



CẬP NHẬT QUÝ

Công ty Cổ phần Cơ điện Lạnh (REE: HOSE)

Giá mục tiêu: 70.200 Đồng

Khuyến nghị: **TRUNG LẬP**

Tăng giá: 13,2%

08/03/2026



Tăng trưởng chứng lại trong năm 2026 do mức nền cao của thủy điện 2025

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với CTCP Cơ điện Lạnh (REE: HOSE) xuống **TRUNG LẬP** (từ KHẢ QUAN) và giảm giá mục tiêu 12 tháng xuống **70.200 đồng/cp** (giá mục tiêu trước là 80.000 đồng), tương đương tiềm năng tăng giá là 13,2%, nhằm phản ánh:

- Việc giảm 16% dự báo lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (NPATMI) năm 2026,
- Kết hợp thêm phương pháp định giá P/E cùng với phương pháp SOTP hiện tại để phản ánh tốt hơn tính cân bằng giữa triển vọng tăng trưởng trong dài hạn và các áp lực trong lợi nhuận ngắn hạn.

Luận điểm đầu tư

- Màng điện vẫn có triển vọng tích cực trong dài hạn khi REE tiếp tục mở rộng danh mục năng lượng tái tạo. Tuy nhiên, tính chu kỳ của màng thủy điện có thể gây áp lực lên lợi nhuận trong ngắn hạn.
- Màng dịch vụ cơ điện lạnh (M&E) và văn phòng cho thuê dự kiến tăng trưởng tích cực, với doanh thu tăng trưởng hai chữ số nhờ lượng backlog M&E ổn định và tỷ lệ lấp đầy tại tòa nhà E.town 6 cải thiện.

Cập nhật KQKD năm 2025 và triển vọng năm 2026

KQKD năm 2025: REE ghi nhận doanh thu đạt 10 nghìn tỷ đồng (+19% svck) và NPATMI đạt 2,5 nghìn tỷ đồng (+27% svck), gần đạt mức lợi nhuận cao kỷ lục trong năm 2022.

- Màng điện và màng nước & môi trường là hai màng chủ đạo thúc đẩy tăng trưởng, chủ yếu nhờ vào hiệu quả của màng thủy điện. Điện mặt trời và điện bán lẻ cũng đóng góp tích cực vào tăng trưởng lợi nhuận.
- Màng dịch vụ cơ điện lạnh (M&E) phục hồi ở mức hai chữ số, nhờ lượng backlog đơn hàng mới lũy kế trong năm 2024-2025 ổn định và khả năng thu hồi nợ cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng này sẽ tiếp tục trong năm 2026.
- Tỷ lệ lấp đầy tại tòa nhà E.town 6 đã vượt mức 50% từ mức thấp trong đầu năm 2025.

Triển vọng năm 2026: Chúng tôi dự báo NPATMI giảm 4% svck, chủ yếu do sản lượng thủy điện quay về mức bình thường so với mức nền cao năm 2025. Tuy nhiên, tác động này có thể sẽ được bù đắp một phần bởi tăng trưởng màng M&E và văn phòng cho thuê. Tính chu kỳ của thủy điện có khi sẽ tiếp tục gây áp lực sang lợi nhuận năm 2027.

Yếu tố hỗ trợ và Rủi ro

- Yếu tố hỗ trợ: (1) Tiềm năng tăng trưởng thu nhập từ các cơ hội đầu tư mới. (2) Tiến độ bán hàng tại dự án Light Square được đẩy mạnh.
- Rủi ro: (1) Các vấn đề/sự cố kỹ thuật ngoài dự kiến của nhà máy phát điện. (2) Tỷ lệ lấp đầy văn phòng thấp hơn dự kiến, gây áp lực lên doanh thu cho thuê.

Bảng 1: Các chỉ tiêu chính

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	9.372	8.570	8.384	10.012	10.932
Tăng trưởng DTT	61,3%	-8,6%	-2,2%	19,4%	9,2%
Biên lợi nhuận gộp	46,2%	43,3%	37,3%	37,7%	35,8%
NPATMI	2.693	2.188	1.993	2.529	2.433
EPS (VNĐ)	7.576	5.354	4.237	4.668	4.491
Tăng trưởng EPS	26,2%	-29,3%	-20,9%	10,2%	-3,8%
Nợ/VCSH (x)	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5
Tỷ suất cổ tức	1,4%	1,8%	1,5%	1,6%	1,6%
ROE	19,8%	13,9%	11,1%	13,3%	11,8%
P/E (x)	9,4	10,6	16,0	13,1	14,1
P/B (x)	1,6	1,3	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA	6,3	6,3	8,3	7,2	7,3

Nguồn: REE, SSI Research

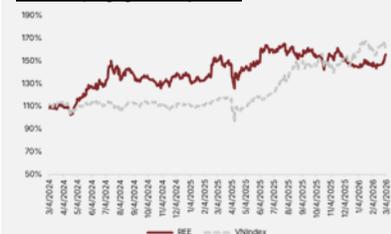
Bạch Chấn Mãn, CFA

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

manbc@ssi.com.vn

Giá CP - VND (06/03/26)	62.000
Vốn hóa (USDmn):	1.304
SLCP lưu hành (triệu cp):	542
KLGD TB 3 tháng (triệu cp):	0,6
Giá cao/thấp 52T (k VNĐ):	68,6/52,2
GTGD TB 3 tháng (USDmn):	1,4
Tỷ lệ SHNN (%):	49,0
GTNN còn được mua (USDmn):	0,0
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):	5,3

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Tiền thân là một công ty nhà nước thành lập năm 1977, REE đã thực hiện cổ phần hóa vào năm 1993 và trở thành một trong những công ty đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2000. Với vai trò là một tập đoàn đa ngành, REE tập trung vào bốn mảng kinh doanh chính, bao gồm cơ điện lạnh & thương mại, năng lượng, bất động sản và nước & môi trường.

Nhìn lại năm 2025: Mảng thủy điện và nước & môi trường thúc đẩy lợi nhuận phục hồi

Bảng 2: KQKD năm 2025

Tỷ đồng	2024	2025	% svck	% Kế hoạch của công ty
Doanh thu thuần	8.384	10.012	19%	98%
Lợi nhuận gộp	3.124	3.775	21%	
Lợi nhuận hoạt động	3.252	3.952	22%	
EBIT	3.426	4.201	23%	
EBITDA	4.724	5.586	18%	
Lợi nhuận trước thuế	2.688	3.517	31%	
Lợi nhuận sau thuế	2.396	3.149	31%	
NPATMI	1.993	2.529	27%	104%

Nguồn: REE, SSI Research

Bảng 3: Cập nhật KQKD Q4/2025

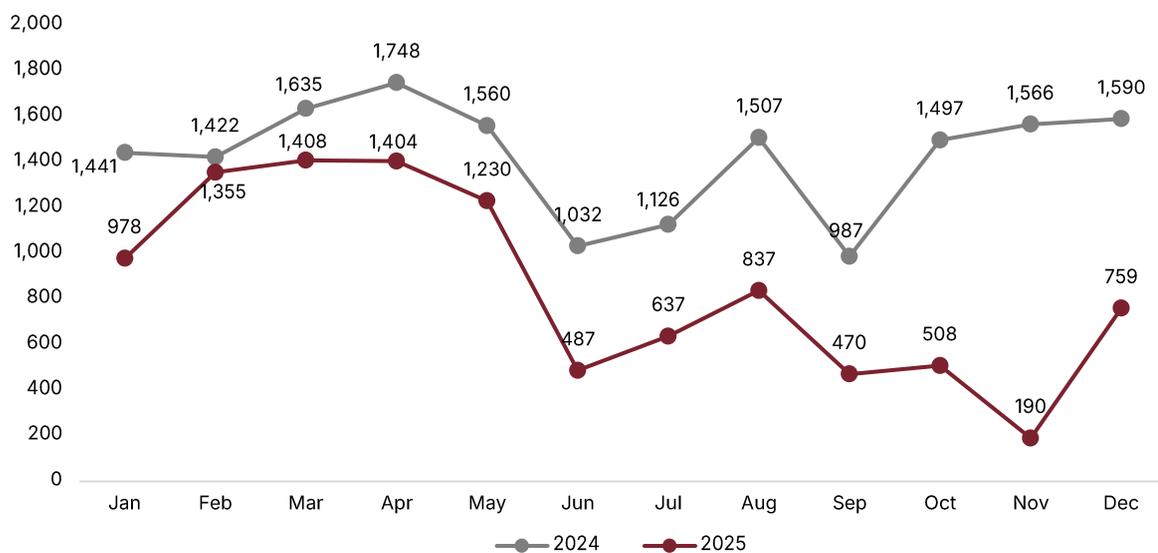
Unit: VND bn	4Q24	4Q25	% svck	3Q25	% So với quý trước
Doanh thu thuần	2.336	2.878	23,2%	2.552	13%
Lợi nhuận gộp	1.015	1.040	2,4%	932	12%
Lợi nhuận hoạt động	1.091	982	-10,0%	1.045	-6%
EBIT	1.163	1.031	-11,4%	1.102	-7%
EBITDA	1.498	1.369	-8,6%	1.467	-7%
Lợi nhuận trước thuế	982	864	-12,0%	925	-7%
Lợi nhuận sau thuế	882	769	-12,9%	825	-7%
NPATMI	678	619	-8,7%	675	-8%

Nguồn: REE, SSI Research

Trong Q4/2025, REE ghi nhận doanh thu đạt 2,9 nghìn tỷ đồng (+23% svck) và NPATMI đạt 619 tỷ đồng (-9% svck), phù hợp với ước tính của chúng tôi. Kết quả này được đóng góp bởi:

- Mảng điện ghi nhận NPATMI giảm nhẹ svck**, chủ yếu đến từ thủy điện. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu đến từ giá thị trường điện (FMP) giảm svck, dù sản lượng thủy điện tăng 23% svck.
- Mảng cơ điện lạnh (M&E) giảm hai chữ số (-24% svck)** do ghi nhận chi phí trích lập dự phòng đáng kể (doanh nghiệp không công bố số liệu cụ thể).
- Lợi nhuận sau thuế của Tổng CTCP Địa ốc Sài Gòn (Saigonres Group, SGR: HOSE) giảm 70% svck**, gây áp lực lên kết quả chung của mảng bất động sản.

Biểu đồ 4: Giá thị trường điện toàn phần (FMP) trong năm 2025 (so với năm 2024) (VND/kWh)



Nguồn: EVN, SSI Research

Nhìn chung, REE ghi nhận tăng trưởng doanh thu đạt 19% svck và tăng trưởng NPATMI đạt 27% svck trong năm 2025, đánh dấu sự phục hồi tích cực sau khi lợi nhuận lập kỷ lục năm 2022.

Bảng 5: Diễn biến từng mảng hoạt động trong năm 2025

Tỷ đồng	2024	2025	% svck	Nhận xét
Doanh thu	8.384	10.012	19%	
Màng cơ điện lạnh & thương mại	2.880	3.521	22%	
Màng điện	4.240	4.979	17%	
Màng nước & môi trường	114	174	53%	Được hỗ trợ bởi KQKD tốt của TK Cộng
Màng bất động sản*	1.149	1.338	16%	
Khác	0	0	n.m	
NPATMI	1.993	2.529	27%	Màng điện và màng nước & môi trường là hai mảng thúc đẩy tăng trưởng chính.
Màng cơ điện lạnh & thương mại	150	164	10%	Chủ yếu nhờ vào mảng dịch vụ M&E. Giá trị hợp đồng ký mới của mảng này đạt 3,8 nghìn tỷ đồng, vẫn duy trì ở mức cao mặc dù giảm 25% svck so với mức nền cao trong năm 2025.
Màng điện	1.007	1.412	40%	<ul style="list-style-type: none"> Thủy điện là động lực tăng trưởng chính (sản lượng tăng 30% svck), được hỗ trợ bởi điều kiện thủy văn thuận lợi dưới tác động của (1) điều kiện La Niña/thời tiết trung tính, (2) mưa lớn kéo dài và (3) ảnh hưởng của bão. Điện mặt trời: tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ khoản hoàn nhập dự phòng thuế thu nhập doanh nghiệp 27 tỷ đồng. Điện gió: nhà máy Trà Vinh V1-3 ghi nhận xu hướng gió chậm hơn so với năm 2024, nhưng được bù đắp bởi tăng trưởng sản lượng tại nhà máy Phú Lạc 1, Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2, khiến lợi nhuận giảm. Điện bán lẻ: Tăng trưởng lợi nhuận được hỗ trợ bởi giá bán lẻ điện tăng và tỷ lệ hao hụt giảm Nhiệt điện: REE đã thoái vốn khỏi CTCP Nhiệt điện Ninh Bình (NBP: HNX) từ đầu 2025. CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC: HOSE) cũng ghi nhận lợi nhuận giảm do nhu cầu nhiệt điện giảm.
Màng nước & môi trường	267	355	33%	Được hỗ trợ bởi KQKD tốt của TK Cộng và nhu cầu nước gia tăng
Màng bất động sản*	509	513	1%	Đầu tư bất động sản <ul style="list-style-type: none"> REE đã bán thành công lô đất liên quan đến khu căn hộ cao tầng thuộc dự án Light Square trong Q2/2025 (lợi nhuận một lần). Ngược lại, tình hình bán hàng của khu nhà ở thấp tầng vẫn chưa thực sự cải thiện. REE giảm tỷ lệ sở hữu tại Tổng CTCP Địa ốc Sài Gòn (Saigonres Group) từ gần 29% xuống 21%. Văn phòng cho thuê <ul style="list-style-type: none"> Tỷ lệ lấp đầy (không bao gồm tòa nhà E.town 6) giảm nhẹ nhưng vẫn trên mức 90%. Tình riêng tòa E.town 6, sau khi chính thức vận hành từ năm 2024, tỷ lệ lấp đầy đã vượt mức 50% so với mức thấp trong nửa đầu năm 2025. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận chính trong năm 2026.
Khác	61	84	37%	

Nguồn: REE, SSI Research. * Bất động sản bao gồm các mảng đầu tư bất động sản và văn phòng cho thuê.

Bảng 6: Sản lượng bán điện

Triệu kWh	2024	2025	svck
Thủy điện	5.429	7.055	30%
Năng lượng tái tạo (không bao gồm thủy điện)	653	645	-1%
Điện mặt trời	289	280	-3%
Điện gió	364	365	0%
Nhiệt điện	4.575	3.652	-20%
Tổng	10.659	11.352	7%

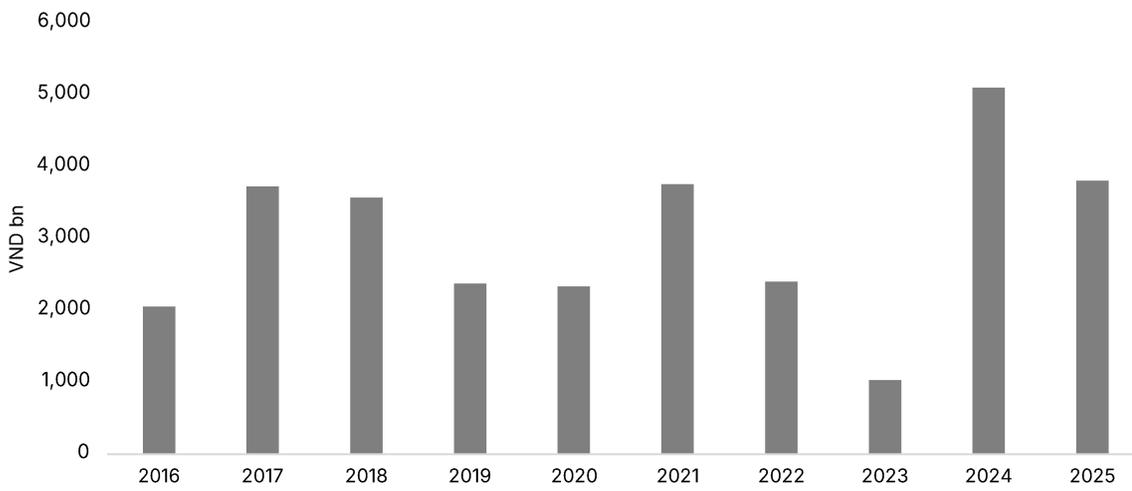
Nguồn: REE, SSI Research

Bảng 7: Sản lượng tiêu thụ màng nước & môi trường

Triệu m3	2024	2025	YoY
Xử lý nước	437	449	3%
Phân phối nước	290	293	1%

Nguồn: REE, SSI Research

Biểu đồ 8: Giá trị hợp đồng ký mới màng cơ điện lạnh tính đến cuối năm 2025



Nguồn: REE, SSI Research

Cập nhật về các dự án năng lượng tái tạo đang được phát triển của REE

Vào đầu tháng 3/2026, Hội đồng quản trị của REE đã chấp thuận nhận chuyển nhượng tối đa 100% cổ phần tại CTCP Điện gió Phú Cường, qua đó giúp doanh nghiệp được tiếp cận và triển khai phát triển dự án Cụm Nhà máy điện gió Phú Cường 1A và 1B (công suất 200 MW, đã nằm trong Quy hoạch điện VIII điều chỉnh), nằm tại tỉnh Sóc Trăng. Động thái này tiếp tục củng cố chiến lược mở rộng danh mục năng lượng tái tạo của REE, hỗ trợ đà tăng trưởng của doanh nghiệp trong dài hạn.

Bảng 9: Các dự án năng lượng tái tạo hiện đang được phát triển của REE

Dự án	Loại hình	Công suất (MW)	Tỷ lệ sở hữu của REE	COD* dự kiến của REE	Tiến độ triển khai	COD dự báo của chúng tôi
Trà Khúc 2	Thủy điện	30	100%	Q1/2027	Bắt đầu thi công từ năm 2024 và hiện đã hoàn thành hơn 80% tiến độ thi công	Để thận trọng, chúng tôi chưa đưa dự án này vào ước tính**
Duyên Hải	Điện gió	48	70%	Q1/2026	<ul style="list-style-type: none"> Bắt đầu thi công từ cuối năm 2024, hiện đã hoàn tất phần công việc trên biển và 98% khối lượng công việc trên bờ. Dự án hiện đang trong giai đoạn chạy thử và nghiệm thu. 	2026**
V1-3 giai đoạn 2	Điện gió	48	100%	Q4/2026	Xem chi tiết tại báo cáo cập nhật REE (ngày 10/11/2025)	Q4/2026**
V1-5 & V1-6 giai đoạn 2	Điện gió	80	100%	Q4/2026	Xem chi tiết tại báo cáo cập nhật REE (ngày 10/11/2025)	Q4/2026**
Phú Cường 1A và 1B	Điện gió	200	n.a	n.a	n.a	Chúng tôi chưa đưa dự án này vào ước tính

Nguồn: REE, SSI Research

*COD: Ngày vận hành thương mại

**Không đối so với dự báo trước

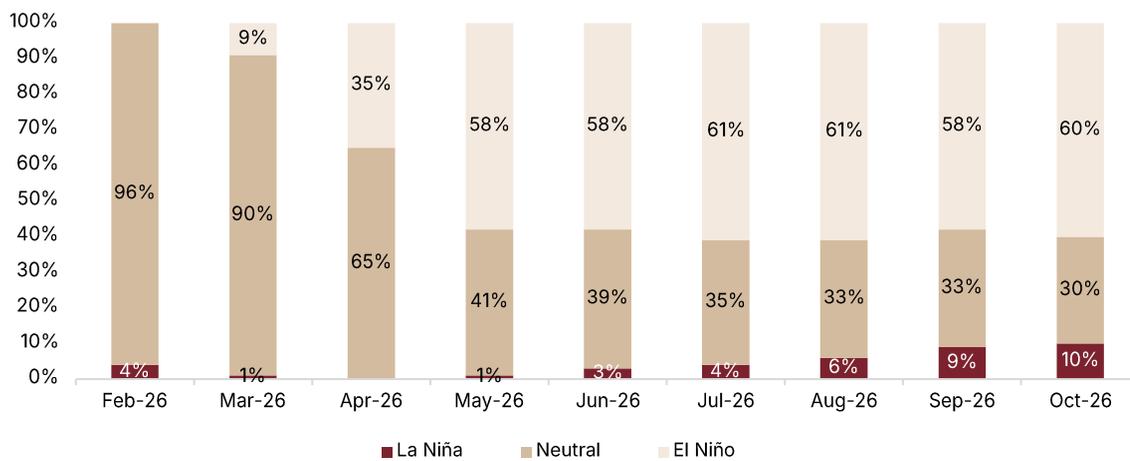
Triển vọng năm 2026: Tính chu kỳ của thủy điện sẽ hạn chế đà tăng trưởng lợi nhuận

Màng điện sẽ tiếp tục là nguồn đóng góp lợi nhuận lớn nhất:

- Chúng tôi nhận thấy khả năng El Niño quay trở lại trong nửa đầu năm 2026 cao hơn (so với dự báo ENSO tháng 11/2025), có thể sẽ gây ảnh hưởng đến điều kiện thủy văn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 7% dự báo sản lượng thủy điện năm 2026.
- Với KQKD năm 2025 tích cực, chúng tôi cho rằng hiệu suất thủy điện của REE đã đạt đỉnh và sẽ giảm trong năm 2026 (-12% svck) do tính chu kỳ của thời tiết. Tác động này có thể được bù đắp một phần bởi việc đưa vào vận hành các dự án điện gió Duyên Hải, V1-3 giai đoạn 2 và V1-5 & V1-6 giai đoạn 2. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng đóng góp lợi nhuận của các nhà máy mới này sẽ không đáng kể trong năm đầu tiên sau khi vận hành thương mại.

Biểu đồ 10: Xác suất xuất hiện hình thái thời tiết El Nino cao từ tháng 5/2026 trở đi

ENSO forecast



Nguồn: NOAA, IRI, SSI Research (tính đến tháng 2/2026)

Bảng 11: Ước tính sản lượng điện năm 2026

Triệu kWh	2025	2026F	% svck	Dự báo 2026 cũ
Thủy điện	7.055	6.228	-12%	6.726
Năng lượng tái tạo (không bao gồm thủy điện)	645	830	29%	912
Điện mặt trời	280	277	-1%	289
Điện gió	365	553	52%	623
Nhiệt điện*	3.652	4.136	13%	4.087
Phân phối điện**	349	359	3%	370
Tổng sản lượng	11.700	11.554	-1%	12.095

Nguồn: REE, SSI Research

*Hiện tại REE chỉ sở hữu khoảng 20% cổ phần tại CTCP Nhiệt điện Phả Lại

**Theo ước tính của chúng tôi (REE không công bố số liệu cụ thể)

Văn phòng cho thuê: Như đã đề cập ở trên, E.town 6 có thể sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận chính. Chúng tôi dự báo doanh thu và NPATMI mảng này sẽ lần lượt tăng 15% và 19% svck trong năm 2026.

Đầu tư bất động sản: Trong bối cảnh thị trường bất động sản gặp nhiều khó khăn, để thận trọng, chúng tôi giả định tiến độ bán hàng của dự án Light Square trong năm 2026 sẽ ở mức hạn chế, phần còn lại dự kiến sẽ được bán trong năm 2027.

Dịch vụ cơ điện lạnh: Mặc dù giá trị hợp đồng ký mới đã đạt mức cao nhất trong vòng 10 năm qua trong năm 2024, việc ghi nhận vào doanh thu chỉ bắt đầu tăng tốc từ nửa cuối 2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng này sẽ tăng 24% svck trong năm 2026.

Bảng 12: Dự báo lợi nhuận năm 2026

Tỷ đồng	2025	2026	% svck	Ghi chú
Doanh thu	10.012	10.932	9%	
Mảng cơ điện lạnh và thương mại	3.521	4.261	21%	Mảng dịch vụ cơ điện lạnh tiếp tục phục hồi
Mảng điện	4.979	5.169	4%	Chủ yếu được thúc đẩy nhờ các dự án mới đi vào vận hành
Mảng nước & môi trường	174	148	-15%	Chúng tôi có quan điểm thận trọng và dự báo doanh thu giảm từ mức nền cao trong năm 2025.
Mảng bất động sản*	1.338	1.354	1%	Cho thuê văn phòng sẽ là động lực tăng trưởng chính, trong khi mảng đầu tư bất động sản sẽ không còn ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ việc bán đất như trong năm 2025.
Khác	0	0	n.m	
NPATMI	2.529	2.433	-4%	<ul style="list-style-type: none"> Tăng trưởng lợi nhuận mảng cơ điện lạnh và thương mại, văn phòng cho thuê có thể bù đắp một phần lợi nhuận mảng điện sụt giảm Chúng tôi giảm 16% dự báo NPATMI, do 1) dự báo sản lượng thủy điện giảm 7% và 2) việc lùi tiến độ ghi nhận doanh thu bán hàng của dự án Light Square (như đã đề cập ở trên).
Mảng cơ điện lạnh và thương mại	164	203	24%	
Mảng điện	1.412	1.285	-9%	
Mảng nước & môi trường	355	348	-2%	
Mảng bất động sản *	513	559	9%	
Khác	84	37	n.m	

Nguồn: REE, SSI Research. *Bất động sản bao gồm các mảng đầu tư bất động sản và văn phòng cho thuê.

Định giá

Để phản ánh cả những thách thức trong ngắn hạn và tiềm năng dài hạn, bên cạnh phương pháp định giá SOTP, chúng tôi kết hợp thêm phương pháp định giá P/E, đưa ra giá mục tiêu 12 tháng là 70.200 đồng/cổ phiếu (từ 80.000 đồng/cổ phiếu). Với tiềm năng tăng giá là 13,2%, chúng tôi hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu REE.

Bảng 13: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu (Đồng/cp)	Tỷ trọng*
Hệ số P/E	62.900	40%
SOTP	75.000	60%
Giá mục tiêu	70.200	

*Nguồn: REE, SSI Research (*Chúng tôi cho rằng những thách thức trong ngắn hạn của REE sẽ giảm dần theo thời gian)*

SOTP

Chúng tôi tiếp tục áp dụng mức chiết khấu tập đoàn 10% nhằm phản ánh sự đa dạng trong lĩnh vực hoạt động của REE. Sau khi điều chỉnh giảm 16% dự báo NPATMI năm 2026, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 12 tháng theo phương pháp SOTP xuống còn 75.000 đồng/cp (từ 80.000 đồng/cp trước đây).

Bảng 14: Định giá SOTP

Dự án/mảng	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
BẤT ĐỘNG SẢN		6.967
Đầu tư bất động sản		515
The Light Square	RNAV	59
Saigonres Group	P/B	456
Văn phòng cho thuê	DCF	6.453
ĐIỆN		31.506
Thác Bà	DCF	971
Thác Bà 2	DCF	204
Vinh Sơn – Sông Hinh	DCF	8.664
Thác Mơ	DCF	2.004
Srok Phu Miêng IDICO	DCF	474
Sông Ba Hạ	DCF	1.433
Thủy điện miền Nam	DCF	495
Thủy điện miền Trung	DCF	1.682
Sử Pán 2	DCF	533
Phả Lại	DCF	819
Bình Điền	DCF	425
Công ty Phát triển Điện Đông Dương	DCF	964
Công ty Năng lượng mặt trời REE	DCF	2.827
Phong điện Thuận Bình	DCF	2.145
Điện gió Trà Vinh V1-3	DCF	2.722
Duyên Hải	DCF	1.854
V1-5 và V1-6 giai đoạn 2	DCF	1.819
V1-3 giai đoạn 2	DCF	1.009
Công ty Phát triển Điện Trà Vinh	DCF	463
Nước & Môi trường	DCF	3.666
Cơ điện lạnh & Thương mại	DCF	1.487
Tổng giá trị doanh nghiệp		43.627
Tiền mặt ròng tại công ty mẹ		1.535
Giá trị hợp lý của VCSH		45.162
Chiết khấu		10%
Giá trị VCSH		40.646
SLCP lưu hành (triệu)		542
Giá mục tiêu (Đồng/share)		75.000

Nguồn: REE, SSI Research

Hệ số P/E

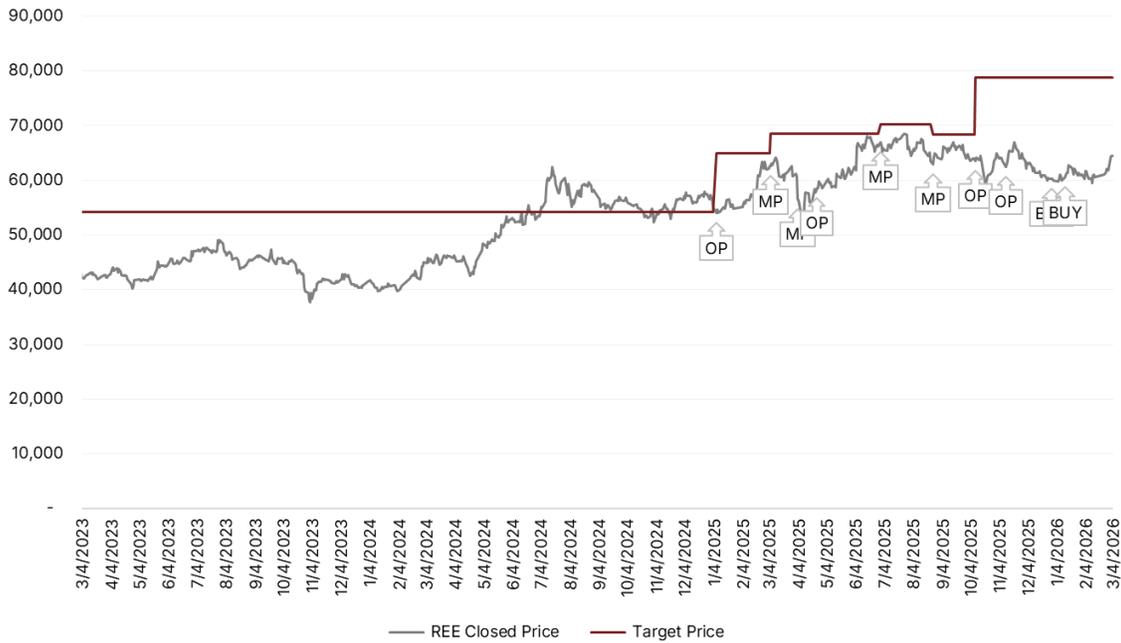
Chúng tôi áp dụng hệ số P/E mục tiêu 14x cho năm 2026 (tương đương mức P/E bình quân ba năm của REE) và xác định giá mục tiêu 12 tháng theo phương pháp P/E là 62.900 đồng/cổ phiếu.

Yếu tố hỗ trợ

- REE đang tích cực tìm kiếm cơ hội đầu tư mới nhằm mở rộng tất cả các mảng hoạt động.
- Đẩy nhanh tiến độ bán hàng tại dự án Light Square.

Rủi ro đầu tư:

- Các vấn đề/sự cố kỹ thuật ngoài dự kiến của nhà máy phát điện có thể gây gián đoạn/ngừng hoạt động hoặc gia tăng chi phí bảo dưỡng.
- Tỷ lệ lấp đầy văn phòng giảm, gây áp lực lên doanh thu cho thuê.

Lịch sử khuyến nghị

Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương	3.023	5.636	3.046	4.240
+ Đầu tư ngắn hạn	1.132	1.060	4.652	4.652
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	3.780	3.130	4.189	4.574
+ Hàng tồn kho	1.354	1.277	1.524	1.715
+ Tài sản ngắn hạn khác	235	183	290	318
Tổng tài sản ngắn hạn	9.524	11.286	13.700	15.499
+ Các khoản phải thu dài hạn	17	36	108	118
+ GTCL Tài sản cố định	14.917	13.961	14.130	17.545
+ Bất động sản đầu tư	1.345	2.542	2.478	2.286
+ Tài sản dài hạn dở dang	1.608	1.453	2.433	2.433
+ Đầu tư dài hạn	6.560	6.199	6.312	6.312
+ Tài sản dài hạn khác	941	885	915	973
Tổng tài sản dài hạn	25.388	25.077	26.375	29.667
Tổng tài sản	34.912	36.362	40.076	45.166
+ Nợ ngắn hạn	3.945	4.070	5.149	7.428
Trong đó: vay ngắn hạn	1.238	1.254	1.473	3.514
+ Nợ dài hạn	10.198	9.838	10.131	10.414
Trong đó: vay dài hạn	9.505	9.143	9.380	9.575
Tổng nợ phải trả	14.142	13.908	15.280	17.841
+ Vốn góp	4.097	4.710	5.417	5.417
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.050	1.013	1.013	1.013
+ Lợi nhuận chưa phân phối	11.802	12.761	14.103	15.994
+ Quỹ khác	3.820	3.970	4.263	4.901
Vốn chủ sở hữu	20.770	22.455	24.796	27.324
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	34.912	36.362	40.076	45.166
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.817	3.784	2.720	4.199
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	642	205	-4.568	-4.700
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.588	-1.375	-743	1.695
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.872	2.613	-2.590	1.194
Tiền đầu kỳ	1.151	3.023	5.636	3.046
Tiền cuối kỳ	3.023	5.636	3.046	4.240
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,41	2,77	2,66	2,09
Hệ số thanh toán nhanh	2,01	2,41	2,31	1,81
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,05	1,65	1,50	1,20
Nợ ròng / EBITDA	1,43	1,09	0,61	0,64
Khả năng thanh toán lãi vay	4,26	4,64	6,14	5,30
Ngày phải thu	128,8	130,5	103,7	107,5
Ngày phải trả	47,7	46,6	58,0	67,4
Ngày tồn kho	103,7	91,3	82,0	84,2
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,59	0,62	0,62	0,60
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,41	0,38	0,38	0,40
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,68	0,62	0,62	0,65
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,52	0,46	0,44	0,48
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,06	0,06	0,06	0,13

Nguồn: REE, SSI Research

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	8.570	8.384	10.012	10.932
Giá vốn hàng bán	-4.860	-5.260	-6.236	-7.021
Lợi nhuận gộp	3.710	3.124	3.775	3.911
Doanh thu hoạt động tài chính	227	318	452	472
Chi phí tài chính	-1.016	-791	-743	-871
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-93	-118	-120	-168
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-663	-578	-646	-713
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	3.042	2.672	3.557	3.391
Thu nhập khác	14	15	-40	38
Lợi nhuận trước thuế	3.056	2.688	3.517	3.429
Lợi nhuận ròng	2.787	2.396	3.149	3.070
Lợi nhuận chia cho cổ đông	2.188	1.993	2.529	2.433
Lợi ích của cổ đông thiểu số	598	403	621	637
EPS cơ bản (VND)	5.354	4.237	4.668	4.491
Giá trị sổ sách (VND)	42.373	40.126	38.670	42.161
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.000	1.000	1.000	1.000
EBIT	3.995	3.426	4.201	4.227
EBITDA	5.259	4.724	5.586	5.704
Tăng trưởng				
Doanh thu	-8,6%	-2,2%	19,4%	9,2%
EBITDA	-12,2%	-10,2%	18,2%	2,1%
EBIT	-16,1%	-14,3%	22,6%	0,6%
Lợi nhuận ròng	-20,7%	-14,0%	31,4%	-2,5%
Vốn chủ sở hữu	8,2%	8,1%	10,4%	10,2%
Vốn điều lệ	15,0%	15,0%	15,0%	0,0%
Tổng tài sản	2,9%	4,2%	10,2%	12,7%
Định giá				
P/E	10,6	16,0	13,1	14,1
P/B	1,3	1,7	1,6	1,5
Giá/Doanh thu	2,7	3,8	3,3	3,1
Tỷ suất cổ tức	1,8%	1,5%	1,6%	1,6%
EV/EBITDA	6,3	8,3	7,2	7,3
EV/Doanh thu	3,9	4,7	4,0	3,8
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43,3%	37,3%	37,7%	35,8%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	45,0%	38,8%	39,5%	35,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	32,5%	28,6%	31,5%	28,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	1,1%	1,4%	1,2%	1,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	7,7%	6,9%	6,5%	6,5%
ROE	13,9%	11,1%	13,3%	11,8%
ROA	8,1%	6,7%	8,2%	7,2%
ROIC	11,7%	9,5%	11,0%	10,0%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích Ngành Tiện ích

Bạch Chấn Mẫn

Chuyên viên Phân tích cổ phiếu

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321