

CTCP Cơ điện lạnh (REE)

Trung lập (Duy trì)

Điện

Giá hiện tại	VND67.500
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND69.200/53.046
Giá mục tiêu	VND67.900
Giá mục tiêu trước đó	VND63.350
Consensus	-1,5%
Tiềm năng tăng giá	0,6%
Tỷ suất cổ tức	1,5%
Tổng tỷ suất sinh lời	2,1%

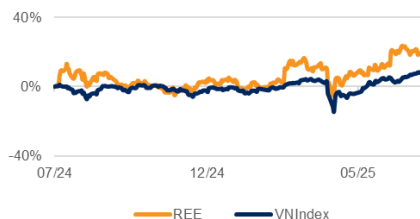
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	1.377,0
GTĐBQ 3 tháng (tr USD)	2,3
Sở hữu NN (tr USD)	0,0
Số CP lưu hành (tr)	542
Số CP sau pha loãng (tr)	542

	REE	Ngành	VNI
P/E trượt	17,0x	16,3x	13,3x
P/B hiện tại	1,8x	2,0x	1,8x
ROA	5,6%	4,8%	2,1%
ROE	11,5%	12,3%	13,0%

* dữ liệu ngày 07/07/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
REE	5,9%	16,4%	18,9%
VNIndex	3,1%	14,6%	8,4%

Cơ cấu sở hữu

Platinum Victory Pte.Ltd	41,6%
Nguyễn Thị Mai Thanh	12,2%
Khác	46,2%

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 Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

Triển vọng tích cực đã phản ánh vào giá

- Duy trì khuyến nghị Trung Lập với tiềm năng tăng giá 0,6% và tỷ suất cổ tức 1,5%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 7,1% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 16% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu là do chuyển mô hình định giá sang năm 2025 và điều chỉnh dự phóng EPS năm 2025-26.
- P/E trượt 17,0x cao hơn gần 2 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 5 năm và gần như đã phản ánh hết triển vọng tích cực của REE trong năm 2025.

Tiêu điểm tài chính

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/25 tăng 27% svck lên 611 tỷ đồng chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 73,5% LN phát điện Q1/25.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu (DT) năm 2025 tăng 23,7% svck nhờ sự tăng trưởng của cả ba lĩnh vực cốt lõi: điện, bất động sản và cơ điện lạnh (M&E).
- Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2025 tăng trưởng 30,6% svck, chủ yếu nhờ tăng trưởng LN mảng điện và sự đóng góp của các dự án E.town 6 và Light Square.

Luận điểm đầu tư

Năng lượng xanh vẫn là chiến lược dài hạn, được hỗ trợ bởi QHĐ8 điều chỉnh

Với năm 2025, sự phục hồi của thủy điện đang đi đúng hướng nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi hơn. Đây sẽ là động lực chính cho mảng điện của REE, thúc đẩy tổng sản lượng điện tăng 12% svck và doanh thu điện tăng 12,5% svck. Về dài hạn, việc ban hành một số văn bản pháp lý quan trọng như QHĐ8 sửa đổi, cơ chế DPPA và khung giá phát điện chính thức sẽ tạo nền tảng cho một công ty năng lượng lâu đời như REE có thể tiếp tục phát triển theo định hướng năng lượng xanh trong dài hạn.

Bất động sản sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2025

Mảng bất động sản (BDS) là động lực tăng trưởng chính của REE vào năm 2025 với sự đóng góp từ cả hoạt động cho thuê văn phòng và hoạt động phát triển dự án. Chúng tôi kỳ vọng tòa nhà văn phòng hạng A – E.town 6 – sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy là 50%/80% trong 2025-26, hỗ trợ DT cho thuê văn phòng tăng trưởng 15,3%/10,3% svck trong 2025-26. Trong khi đó, việc bán các sản phẩm thấp tầng còn lại và chuyển nhượng quỹ đất của dự án Light Square sẽ mang lại doanh thu là 780 tỷ đồng và LN ròng là 281 tỷ đồng cho năm 2025, đóng góp vào 11% tổng LN ròng của REE.

Dự án LTIA cung cấp nhiên liệu cho mảng M&E trong thời gian tới

Triển vọng mảng M&E sẽ tích cực trong hai năm tới, được hỗ trợ bởi dự án Sân bay Long Thành (LTIA) và tăng trưởng backlog tiềm năng ở các dự án khác. Chúng tôi kỳ vọng DT M&E sẽ tăng 20,5%/6% svck và LN ròng M&E tăng 18,7%/9,8% svck trong 2025-2026. Hơn nữa, theo sau kỳ vọng về sự phục hồi của thị trường BDS, chúng tôi kỳ vọng REE sẽ ghi nhận mức tăng giá trị hợp đồng mới ký kết trong năm 2025-2027, tạo nền tảng cho mảng M&E tiếp đà phục hồi.

Tuy nhiên, định giá dường như đã ở mức hợp lý trong ngắn hạn

REE giao dịch ở mức P/E trượt 17x, cao hơn gần 2 độ lệch chuẩn điểm so với P/E trung bình 5 năm là 11,5x. Nhìn về năm 2025, với mức tăng trưởng LN ròng dự kiến là 30,6% svck, P/E dự phóng 2025 ở mức 14,1x, là mức cân bằng trong ngắn hạn.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-8,5%	-2,2%	23,5%	4,3%
Tăng trưởng LN	-18,7%	-8,9%	30,6%	9,8%
Biên LN gộp	43,2%	37,2%	39,9%	41,2%
Biên LN ròng	25,5%	23,7%	25,1%	26,4%
P/E (lần)	10,3	15,8	13,9	12,6
P/B (lần)	1,2	1,5		
ROAE	11,3%	9,5%	11,0%	11,0%
Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	37,2%	21,2%	21,7%	14,6%

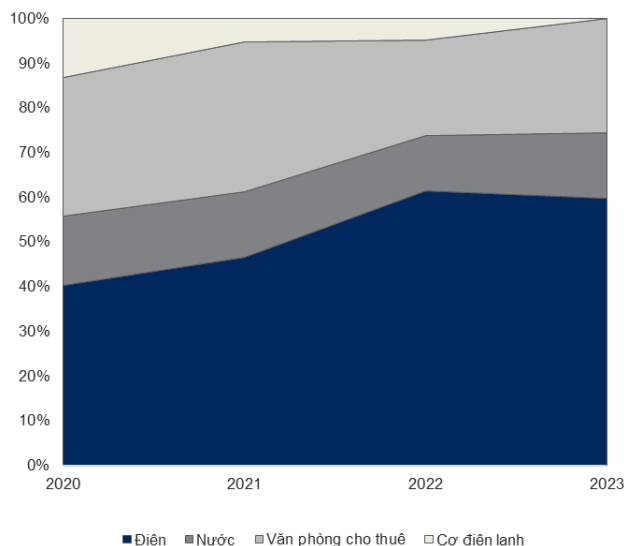
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp: 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.

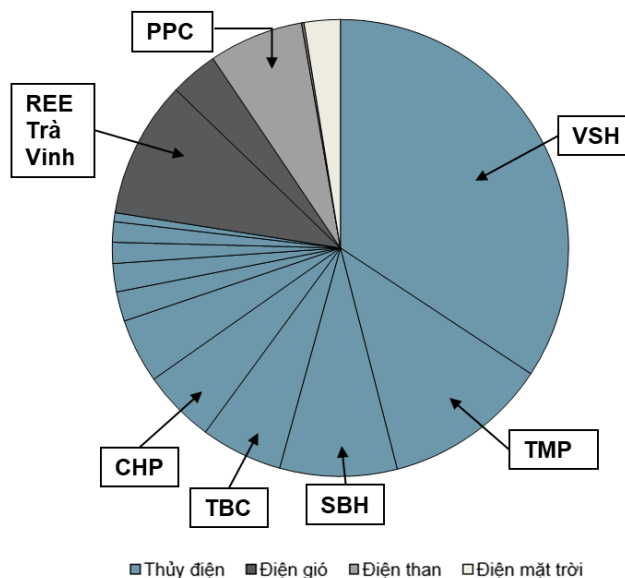
REE đã đầu tư vào mảng tiện ích (điện & nước) từ năm 2010 và đã phát triển danh mục các công ty con và công ty liên kết vững mạnh. Tập đoàn có tổng công suất phát điện là 2.635MW, trong đó, công suất thuộc sở hữu của REE đạt 1.046MW với 3 loại nguồn phát khác nhau là thủy điện (519MW), điện than (274MW) và NLTT (253MW).

Hình 1: 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 2: Cơ cấu đóng góp LN mảng phát điện của REE. Thủy điện là nguồn chủ đạo, chiếm hơn 75%.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Danh mục điện của REE

	Tên doanh nghiệp	Sở hữu	Công suất (MW)	% tổng công suất của REE	Sản lượng năm (triệu kWh)	Năm hoạt động	Địa điểm
Thủy điện	(VSH) Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	52,6%	356	18%	1.473		Sông Công (Bình Định) - Sông Hinh (Phú Yên)
	> Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	52,6%	136	7%	659	1994-2001	
	> Thủy điện Thượng Kon Tum	52,6%	220	11%	814	2021	Sông Đắk Nhe (Kon Tum)
	(TBC) Thủy điện Thác Bà	60,4%	120	7%	444	1975	Hồ Thác Bà (Yên Bái)
	(MHP) Thủy điện Mường Hum	79,9%	35	3%	157	2011	Sông Ngòi Phát (Lào Cai)
	(IED) Phát triển điện Đông Dương	100,0%	22	2%	84		
	> Thủy điện Nậm Bản 2	100,0%	22	2%	84	2018	Lai Châu
	(TMP) Thủy điện Thác Mơ	42,6%	170	7%	670	1995	Sông Bé (Bình Phước)
	(SBH) Thủy điện Sông Ba Hạ	25,8%	220	6%	825	2009	Phú Yên
	(ISH) Thủy điện Srok Phu Miêng	34,3%	51	2%	201	2007	Sông Bé (Bình Phước)
	(CHP) Thủy điện Miền Trung	24,2%	170	4%	649		
	> Thủy điện A Lưới	24,2%	170	4%	649	2012	Huế
	(BDH) Thủy điện Bình Điền	25,5%	44	1%	181	2009	Sông Hữu Trạch (Huế)
	(SHP) Thủy điện miền nam	11,1%	123	1%	550	2010	Lâm Đồng
Điện than	(PPC) Nhiệt điện Phả Lại	20,7%	1.040	21%	5.900	1986	Hải Dương
	(NBP) Nhiệt điện Ninh Bình	29,5%	100	3%	567	1976	Ninh Bình
	CTCP REE SE	100,0%	132	13%	198	2020	
Điện mặt trời	(TMP) Thủy điện Thác Mơ	42,6%	50	2%	100		
	> Điện mặt trời Thác Mơ	42,6%	50	2%	100	2020	Bình Phước
	(CHP) Thủy điện Miền Trung	24,2%	50	1%	100		
	> Điện mặt trời Cư Jút	24,2%	50	1%	100	2019	Đắk Nông
Điện gió trên bờ	Phong điện Thuận Bình	50,0%	79	4%	205		
	> Phú Lạc 1	50,0%	24	1%	62	2016	Bình Thuận
	> Phú Lạc 2	50,0%	26	1%	65	2021	Bình Thuận
	> Lợi Hải 2	50,0%	29	1%	78	2021	Ninh Thuận
Điện gió gần bờ	REE Trà Vinh (Trà Vinh V1-3)	100,0%	48	5%	158	2021	Trà Vinh
Bán lẻ	(DTV) Điện Trà Vinh	66,3%					Trà Vinh

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Danh mục đầu tư của REE bao gồm bốn 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.

	Doanh nghiệp	Mã	Location	Sở hữu (%)	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (m3/ngày)
Xử lý nước	B.O.O Thủ Đức	BOO	Thủ Đức, TPHCM	42,1%	313,1	300.000
	Nước Sạch Sài Gòn	SWIC	Thủ Đức, TPHCM	40,0%	480,0	300.000
	Tân Hiệp Water	THW	Tân Hiệp, TPHCM	32,0%	153,6	300.000
	Nước Sạch Sông Đà	VCW	Hà Nội	36,0%	878,0	300.000
Bán lẻ	Cấp nước Thủ Đức	TDW	Thủ Đức, TPHCM	44,2%	103,4	0
	Cấp nước Gia Định	GDW	Gia Định, TPHCM	20,1%	35,0	0
	Cấp nước Nhà Bè	NBW	Nhà Bè, TPHCM	20,0%	43,1	0
	Cấp thoát nước Khánh Hòa	KHW	Khánh Hòa	43,9%	268,6	0
Tư vấn	TK Cộng	TK+	TPHCM	65,0%	0,0	0

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 5: 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

Tóm tắt KQKD: Mảng điện thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận Q1/25

Hình 6: Tổng quan KQKD Q1/25

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/24	% svck	2025F	sv. dự phóng
Doanh thu	2.068	1.837	12,6%	10.350	20,0%
- Điện	1.288	1.023	26,0%	4.713	27,3%
- Nước	45	4	1094,2%	75	60,2%
- Bất động sản	286	263	8,7%	2.083	13,7%
- Cơ điện lạnh	449	548	-18,0%	3.479	12,9%
LN gộp	950	741	28,2%	4.168	22,8%
Chi phí BH&QLDN	113	115	-1,3%	719	15,7%
LN / (Chi phí) tài chính thuần	(81)	(153)	-47,4%	(604)	13,3%
LN từ LDLK	140	121	15,6%	952	14,7%
LNTT	898	599	50,0%	3.824	23,5%
LN ròng	611	481	27,2%	2.635	23,2%
- Điện	413	238	73,5%	1.317	31,4%
- Nước	66	67	-1,0%	294	22,5%
- Bất động sản	104	133	-21,9%	876	11,8%
- Cơ điện lạnh	19	24	-20,6%	148	12,7%
Biên LN gộp	46,0%	40,3%	5,6 điểm %	40,3%	
Biên LN ròng	29,6%	26,1%	3,4 điểm %	25,5%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng doanh thu Q1/25 tăng nhờ doanh thu mảng điện và bất động sản tăng

Tổng doanh thu (DT) Q1/25 tăng 12,6% svck lên 2.068 tỷ đồng nhờ tác động của doanh thu Điện (+26% svck) và doanh thu Bất động sản (BDS) (8,7% svck) tăng bù đắp cho mức giảm doanh thu mảng Cơ điện lạnh (-18% svck). Doanh thu Q1/25 hoàn thành 20% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Thủy điện phục hồi thúc đẩy tăng trưởng mạnh điện

Doanh thu Điện Q1/25 tăng 26% svck lên 1.288 tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng vọt 73,5% svck lên 413 tỷ đồng, chủ yếu nhờ lợi nhuận thủy điện tăng từ các công ty thủy điện thành viên như VSH và CHP. Điều này nhiều khả năng đến từ hiệu ứng tiếp diễn từ Q4/24 nhờ mùa mưa đến muộn tại khu vực miền Trung, khiến lưu lượng nước về các hồ chứa tốt hơn, đặc biệt là khi so sánh với tác động tiêu cực của hiện tượng El Nino trong năm trước.

Tỷ lệ lấp đầy chưa tối ưu tại E.town 6 tiếp tục gây áp lực lên LN mảng BDS

Doanh thu BDS (bao gồm mảng cho thuê văn phòng) Q1/25 tăng 8,7% svck lên 286 tỷ đồng chủ yếu nhờ doanh thu Cho thuê văn phòng tăng, đến từ đóng góp của tòa nhà văn phòng mới E.town 6 trong khi doanh thu phát triển BDS là không đáng kể. Tuy nhiên, LN ròng của mảng BDS giảm 22% svck xuống 104 tỷ đồng do chi phí khấu hao và chi phí vận hành của tòa nhà E.town 6, trong khi tỷ lệ lấp đầy của tòa nhà này chưa đạt mức tối ưu.

LN ròng Q1/25 bật tăng, phù hợp với dự phóng

Nhìn chung, LN ròng Q1/25 tăng 27% svck lên 611 tỷ đồng nhờ: 1) kết quả kinh doanh mảng điện tăng mạnh; 2) chi phí tài chính ròng giảm 47,4% svck xuống còn 81 tỷ đồng nhờ thu nhập tiền gửi tăng (+183% svck) và chi phí lãi vay giảm (-13% svck). LN ròng Q1 phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi khi đạt 23,2% dự phóng cả năm.

Triển vọng 2025/26: Tăng trưởng lợi nhuận được hỗ trợ bởi cả ba mảng cốt lõi

Hình 7: Thay đổi dự phóng KQKD năm 2025-26

Tỷ trọng	Thực tế	Cũ		Mới		%Δ		Nhận xét
	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
Tổng doanh thu	8.384	10.350	9.910	10.371	10.818	0,2%	9,2%	
% svck	-2,2%	23,5%	-4,3%	23,7%	4,3%			
- Phát điện	4.240	4.713	5.122	4.769	5.359	1,2%	4,6%	Chúng tôi điều chỉnh tăng DT phát điện năm 2025-26 sau khi: 1) tăng dự phóng sản lượng nhà máy thủy điện Thác Bà, 2) đưa nhà máy thủy điện Thác Bà 2 (dự kiến hoạt động từ giữa năm 2025) và dự án điện gió Trà Vinh V1-4 (dự kiến hoạt động từ năm 2026) vào mô hình dự phóng
- Cho thuê văn phòng	1.070	1.346	1.450	1.233	1.359	-8,4%	-6,2%	Chúng tôi hạ tỷ lệ lấp đầy năm 2025-26 của E.town 6 từ 60%/80% xuống 50%/80% và giảm giá định về giá thuê năm tài chính 2025-26 xuống 6% do mức giá trung bình năm 2024 thấp hơn dự kiến cũng như để phản ánh thị trường cho thuê văn phòng ngày càng cạnh tranh
- BĐS dân cư	80	737	-	780	297	5,9%	N/A	Dự phóng doanh thu BĐS dân cư thay đổi chủ yếu là do 1) chúng tôi hoãn lịch trình bàn giao dự án Light Square từ năm 2024-25 sang năm 2025-26 và 2) chúng tôi kỳ vọng REE sẽ ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng lô đất chung cư trong năm 2025
- Nước	114	75	80	120	126	59,0%	57,1%	
- Cơ điện lạnh	2.880	3.479	3.258	3.470	3.676	-0,3%	12,8%	Nâng dự phóng doanh thu M&E năm 2026 thêm 12,8% do chúng tôi kỳ vọng phần lớn doanh thu từ dự án LTIA sẽ được ghi nhận trong năm 2026
LN gộp	3.124	4.168	4.222	4.139	4.456	-0,7%	5,5%	
Biên LN gộp (%)	37,3%	40,3%	42,6%	39,9%	41,2%	-0,4 điểm%	-1,4 điểm%	
Chi phí BH&QLDN	(696)	(719)	(717)	(694)	(753)	-3,5%	5,1%	
EBIT	2.428	3.449	3.505	3.445	3.703	-0,1%	5,6%	
Chi phí tài chính ròng	(473)	(604)	(497)	(547)	(472)	-9,4%	-5,1%	Giảm chi phí tài chính ròng phù hợp với kết quả tốt hơn dự kiến của năm 2024
Thu nhập từ LDLK (điện & nước)	717	952	1.002	868	909	-8,8%	-9,3%	
LN ròng	1.993	2.635	2.766	2.603	2.860	-1,2%	3,4%	
% svck	-8,9%	32,2%	5,0%	30,6%	9,8%			
- Phát điện	1.007	1.349	1.526	1.277	1.475			
- Cho thuê văn phòng	469	680	727	558	629			
- BĐS dân cư	40	154	14	281	81			
- Nước	267	301	358	331	364			
- Cơ điện lạnh	149	151	141	177	194			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng LN năm 2025 được thúc đẩy bởi cả ba mảng cốt lõi

Với năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng 23,7% svck do sự tăng trưởng của cả ba mảng kinh doanh chính. Cụ thể, mảng bất động sản sẽ là động lực tăng trưởng chính với mức tăng trưởng doanh thu ~10x svck nhờ ghi nhận doanh số bán hàng tại dự án Light Square và tỷ lệ lấp đầy cao hơn của tòa nhà E.town 6. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu phát điện sẽ tăng 11,1% svck nhờ vào sự phục hồi của các nhà máy thủy điện và doanh thu M&E tăng 20,5% svck nhờ lượng backlog lớn từ dự án sân bay Long Thành.

Về lợi nhuận, chúng tôi dự báo LN ròng năm 2025 sẽ tăng trưởng 30,6% svck nhờ sự đóng góp của các dự án E.town 6 và Light Square cùng với tăng trưởng lợi nhuận từ lĩnh vực phát điện.

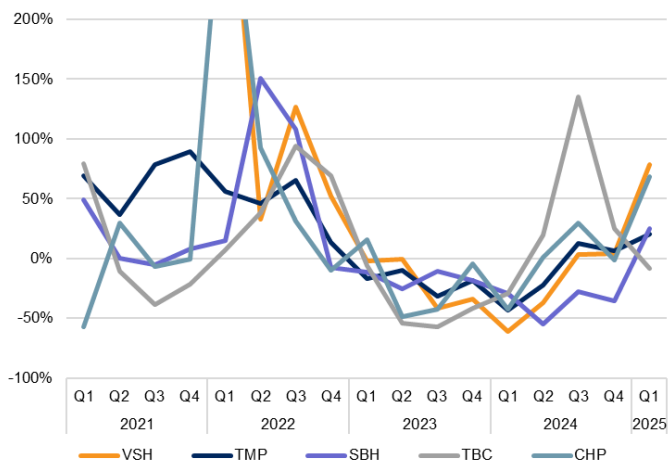
Điện: Thủy điện phục hồi thúc đẩy tăng trưởng mảng điện năm 2025

Thủy điện: Nửa đầu năm phục hồi mạnh mẽ, nhưng tăng trưởng trong nửa cuối năm có thể khiêm tốn khi pha Trung tính chiếm ưu thế

Mảng điện của REE phục hồi mạnh mẽ trong Q1/25 với tổng sản lượng thủy điện (bao gồm cả công ty con và công ty liên kết) tăng 30% svck, nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn so với thời tiết khô hạn của nửa đầu năm 2024 và mùa mưa đến muộn trong Q4/24 tại khu vực miền Trung.

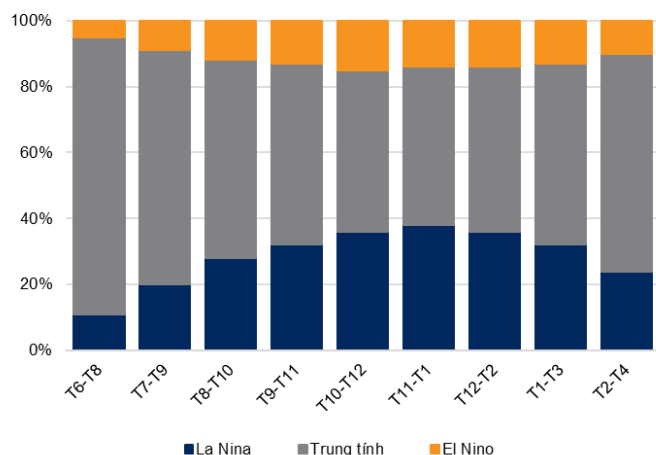
Trong phần còn lại của năm 2025, tăng trưởng sản lượng thủy điện có thể khiêm tốn hơn khi hình thái thời tiết nghiêng về pha Trung tính trong nửa cuối năm 2025. Theo dự báo ENSO mới nhất của IRI, khả năng xuất hiện pha Trung tính tăng lên 60%-55% cho giai đoạn tháng 8-10 và tháng 9-11 từ mức 54%-48% của dự báo ENSO vào tháng 4, trở thành hình thái chủ đạo trong nửa cuối 2025.

Hình 8: Các công ty con và liên kết của REE ghi nhận mức tăng trưởng LN mạnh mẽ trong Q1/25 nhờ điều kiện thời tiết cải thiện...



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

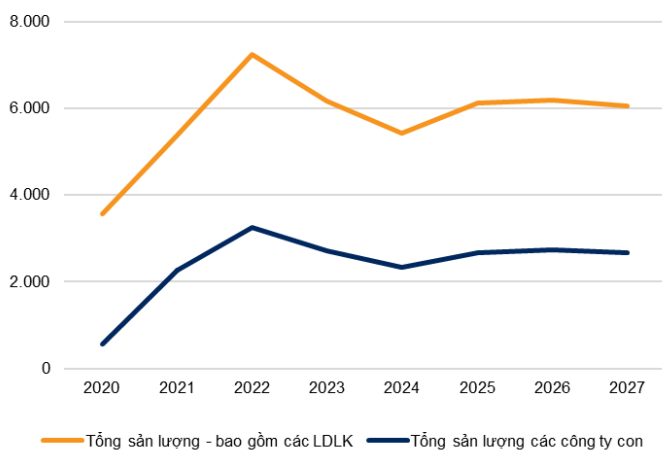
Hình 9: ... nhưng mức tăng trưởng trong nửa cuối 2025 có thể khiêm tốn khi khả năng xảy ra pha Trung tính tăng lên



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

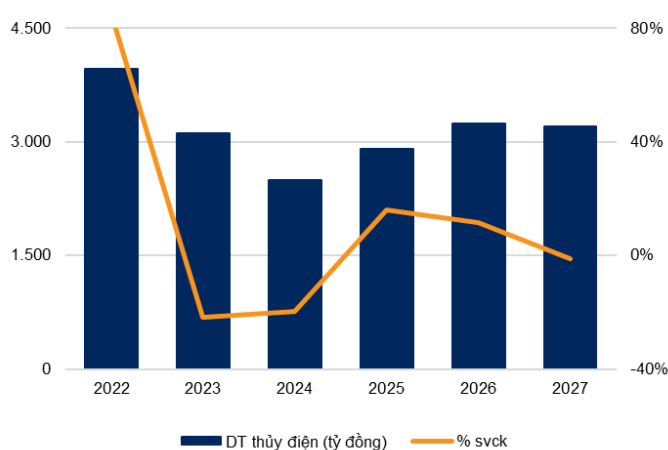
Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng thủy điện của REE (không bao gồm các công ty liên kết) trong năm 2025 sẽ tăng 14,4% svck lên 2,68 tỷ kWh, nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn và nhà máy mới Thác Bà 2 đi vào hoạt động từ giữa năm 2025. Đối với năm 2026, do pha Trung tính dự kiến sẽ tiếp tục chi phối trong 1H26, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng thủy điện của REE sẽ tăng nhẹ 2,5% svck lên 2,75 tỷ kWh.

Hình 10: Dự phóng sản lượng thủy điện (triệu kWh)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Dự phóng DT thủy điện (các công ty con) của REE



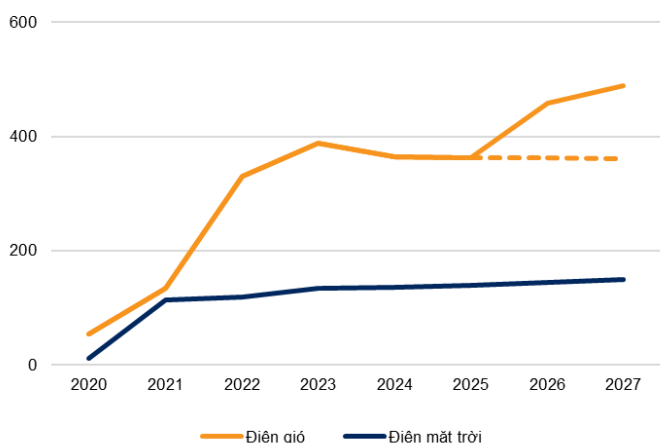
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Năng lượng tái tạo: Triển vọng dài hạn được hỗ trợ bởi QHĐ8 điều chỉnh

Hiệu suất ổn định trong năm 2025 trước khi tăng trưởng vào năm 2026 nhờ sự đóng góp của dự án điện gió mới

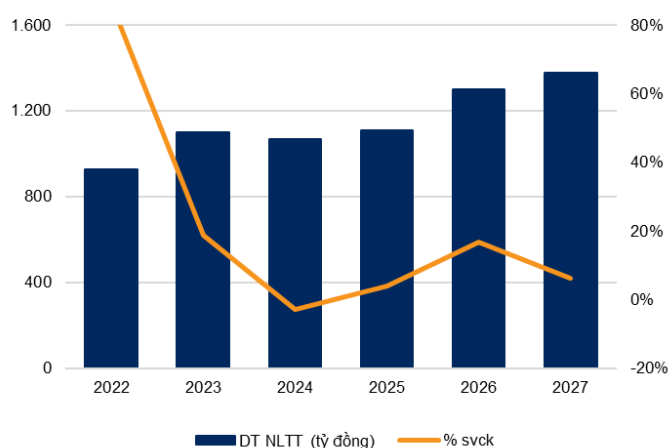
Triển vọng phát điện của các nhà máy năng lượng tái tạo (NLTT) của REE nhìn chung vẫn khả quan trong giai đoạn 2025-26 khi nút thắt trong việc huy động sản lượng NLTT do quá tải đường truyền đã dần được tháo gỡ, tạo điều kiện cho việc gia tăng sản lượng các nhà máy NLTT. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2025 sẽ tăng 4% svck lên 1.111 tỷ đồng trước khi tăng 17% svck lên 1.299 tỷ đồng vào năm 2026 nhờ sự đóng góp của dự án điện gió mới Trà Vinh V1-4 từ năm 2026.

Hình 12: Dự phóng sản lượng NLTT (triệu kWh)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Dự phóng DT NLTT (các công ty con) của REE

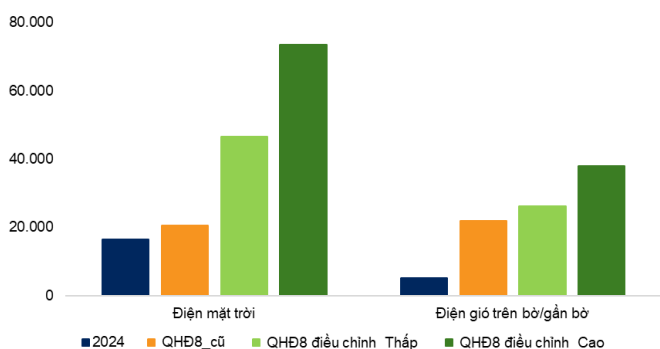


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

QHĐ8 điều chỉnh hỗ trợ cho định hướng phát triển năng lượng xanh của REE

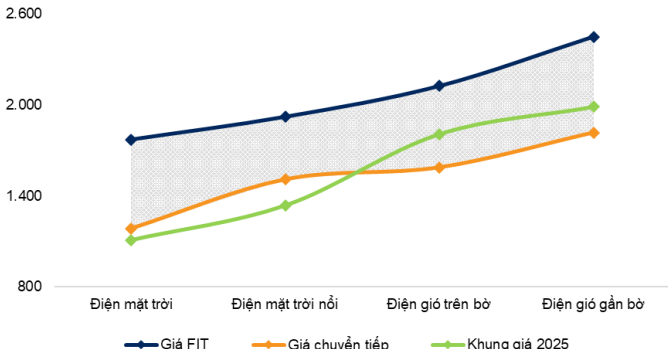
Theo QHĐ8 điều chỉnh, NLTT sẽ có dư địa tăng trưởng lớn nhất. Công suất điện mặt trời được đặt mục tiêu tăng 2,8-4,5 lần trong khi công suất điện gió dự kiến tăng 6,2-7,6 lần vào năm 2030 so với mức hiện tại và cao hơn đáng kể so với phiên bản QHĐ8 trước đó.

Hình 14: Chúng tôi nhận thấy một chu kỳ mới tiềm năng cho lĩnh vực này khi NLTT sẽ có nhiều dư địa tăng trưởng nhất theo QHĐ8 điều chỉnh (MW)



Nguồn: QHĐ8 ĐIỀU CHỈNH, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Bộ Công Thương chính thức công bố khung giá điện NLTT năm 2025, tạo cơ sở đàm phán PPA (đồng/kWh) (khung giá điện miền Trung năm 2025/giá FIT2 điện mặt trời)



Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Ngoài ra, nhiều năm sau khi hết thời hạn giá FIT, Bộ Công Thương đã ban hành khung giá chính thức cho điện tái tạo vào năm 2025. Trong khi khung giá cho

điện mặt trời thậm chí còn thấp hơn giá chuyển tiếp, thì khung giá cho điện gió trên bờ và gần bờ cao hơn lần lượt là 13,9%/9,4% so với giá chuyển tiếp. Đây là khung giá điện gió chấp nhận được để các nhà đầu tư có triển khai các dự án mới, đặc biệt là các công ty lâu năm trong ngành với vị thế tài chính vững mạnh như REE. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng rằng môi trường pháp lý được cải thiện sẽ tạo nền tảng cho REE tiếp tục định hướng phát triển năng lượng xanh của mình.

Hình 16: Một số dự án NLTT tiềm năng mà REE đã và có khả năng tham gia

	Công suất hành dự kiến		Vốn đầu tư ước tính (tỷ đồng)	Tình trạng
Dự án thủy điện				
Thác Bà 2	19	2025	709	Hoàn thành
Trà Khúc 2	30	2027	1.200	Đang xây dựng
Dự án điện gió				
Trà Vinh V1-4	48	2026	2.200	Đang triển khai
Trà Vinh V1-5 & V1-6 GD 2	80	2026	3.864	Đang đấu thầu
Trà Vinh V1-3 GD2	48	2027	2.257	Đang đấu thầu
Trà Vinh V1-4 GD2	48	2030	N/A	Đang đề xuất
Quảng Trị Win 1	48	2025-2030	1.759	Đang đấu thầu
Quảng Trị Win 2	48	2025-2030	1.609	Đang đấu thầu
Một số dự án điện mặt trời nổi tiềm năng trong QHĐ8 (mà REE có thể tham gia đấu thầu)				
Hồ Sông Hình	200	2028-29		
Hồ Sông Hình 3	200	2028-29		
Hồ Sông Ba Hạ	220	2028-29		

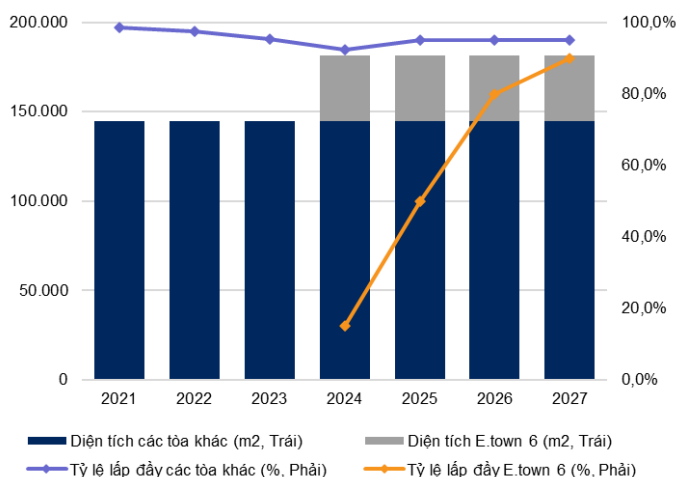
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

BDS: LN tăng trưởng đến từ sự tăng trưởng ở cả hai hoạt động cho thuê văn phòng và phát triển dự án

Cho thuê văn phòng: Đóng góp từ E.town 6 gia tăng trong năm 2025, nhưng thấp hơn một chút so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi

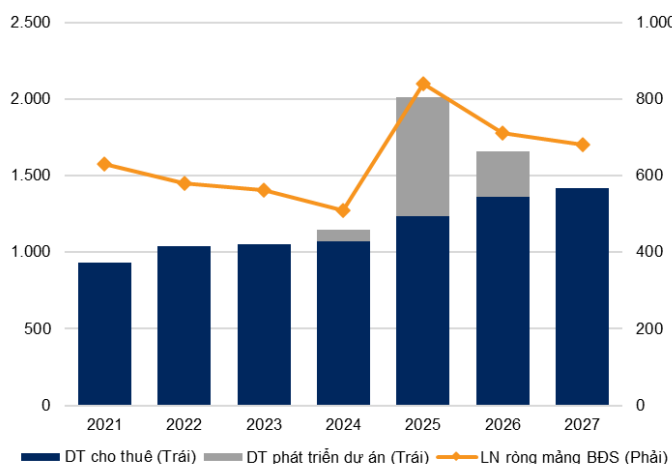
Chúng tôi cho rằng thị trường cho thuê văn phòng sẽ đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng tăng do triển vọng khả quan của nguồn cung cho thuê và sự thay đổi trong phong cách làm việc theo hướng kết hợp giữa văn phòng và làm việc từ xa. Savills ước tính thị trường văn phòng tại Thành phố Hồ Chí Minh dự kiến sẽ chào đón tám dự án mới, cung cấp gần 105.000 m² (~4% tổng nguồn cung) diện tích cho thuê trong ba quý cuối năm 2025.

Hình 17: E.town 6 sẽ cần một vài năm để đạt được tỷ lệ lấp đầy cao do tính cạnh tranh ngày càng tăng và xu hướng chuyển dịch sang làm việc từ xa



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Doanh thu phát triển bất động sản (từ dự án Light Square) sẽ thúc đẩy tăng trưởng của lĩnh vực bất động sản trong năm 2025 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhận thấy bối cảnh cạnh tranh, chúng tôi kỳ vọng E.town 6 – tòa nhà văn phòng hạng A đầu tiên của REE – sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy là 50% vào năm 2025, thấp hơn so với dự báo trước đó là 60%. Đối với các tòa nhà văn phòng còn lại, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy sẽ cải thiện nhẹ 2,5% điểm lên 95% vào năm 2025, nhờ các chính sách cho thuê linh hoạt của REE để ứng phó với sức cạnh tranh ngày càng tăng.

Phát triển BĐS: Hoàn tất việc bán hàng sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2025

Mảng phát triển BĐS chứng kiến kết quả thấp hơn kỳ vọng trong năm 2024 với doanh thu 80 tỷ đồng đến từ việc bàn giao chỉ 4/45 căn hộ của dự án Light Square. Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản sẽ phục hồi, được thúc đẩy bởi: 1) môi trường lãi suất thấp; và 2) môi trường pháp lý được cải thiện nhờ Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực cùng với nỗ lực của các cơ quan chính quyền trong việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án. Do đó, chúng tôi kỳ vọng REE sẽ hoàn thành việc bán hàng và bàn giao tất cả các sản phẩm thấp tầng còn lại của dự án trong năm 2025-26. Ngoài ra, REE cũng sẽ ghi nhận doanh thu từ việc bán lô đất thương mại (lô đất cao tầng tại dự án Light Square) trong Q2/25.

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng toàn bộ dự án sẽ tạo ra dòng doanh thu 780 tỷ đồng/297 tỷ đồng và LN ròng là 281 tỷ đồng/81 tỷ đồng trong năm 2025-26.

Hình 19: Dự án Light Square có tổng diện tích 19.400 m2 với 45 sản phẩm căn hộ thấp tầng



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Hình ảnh dự án trong thực tế



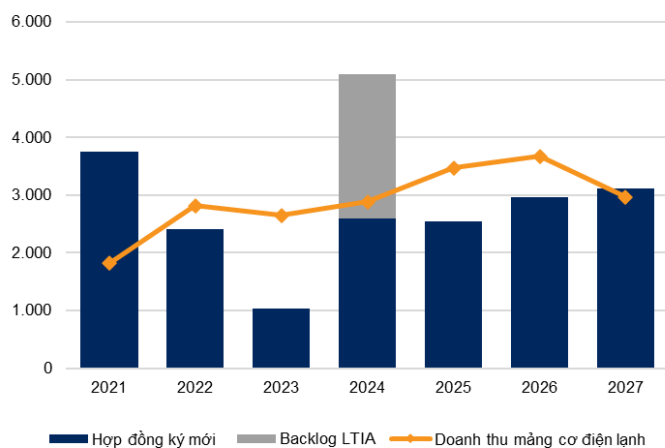
Nguồn: NHAF, VNDIRECT RESEARCH

M&E: Siêu dự án sân bay Long Thành thúc đẩy tăng trưởng

Trong Q1/25, giá trị hợp đồng ký mới của REE giảm 76,7% svck xuống còn 621 tỷ đồng chủ yếu do không ghi nhận hợp đồng từ dự án sân bay Long Thành như Q1/24. Theo sau kỳ vọng về sự phục hồi của thị trường bất động sản, chúng tôi kỳ vọng REE sẽ ghi nhận sự tăng trong giá trị hợp đồng ký mới trong giai đoạn 2025-27 (loại trừ dự án sân bay Long Thành), tạo nền tảng cho lĩnh vực M&E tiếp tục phục hồi.

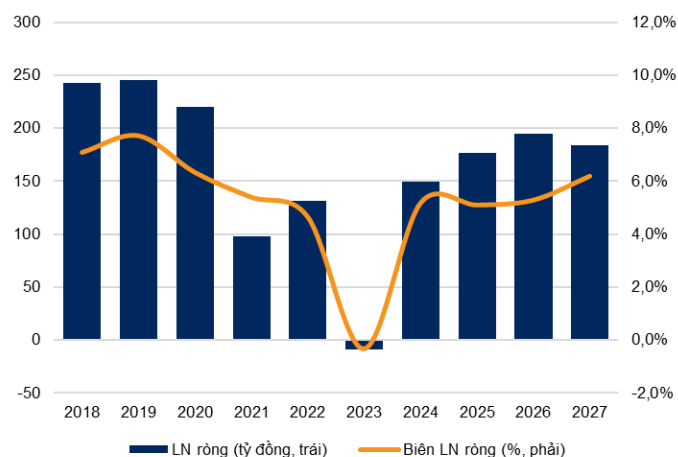
Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực cho mảng M&E của REE trong hai năm tới, được hỗ trợ bởi dự án Sân bay quốc tế Long Thành và kỳ vọng backlog tăng trưởng từ các dự án BĐS khác. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu M&E sẽ tăng 20,5%/6% svck và LN ròng M&E sẽ tăng 18,7%/9,8% svck trong năm 2025-2026.

Hình 21: Backlog từ LTIA sẽ thúc đẩy doanh thu M&E của REE trong năm 2025-26 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Dự phóng DT và biên LN ròng màng M&E



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu cao hơn là 67.900 đ/cp

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SoTP) để định giá REE do tập đoàn kinh doanh ở nhiều lĩnh vực như: sản xuất điện, nước, bất động sản và cơ điện lạnh. Chúng tôi đã tăng giá mục tiêu thêm 7,1% lên 67.900 đồng chủ yếu là do: 1) chuyển mô hình định giá sang năm 2025; 2) điều chỉnh nhẹ dự phóng EPS năm 2025-26; và 3) phản ánh các nhà máy điện mới vào mô hình định giá.

Hình 23: Giá định WACC

Giá định	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta, Bloomberg	1,0
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Chi phí sử dụng vốn	11,4%
Chi phí sử dụng nợ	9,0%
Tỷ lệ nợ	40,0%
WACC	10,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Giá mục tiêu – Định giá SoTP

	Giá trị	Phương pháp định giá	Giá trị mỗi cp
	tỷ đồng		
Phương pháp định giá từng phần (SoTP)			
Điện	30.463	DCF	56.239
Công ty con thủy điện	19.865	DCF	36.674
Công ty liên kết thủy điện (trừ thủy điện Bình Điền)	4.318	DCF	7.973
Điện mặt trời	1.313	DCF	2.423
Điện gió	4.017	DCF	7.416
Nhiệt điện Phả Lại	803	DCF	1.483
Thủy điện Bình Điền	146	Giá trị sổ sách	270
Nước	4.367	P/E mục tiêu 13.2x	8.062
Cho thuê văn phòng	10.235	Cap rate - 8.5%	18.896
Bất động sản dân cư	305	NPV	563
LDLK Bất động sản - SGR	255	Giá trị sổ sách	472
Cơ điện lạnh	1.769	P/E mục tiêu 10x	3.267
Cổ phiếu nắm giữ VIB	1.132	Giá trị sổ sách	2.090
(-) Nợ	10.397		
(+) Tiền mặt	5.964		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	3.555		
Giá trị doanh nghiệp	40.863		
Chiết khấu	10%		
Giá trị doanh nghiệp sau chiết khấu	36.776		
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	542		
Giá mục tiêu (đ/cp)	67.900		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: P/E lịch sử của REE



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: P/B lịch sử của REE



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro tăng giá:

- Giá bán điện bình quân cao hơn kỳ vọng.
- Ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng tại mảng M&E.

Rủi ro giảm giá:

- Sản lượng phát điện thấp hơn kỳ vọng.
- 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 27: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Vốn hóa	Tăng trưởng LN	D/E ròng	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)
	Bloomberg	Tr USD	2024	Trượt 12T	TB 5 năm	Trượt	Hiện tại	Trượt
Cơ điện lạnh								
CTCP Điện cơ Hải Phòng	DHP VN	4,4		(6,0)	6,8	8,7	N/A	0,7
Sunway Construction Group Bhd	SCGB MK	1.814,0		(30,1)	22,3	12,0	24,8	7,9
Trung bình				(18,1)	14,5	10,4	24,8	4,3
Ngành điện								
PVPower	POW VN	1.204,2		20,1	19,1	24,6	24,9	1,0
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	197,1		19,0	10,1	12,8	N/A	2,6
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	221,9		152,5	21,3	14,8	9,4	1,4
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	446,1		62,9	18,7	16,4	N/A	2,4
Trung bình				63,6	17,3	17,2	17,1	1,8
Ngành nước								
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương	BWE VN	399,8		100,3	14,0	20,7	10,6	2,1
CTCP Nước Thủ Dầu Một	TDM VN	241,0		4,7	10,9	12,6	N/A	1,6
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW VN	11,7		(27,7)	13,6	15,3	N/A	3,2
CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà	VCW VN	92,9		(33,5)	9,0	8,9	N/A	1,6
Trung bình				11,0	11,9	14,4	10,6	2,1
Doanh nghiệp đa ngành								
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	298,7		97,0	43,1	19,5	11,4	1,4
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	99,3		47,9	22,0	5,6	N/A	0,3
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	362,1		51,7	11,7	33,6	11,6	1,5
Trung bình				53,3	23,3	18,9	12,3	1,3
Bình quân gia quyền các lĩnh vực điện, nước và M&E				50,3	16,3	16,3	16,6	2,0
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	1.377,0		16,5	16,5	16,9	13,9	1,8

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu ngày 07/07/2025)

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	5.644	5.815	9.378	8.579	8.395	10.371	10.818
Giá vốn hàng bán	(4.034)	(3.500)	(5.042)	(4.860)	(5.260)	(6.225)	(6.353)
Lợi nhuận gộp	1.606	2.310	4.330	3.710	3.124	4.139	4.456
Chi phí QLDN	(366)	(456)	(667)	(756)	(696)	(694)	(753)
Chi phí bán hàng							
LN hoạt động	1.239	1.854	3.663	2.954	2.428	3.445	3.703
EBITDA thuần	2.612	3.707	5.330	4.724	4.359	5.245	5.553
Chi phí khấu hao	322	893	1.225	1.264	1.298	1.336	1.405
LN HĐ trước thuế và lãi vay	2.291	2.814	4.105	3.460	3.060	3.909	4.148
Thu nhập tài chính	222	466	187	227	318	247	251
Chi phí tài chính	(475)	(707)	(942)	(1.016)	(791)	(794)	(723)
Thu nhập ròng khác	22	13	(107)	14	15	(28)	(35)
Thu nhập từ công ty LDLK	915	774	1.077	877	717	868	909
Lợi nhuận trước thuế	1.924	2.400	3.879	3.056	2.688	3.738	4.104
Chi phí thuế	(210)	(264)	(363)	(269)	(292)	(484)	(530)
Lợi nhuận ròng	1.628	1.855	2.693	2.188	1.993	2.603	2.860
LN ròng sau điều chỉnh	1.628	1.855	2.693	2.188	1.993	2.603	2.860

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền & Tương đương tiền	652	1.831	1.151	3.023	5.636	5.078	6.114
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.329	914	1.749	1.132	1.060	1.014	1.043
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.082	2.987	4.013	3.780	3.130	4.407	4.784
Hàng tồn kho	808	800	1.409	1.354	1.277	1.448	1.490
Tài sản ngắn hạn khác	139	275	251	235	183	342	360
Tổng tài sản ngắn hạn	6.009	6.806	8.573	9.524	11.286	12.289	13.791
Tài sản cố định	2.519	15.992	15.771	14.845	13.890	14.380	14.704
Tổng đầu tư	9.287	6.261	6.491	6.560	6.199	6.307	6.295
Tài sản dài hạn khác	2.716	2.768	3.080	3.982	4.988	5.280	4.806
Tổng tài sản	20.530	31.827	33.915	34.912	36.362	38.256	39.596
Nợ vay ngắn hạn	1.265	1.234	1.455	1.238	1.254	1.834	1.549
Phải trả người bán	633	660	650	619	724	893	910
Phải trả ngắn hạn khác	1.546	2.169	1.981	2.087	2.091	2.405	2.570
Tổng nợ ngắn hạn	3.443	4.062	4.086	3.945	4.070	5.131	5.028
Nợ vay dài hạn	4.335	10.740	9.946	9.505	9.143	8.647	8.519
Phải trả dài hạn khác	540	667	679	693	695	925	951
Vốn điều lệ	3.101	3.101	3.564	4.097	4.710	5.417	5.417
Lợi nhuận giữ lại	8.352	10.201	11.942	13.221	14.190	15.774	17.778
Vốn chủ sở hữu	10.975	15.120	17.966	19.352	21.026	23.733	25.912
Lợi ích cổ đông thiểu số	760	3.056	3.697	3.452	3.555	3.764	3.950
Tổng nợ và VCSH	20.530	31.827	33.915	34.912	36.362	39.658	41.644

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
Lợi nhuận trước thuế	1.924	2.400	3.879	3.056	2.688	3.738	4.104
Khấu hao	322	893	1.225	1.264	1.298	1.336	1.405
Thuế đã nộp	(203)	(230)	(359)	(372)	(280)	(484)	(530)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.047)	(1.041)	(1.174)	(830)	(904)	(1.119)	(1.179)
Thay đổi vốn lưu động	(382)	(497)	(2.003)	(302)	981	(1.125)	(255)
LC tiền thuần từ HĐKD	613	1.525	1.569	2.817	3.784	2.346	3.546
Đầu tư TSCĐ	(1.394)	(3.912)	(738)	(873)	(1.035)	(1.864)	(1.189)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	3	1	27	15	5	0	0
Các khoản khác	683	1.291	722	1.075	1.279	222	226
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(119)	608	(779)	425	(44)	(326)	(278)
LC tiền thuần từ HĐĐT	(827)	(2.013)	(768)	642	205	(1.968)	(1.241)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	62	121	1	0	28	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(48)	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(84)	1.632	(908)	(701)	(376)	84	(414)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	(207)	12
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(604)	(86)	(574)	(886)	(1.027)	(812)	(867)
LC tiền thuần từ HĐTC	(674)	1.667	(1.481)	(1.588)	(1.375)	(936)	(1.269)
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	1.540	652	1.831	1.151	3.023	5.636	5.078
LC tiền thuần trong kỳ	(888)	1.179	(680)	1.872	2.613	(558)	1.037
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	652	1.831	1.151	3.023	5.636	5.078	6.114

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EPS (VND)	3.026	3.006	3.425	4.971	4.040	3.680	4.806
P/E	6,2	8,8	10,9	9,0	10,3	15,8	13,9
PEG 1 năm	-9,4	0,6	0,2	-0,5	-1,2	0,5	1,4
EV/EBIT	15,8	16,2	18,0	10,5	11,4	16,4	13,1
EV/EBITDA	19,0	19,0	21,8	13,8	8,0	10,7	9,5
P/S	2,1	2,5	3,5	2,6	2,6	3,8	3,5
P/B	1,0	1,3	1,3	1,4	1,2	1,5	1,5
Tỷ suất cổ tức	6,1%	4,2%	0,4%	2,4%	3,9%	3,3%	2,2%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	37,8%	37,1%	4,6%	21,3%	40,5%	51,5%	31,2%
Chỉ số tăng trưởng	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	15,3%	3,0%	61,3%	-8,5%	-2,2%	23,5%	4,3%
Tăng trưởng LN gộp	28,9%	43,8%	87,4%	-14,3%	-15,8%	32,5%	7,7%
Tăng trưởng LN ròng	-0,7%	13,9%	45,1%	-18,7%	-8,9%	30,6%	9,8%
Tăng trưởng EPS	-0,7%	13,9%	45,1%	-18,7%	-8,9%	30,6%	9,8%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Biên LN gộp	28,5%	39,7%	46,2%	43,2%	37,2%	39,9%	41,2%
Biên EBITDA	18,7%	26,4%	29,5%	49,2%	44,4%	46,1%	47,2%
Biên LN hoạt động	22,0%	31,9%	39,1%	34,4%	28,9%	33,2%	34,2%
Biên LN ròng	28,8%	31,9%	28,7%	25,5%	23,7%	25,1%	26,4%
ROAA	8,1%	7,1%	8,2%	6,4%	5,6%	7,0%	7,3%
ROAE	14,8%	12,3%	15,0%	11,3%	9,5%	11,0%	11,0%
Chỉ số đòn bẩy	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	2,9	2,8	4,1	3,1	3,3	4,3	5,1
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	0,6	0,3	1,7	2,3	2,1	1,8	2,7
Nợ vay / Vốn	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Nợ vay / VCSH	0,5	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4
Nợ vay ròng / VCSH	0,3	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1
Chỉ số thanh khoản	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Vòng quay tổng tài sản	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Vòng quay khoản phải thu	2,2	1,9	2,7	2,2	2,4	2,8	2,4
Số ngày phải thu	169	190	136	166	150	133	155
Vòng quay khoản phải trả	6,9	5,4	7,7	7,7	7,8	7,7	7,0
Số ngày phải trả	53	67	47	48	47	47	52
Vòng quay hàng tồn kho	4,5	4,4	4,6	3,5	4,0	4,6	4,3
Số ngày tồn kho	81	84	80	104	91	80	84
Hệ số thanh toán hiện hành	1,7	1,7	2,1	2,4	2,8	2,4	2,7
Hệ số thanh toán nhanh	1,5	1,5	1,8	2,1	2,5	2,1	2,4

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

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng nhóm Phân tích

Email: hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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