng hạng A**

Sang năm 2025, KBSV cho rằng dự án E.Town 6 sẽ nâng tỷ lệ lấp đầy lên mức 50% cùng với mức giá chào thuê vào khoảng 27.54 USD/m<sup>2</sup>/tháng nhờ: i) Xu hướng mở rộng văn phòng cao cấp và mới đi vào vận hành tiếp tục dẫn dắt nhu cầu khi tỷ lệ bỏ trống giảm nhẹ 1.2 ppts so với cùng kỳ theo CBRE, ii) Lợi thế cạnh tranh của E.Town 6 đến từ chất lượng văn phòng đạt nhiều tiêu chí xây dựng xanh giúp dễ dàng thu hút các doanh nghiệp FDI, trong khi giá thuê chỉ bằng 60% nhờ vị trí nằm ngoài trung tâm. KBSV dự phóng doanh thu và LNST của mảng cho thuê văn phòng trong năm 2025 sẽ đạt 1,321 tỷ VND (+20% YoY) và 594 tỷ VND (+24% YoY). Về dài hạn, CBRE nhận định xu hướng các khách hàng lĩnh vực công nghệ thông tin mở rộng hoạt động nhằm tận dụng sự phổ cập nhanh chóng của AI và đội ngũ nhân lực dồi dào trong nước sẽ dẫn dắt nhu cầu thuê văn phòng. Theo đó, chúng tôi ước tính tòa nhà E.Town sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy lần lượt là 75%/95% trong 2026/2027.

**Mảng BĐS cao cấp: Tiến độ bàn giao dự án The Light Square sẽ lùi so với kế hoạch**

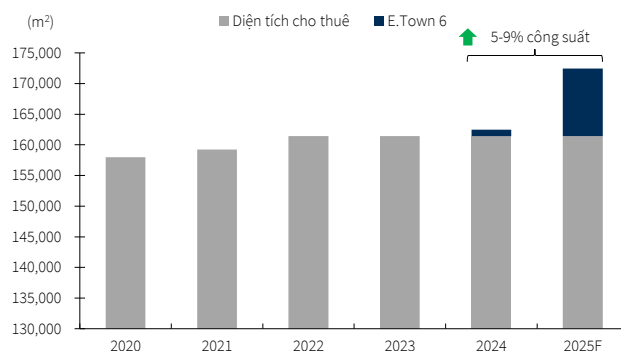
Dự án nhà phố The Light Square bắt đầu mở bán và bàn giao căn hộ tới khách hàng trong tháng 5/2024. Trong Q4, do những khó khăn của thị trường BĐS, dự án không ghi nhận bàn giao căn hộ nào, qua đó lũy kế cả năm giá trị bàn giao đạt 80 tỷ VND (hoàn thành 9% kế hoạch đặt ra). Chúng tôi cho dự báo giá trị bàn giao nhà trong năm 2025/2026 sẽ đạt 350 tỷ/460 tỷ VND nhờ: i) Giai đoạn 2 xây dựng nhà ở cao tầng của dự án thúc đẩy nhu cầu dự án giai đoạn 1 để kinh doanh, ii) Dự án sở hữu vị trí đắc địa khi nằm tại trung tâm và kết nối gần gũi với dịch vụ tiện ích thành phố Thái Bình.

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



Nguồn: REE, KBSV

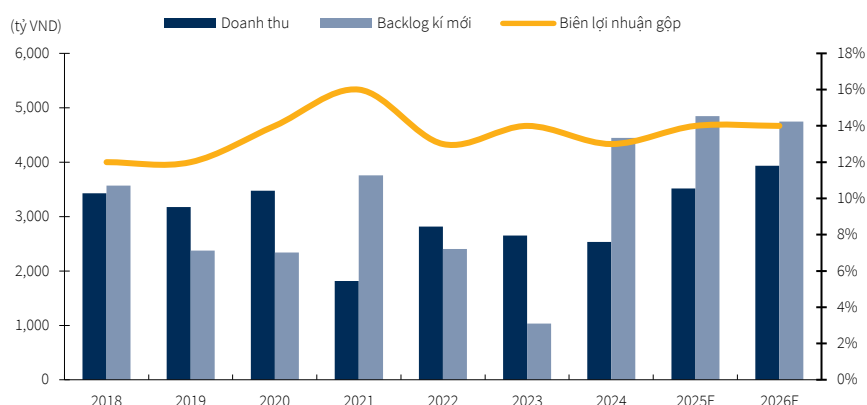
**Biểu đồ 5. Diện tích mặt bằng cho thuê sau khi dự án E.Town 6 đi vào vận hành**



Nguồn: REE, KBSV

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

Doanh thu Q4/24 của mảng M&E tiếp tục duy trì kết quả tích cực từ Q3/24, đạt 526 tỷ VND (+27% YoY/-5% QoQ) nhờ động lực tăng trưởng của giá trị hợp đồng ký mới lũy kế đến cuối năm 2024 gấp 3 lần cùng kỳ năm trước, đạt 4,447 tỷ VND. Kết quả, lợi nhuận trước thuế cả năm 123 tỷ VND (+2,533% YoY). Trong năm, chi phí hoàn nhập các khoản dự phòng phải thu và chi phí lãi vay giảm. Chúng tôi dự phóng backlog ký mới và doanh thu năm 2025 của REE cho mảng M&E sẽ tăng trưởng tích cực, đạt 5,825 tỷ VND (+16% YoY) và 3,128 tỷ VND nhờ khối lượng lớn công việc của sân bay Long Thành. Nhìn sang 2026, khung giá đất đã được ban hành đem lại kỳ vọng phục hồi của thị trường BĐS, qua đó đem lại nguồn việc dồi dào cho REE. Với kinh nghiệm và năng lực chuyên môn được chứng minh, REE có thể nhanh chóng gia tăng thị phần trong xu hướng hồi phục của ngành, qua đó đạt tốc độ tăng trưởng trung bình 10% đến năm 2027.

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

Nguồn: REE, KBSV

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

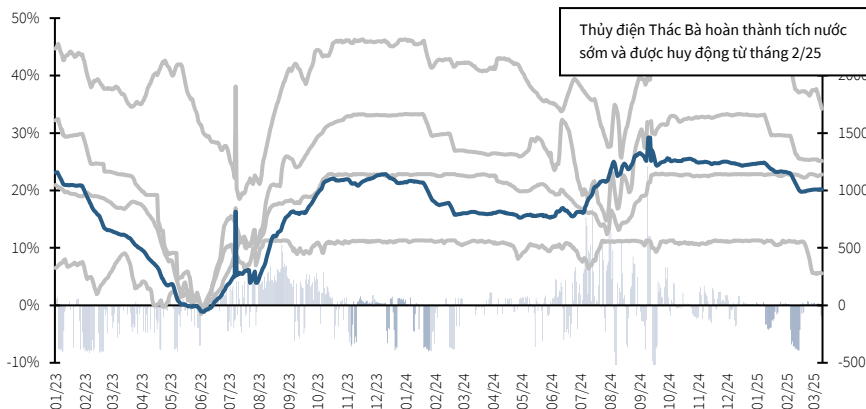
Trong Q4/24, lượng mưa khu vực Nam Trung Bộ và Tây Nguyên diễn ra không đồng đều khiến cho tần suất lũ trên các sông thấp hơn so với cùng kỳ khiến sản lượng thủy điện giảm 11% YoY. Kết quả, sản lượng phát điện của VSH năm 2024 giảm 18% YoY, đạt 696 triệu kWh; MHP tăng 14.6% YoY, đạt 152 triệu kWh; TBC tăng 35% YoY, đạt 413 triệu kWh.

Trong quý đầu năm 2025, Việt Nam sẽ bước vào giai đoạn thấp điểm của mùa mưa, tuy nhiên dưới tác động của các đợt không khí lạnh trái mùa khiến khu vực miền Trung sẽ có các đợt mưa lớn, cải thiện tổng lượng mưa (TLM) so với trung bình nhiều năm (TBNN). Theo Viện Khoa học và Khí tượng Thủy văn, giai đoạn tháng 3-5/2025, pha thời tiết La Nina suy yếu nhưng duy trì đến Q2/2025 sẽ giúp cho TLM có khả năng xấp xỉ bằng đến cao hơn TBNN ở phần lớn lãnh thổ Việt Nam. Từ nửa cuối năm 2025, lượng mưa dự kiến xấp xỉ TBNN do pha thời tiết trung tính chiếm chủ đạo. KBSV ước tính sản lượng thủy điện trước và sau điều chỉnh tỷ lệ sở hữu của REE sẽ tăng trưởng so với mức nền thấp của năm 2024, đạt 6,207 triệu kWh và 3,507 triệu kWh (+12% YoY/+12% YoY). Giá bán điện sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2024 nhờ giá bán điện trên thị trường giao ngay ở mức cao ngay từ các tháng đầu năm 2025 và tỷ lệ alpha của các nhà máy thủy điện duy trì ở mức 98%.

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

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

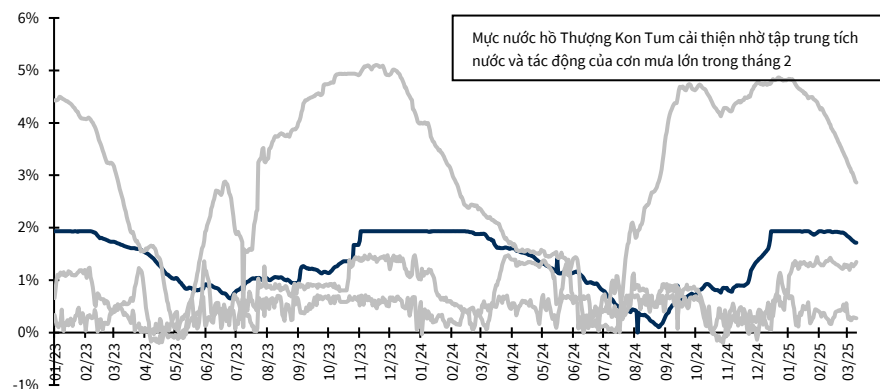
Tại phía Bắc, lượng mưa giảm dần từ mức đỉnh của Q3/24 đã khiến cho các hồ thủy điện phải đóng cửa xả và bắt đầu tích nước. Nhờ hoàn thành sớm việc tích nước, mực nước hồ đã chạm ngưỡng dâng bình thường và được huy động trở lại trong tháng 1 và tháng 2/2025. Mùa mưa được kỳ vọng đến sớm hơn nhờ La Nina kéo dài đến hết Q1, tạo động lực cho thủy điện tăng cường huy động từ Q2/25.



Nguồn: EVN, KBSV

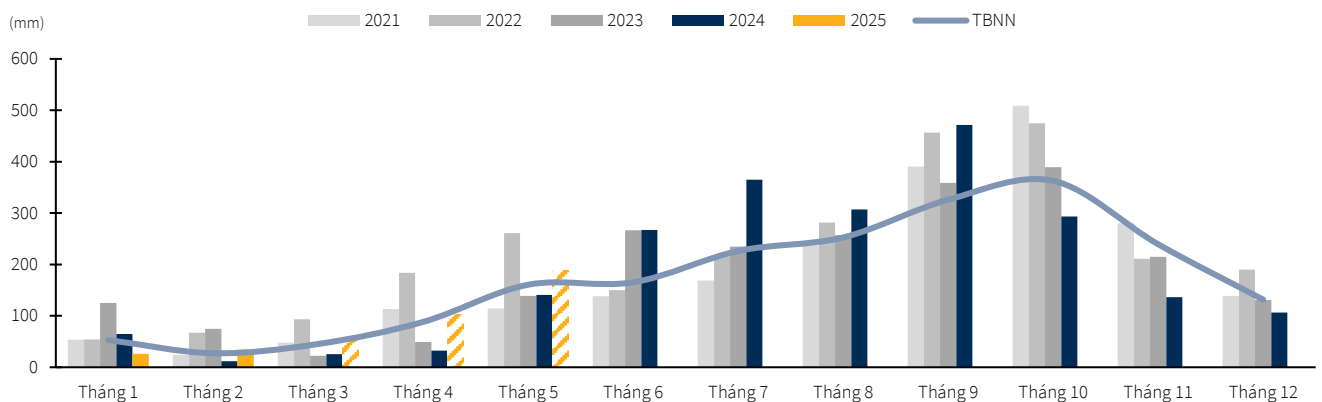
**Biểu đồ 8. Tỷ lệ cao hơn mực nước chết tại thủy điện Thượng Kon Tum và một số hồ thủy điện khu vực Tây Nguyên**

Tại khu vực Bình Định và Kon Tum nơi hoạt động chính của VSH, việc chủ động tích nước từ đầu Q4/24 và lưu lượng về hồ cải thiện nhờ tác động của đợt mưa lớn vào tháng 2/25 tại tỉnh Kon Plong giúp mực nước hồ Thượng Kon Tum đạt mức dâng bình thường. Dự báo lượng mưa tháng 3 tại các lưu vực sông lớn sẽ đạt mức cao hơn từ 10-30% TBNN.



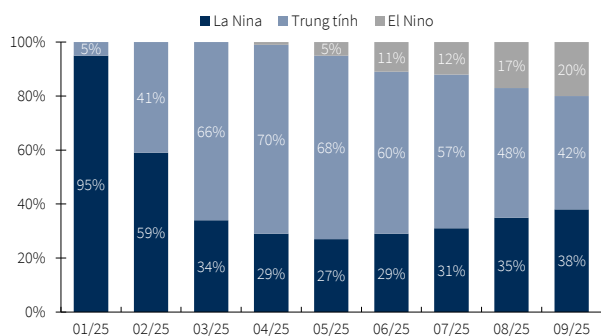
Nguồn: EVN, KBSV

**Biểu đồ 9. Dự báo lượng mưa cả nước trong tháng 3-5/25**



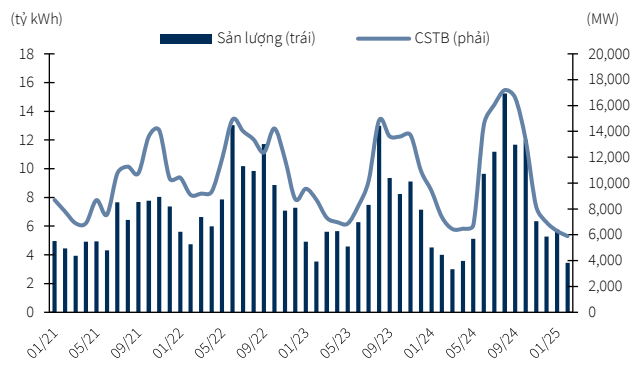
Nguồn: IMHEN, KBSV

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



Nguồn: IRI, KBSV

**Biểu đồ 11. Sản lượng và công suất trung bình thủy điện toàn quốc đến T3/24**



Nguồn: NSMO, KBSV

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

Theo thông tin chính thức từ UBND Trà Vinh, 7 khu đất được sử dụng để xây dự án điện gió với tổng công suất 416 MW vừa được phê duyệt để thực hiện đấu thầu. Theo đó, REE và một số doanh nghiệp khác đang có kế hoạch đầu tư dự án điện gió V1-3 giai đoạn 2 (48MW), V1-5 và V1-6 (80MW), V1-2 mở rộng 48MW), Đông Hải 3 (48MW) và dự án Nhà máy điện gió ngoài khơi Trà Vinh. So với kế hoạch trước đó của doanh nghiệp là nghiên cứu khả thi các khu vực có tiềm năng khai thác điện gió, chúng tôi đánh giá việc đấu thầu các khu đất sở hữu vị trí thuận lợi và được phê duyệt quy hoạch phát triển điện lực sẽ rút ngắn thời gian nghiên cứu và xin cấp phép đầu tư của dự án, qua đó nhanh chóng giúp REE mở rộng công suất đầu tư. KBSV ước tính có khả năng để REE hoàn thành đấu thầu và đầu tư xây dựng khoảng 150-200 MW trước năm 2030 đối với các dự án phù hợp với quy hoạch của tỉnh Trà Vinh. Ngoài ra, đối với dự án điện gió Duyên Hải (48 MW) mà REE thành công mua 70% cổ phần, UBND Trà Vinh đã cấp giấy phép môi trường cho dự án (thời hạn 10 năm), bảo đảm tiến độ vận hành thử nghiệm thu gom xử lý nước thải trong Q4/24 và bắt đầu tìm kiếm nhà thầu trong Q1/25.

**Các cơ chế thu hút đầu tư năng lượng tái tạo (điện mặt trời và điện gió) dự kiến được ban hành nhằm đạt được mục tiêu nâng công suất phát điện đến năm 2030 và 2050**

Để đáp ứng nhu cầu sử dụng điện tăng trưởng trung bình 10.3%/năm đến năm 2030, nguồn điện mặt trời và điện gió sẽ được tăng công suất và đóng vai trò trụ cột để bù đắp thiếu hụt từ nguồn điện khí LNG. Trong kịch bản cơ sở đến năm 2030, tổng công suất nguồn điện gió trên bờ và điện mặt trời sẽ đạt 25,798 MW, 30,441 MW (+19,506 MW/13,778 MW so với công suất lắp đặt đến năm 2025). Với nguồn vốn đầu tư đến năm 2030 cho các dự án vào 135 tỷ USD (~27 tỷ USD/năm), dư địa để REE tăng đầu tư và mở rộng công suất phát điện là rất lớn. Đồng thời, các chính sách giá bán cao hơn và cơ chế pháp lý rõ ràng nhằm thu hút đầu tư sẽ tạo thuận lợi cho các dự án mà REE có dự định triển khai. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ sớm công bố khung giá bán điện dành cho các dự án điện gió trên bờ và gần bờ, lần lượt là 1,610.56 VND/kWh và 1,890.68~1,902.08 VND/kWh (cao hơn 1.5%/4.1% so với khung giá chuyển tiếp).



**Bảng 12. Kịch bản cơ sở - Cân đối điện năng của hệ thống điện toàn quốc**

Chỉ tiêu/năm	2025	2030	2050	CAGR (25-30)	CAGR (30-50)	QHD8 2050	% thay đổi 2050
Tổng nhu cầu (GWh)	345,598	560,375	1,360,071	10%	5%	1,378,520	-1%
Tổng điện sản xuất (GWh)	345,598	560,375	1,360,071	10%	5%	1,378,520	-1%
Tỷ trọng NLTT (%)	38%	44%	83%	6 ppts	39 ppts	69%	14 ppts
Điện hạt nhân	-	16,604	-	n.a	n.a	-	n.a
Điện than	169,590	164,371	-	-1%	n.a	-	n.a
Điện than đốt kèm sinh khối/amoniac	-	-	74	n.a	n.a	-	n.a
Điện than kèm CCS	-	-	-	n.a	n.a	-	n.a
Điện than chuyển hoàn toàn sang sinh khối/amoniac	-	-	72,461	n.a	n.a	72,461	0%
Tuabin+Điện khí trong nước, chuyển LNG	33,438	40,297	30,017	4%	-1%	56,121	-47%
Điện khí nội chuyển LNG kèm hydro	-	-	1,650	n.a	n.a	1,650	0%
Điện khí nội chuyển hydro hoàn toàn	-	-	31,851	n.a	n.a	31,851	0%
Tuabin sử dụng LNG mới	3,654	84,235	-	87%	n.a	-	n.a
Tuabin LNG kèm CCS	-	-	-	n.a	n.a	-	n.a
Tuabin LNG đốt kèm hydro	-	-	16,033	n.a	n.a	16,033	0%
Tuabin đốt hydro hoàn toàn	-	-	113,839	n.a	n.a	113,839	0%
Điện+TBK dầu	287	-	-	n.a	n.a	-	n.a
Nguồn Điện linh hoạt	1,702	9,946	109,716	42%	13%	109,716	0%
Thủy điện	86,234	101,448	114,821	3%	1%	114,821	0%
Điện gió trên bờ, gần bờ	19,371	58,395	219,230	25%	7%	219,230	0%
Điện gió ngoài khơi	25,820	119,641	291,100	36%	5%	291,100	0%
Điện mặt trời	25,062	136,093	415,845	40%	6%	291,518	43%
Thủy điện tích năng và pin lưu trữ (*)		-709	-10,900	n.a	15%	-6,848	59%
Nhập khẩu	7,974	25,012	62,201	26%	5%	37,034	68%
Nhà máy điện cấp cho phụ tải riêng (đồng phát)	-	-	-	n.a	n.a	-	n.a
Điện than rui ro (dự phòng QH)	-	-	-	n.a	n.a	-	n.a

(\*) Thủy điện tích năng và pin lưu trữ mang giá trị âm do tiêu thụ điện phục vụ tích trữ năng lượng và làm giảm sản lượng điện sản sinh.

Nguồn: Thuyết minh chung đề án điều chỉnh QHD VIII, KBSV tổng hợp

## DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

**Bảng 13. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	8,384	9,621	15%	10,271	7%	
Năng lượng	3,516	3,666	4%	3,800	4%	
Thủy điện	2,450	2,611	7%	2,718	4%	2025: KQKD mảng thủy điện trong năm 2025 tăng nhẹ so với 2024 do kỳ vọng được bổ sung công suất từ dự án Thác Bà 2. Sản lượng thủy điện tăng nhẹ nhờ kỳ vọng được vận hành sớm từ đầu năm.
Điện mặt trời	271	276	2%	328	19%	2026: Sản lượng điện mặt trời tăng nhờ số giờ nắng tăng khi pha thời tiết chuyển dần sang El Nino.
Điện gió	795	779	-2%	754	-3%	
M&E	2,880	3,515	22%	3,936	12%	Mảng M&E hồi phục mạnh mẽ nhờ giá trị hợp đồng ký mới từ 2024 chuyển sang gấp 3 lần so với cùng kỳ. Năng lực chuyên môn và sức khỏe tài chính lành mạnh giúp REE gia tăng thị phần trong bối cảnh thị trường BĐS dần phục hồi.
Cho thuê văn phòng	1,068	1,322	24%	1,300	-2%	Doanh thu cải thiện nhờ tòa nhà E.Town 6 đưa vào vận hành với tỷ lệ lấp đầy trong năm 24/25 đạt 20%/60%.
BDS	80	350	338%	460	31%	Điều chỉnh tiến độ bàn giao dự án Light Square lùi sang năm 2025/2026 với giá trị bàn giao khoảng 350/460 tỷ VND.
Nước	114	124	9%	130	5%	
Lợi nhuận gộp	3,124	3,557	14%	3,716	4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	37%	37%	0 ppts	36%	-1 ppts	
Thu nhập tài chính	331	322	-3%	310	-4%	
Chi phí tài chính	-801	-724	-10%	-555	-23%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	717	764	7%	746	-2%	
SG&A	-696	-713	2%	-748	5%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,421	2,844	17%	2,968	4%	
Thu nhập khác	-18	-8	-56%	-8	0%	
Lợi nhuận trước thuế	2,690	3,254	21%	3,518	8%	
Lợi nhuận sau thuế	2,397	2,929	22%	3,166	8%	
LNST công ty mẹ	1,994	2,402	20%	2,596	8%	
<i>Biên LNST</i>	29%	30%	1 ppts	31%	1 ppts	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

### Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 77,200 VND/cổ phiếu

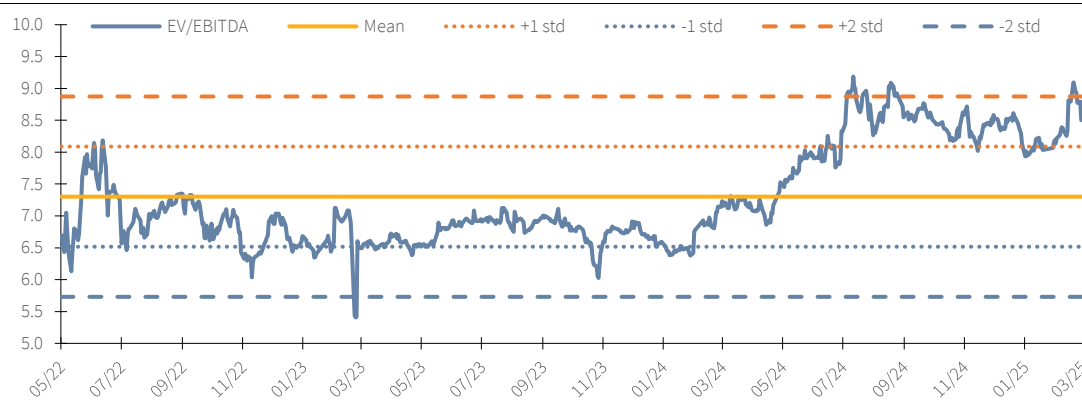
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu REE và đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu 77,200 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 4.6% so với giá đóng cửa ngày 12/03/2025. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro đặc thù của REE là tập đoàn đa ngành hoạt động trong nhiều mảng khác nhau.

**Bảng 14. Định giá SOTP**

(tỷ VND)	Phương pháp	Project NPV	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị của REE
<b>Điện</b>				<b>27,703</b>
Thủy điện	DCF	34,580	23-50%	21,134
Nhiệt điện	DCF	4,088	24-30%	988
Điện mặt trời	DCF	734	99.99%	734
Điện gió	DCF	4,791	50-100%	4,791
Phân phối điện (DTV)	BV	56	66.29%	56
<b>Cho thuê văn phòng &amp; BĐS</b>				<b>9,264</b>
Các dự án hiện tại	Tỷ lệ hoàn vốn	7,460	100%	7,460
E.Town 6	DCF	1,804	100%	1,804
<b>M&amp;E</b>	P/E	1,573	100%	<b>1,573</b>
<b>Nước</b>	P/E	2,670	20-44%	<b>2,670</b>
<b>Đầu tư khác</b>	BV	1,149		<b>1,149</b>
<b>Tổng giá trị</b>				<b>42,359</b>
(-) Vay nợ ròng công ty				-3,762
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				-3,452
<b>Giá trị VCSH</b>				<b>35,145</b>
Chiết khấu tập đoàn đa ngành				10%
<b>Giá trị hợp lý</b>				<b>31,631</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				409.71
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>				<b>77,200</b>
Giá hiện tại (13/03/2025)				72,600
<b>Upside (%)</b>				<b>6.9%</b>

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 15. Diễn biến EV/EBITDA của REE**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## CTCP Cơ điện lạnh (REE) – Bảng tóm tắt KQKD &amp; Dự phóng 2023A-2026F

Báo cáo Kết quả HDKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>					<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	8,570	8,384	9,621	10,271	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	34,912	36,361	37,760	38,234
Giá vốn hàng bán	-4,860	-5,259	-6,064	-6,555	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	9,524	11,286	11,161	12,377
Lãi gộp	3,710	3,124	3,557	3,716	Tiền và tương đương tiền	3,023	5,636	3,104	3,711
Thu nhập tài chính	227	331	322	310	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,132	1,060	1,300	1,800
Chi phí tài chính	-1,016	-801	-724	-555	Các khoản phải thu	3,780	3,129	4,613	4,671
Trong đó: Chi phí lãi vay	-939	-738	-724	-555	Hàng tồn kho, ròng	1,354	1,277	1,960	2,011
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	877	717	764	746	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	25,388	25,075	26,599	25,857
Chi phí bán hàng	-93	-118	-124	-130	Phải thu dài hạn	17	38	17	17
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-663	-577	-589	-618	Tài sản cố định	14,917	13,961	15,616	15,639
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	3,042	2,676	3,206	3,469	Tài sản dở dang dài hạn	1,608	1,453	1,247	447
Thu nhập khác	14	15	15	15	Đầu tư dài hạn	1,345	2,542	2,439	2,342
Chi phí khác	-22	-33	-33	-33	Lợi thế thương mại	513	443	443	443
Thu nhập khác, ròng	36	48	48	48	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	14,142	13,906	13,083	11,061
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	1	1	Nợ ngắn hạn	3,945	4,052	4,224	4,425
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	3,078	2,724	3,254	3,517	Phải trả người bán	619	724	902	1,103
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-269	-294	-325	-352	Người mua trả tiền trước	707	999	999	999
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,787	2,397	2,929	3,166	Vay ngắn hạn	1,238	1,244	1,238	1,238
Lợi ích của cổ đông thiểu số	598	402	527	570	Nợ dài hạn	10,198	9,853	8,859	6,636
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,188	1,994	2,402	2,596	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	9,505	9,153	8,143	5,950
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	20,770	22,455	24,677	27,173
					Vốn góp	4,097	4,710	4,712	4,712
					Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,013	1,050	1,050
					Lãi chưa phân phối	11,802	12,761	14,802	16,980
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	416	464	366	413
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,452	3,555	3,795	4,066
<b>Chỉ số hoạt động</b>									
	2023	2024	2025F	2026F					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43.3%	37.3%	37.0%	36.2%	<b>Chỉ số chính</b>				
Tỷ suất EBITDA	49.2%	44.5%	43.8%	42.3%	(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất EBIT	34.5%	29.0%	29.6%	28.9%	<b>Chỉ số định giá</b>				
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	35.7%	32.1%	33.8%	34.3%	P/E	14.4	18.2	15.2	14.0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	35.5%	31.9%	33.3%	33.8%	P/E pha loãng	14.4	18.2	15.2	14.0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	32.5%	28.6%	30.4%	30.8%	P/B	1.8	1.9	1.8	1.6
					P/S	3.7	4.3	3.8	3.5
					P/Tangible Book	1.8	1.9	1.8	1.6
					P/Cash Flow	11.2	9.6	29.8	10.2
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	10.1	12.0	11.0	10.1
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	14.5	18.4	16.3	14.8
					<b>Hiệu quả quản lý</b>				
					ROE%	13	11	12	12
					ROA%	8	7	8	8
					ROIC%	10	9	9	9
					<b>Cấu trúc tài chính</b>				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.1	1.7	1.0	1.3
					Tỷ suất thanh toán nhanh	2.0	2.4	2.1	2.3
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.4	2.8	2.6	2.8
					Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.5	0.4	0.3	0.2
					Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.2	0.2
					Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.0
					Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
					Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2
					Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
					Tổng công nợ/Vốn CSH	0.7	0.6	0.5	0.4
					Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.4	0.3	0.3
					<b>Chỉ số hoạt động</b>				
					Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.2	2.4	2.5	2.2
					Hệ số quay vòng HTK	3.5	4.0	3.1	3.3
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.2	3.1	3.3	3.3

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

### Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

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

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

**Chi nhánh Hà Nội:**

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

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

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

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

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

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

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

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

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

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

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

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