

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

1Q25 - Mảng Điện dẫn dắt tăng trưởng

- Lợi nhuận mảng Điện ghi nhận tăng trưởng 62% n/n
- 1Q25F – LNST REE tăng vọt đến 49% n/n
- Duy trì khuyến nghị MUA

Thực tế: Mảng Điện dẫn dắt tăng trưởng trong 1Q25

- Trong 1Q25, doanh thu của REE ghi nhận 2,068 tỷ đồng (+13% n/n, biểu đồ 1). Nguyên nhân chủ yếu từ sự cải thiện của mảng điện và nước.
- Biên LNG tăng lên mức 46%, tăng 6 đpt (biểu đồ 5), kéo theo lợi nhuận gộp (LNG) đạt 950 tỷ đồng (+28% n/n, biểu đồ 5). Bên cạnh, nhờ (i) doanh thu tài chính tăng 57% n/n lên 110 tỷ đồng và (ii) chi phí tài chính giảm 15% n/n xuống còn 191 tỷ đồng. Từ đó, LNST ghi nhận tăng mạnh lên 816 tỷ đồng, tăng 49% n/n (biểu đồ 6). Cụ thể hoạt động các mảng:
 - **Mảng Điện:** Trong 1Q25, doanh thu và LNST lần lượt ghi nhận đạt mức 1,277 tỷ đồng (+24% n/n, biểu đồ 1) và 417 tỷ đồng (+62% n/n, biểu đồ 4), động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ nhóm thủy điện và điện mặt trời, cụ thể:
 - **Thủy điện:** Sản lượng ghi nhận đạt 1,238 triệu kWh (+30% n/n, biểu đồ 2) nhờ tăng trưởng đáng kể từ hai nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn (+43% n/n) và miền Trung (+54% n/n). Bên cạnh, chi phí tài chính giảm nhờ doanh nghiệp thực hiện tái cấu trúc nợ. Do vậy, doanh thu và LNST đạt lần lượt 744 tỷ đồng (+55% n/n, biểu đồ 3) và 236 tỷ đồng (+258% n/n, biểu đồ 4).
 - **Điện gió:** Sản lượng giảm 7% n/n còn 134 triệu kWh (biểu đồ 2) do tốc độ gió tại khu vực Trà Vinh thấp hơn cùng kỳ. Đồng thời, chi phí lãi vay ước tính gia tăng trong 1Q25. Do đó, doanh thu và LNST lần lượt đạt 296 tỷ đồng (-6% n/n, biểu đồ 3) và 111 tỷ đồng (-24% n/n, biểu đồ 4).
 - **Điện mặt trời:** Sản lượng giảm 4% n/n còn 75 triệu kWh (biểu đồ 2), dẫn đến doanh thu đạt 67 tỷ đồng (-4% n/n, biểu đồ 3). Tuy nhiên, nhờ hoàn nhập dự phòng ghi nhận cuối năm 2024, dẫn đến LNST đạt 51 tỷ đồng (+219% n/n, biểu đồ 4).
 - **Mảng Nước:** Doanh thu ghi nhận 45 tỷ đồng, gấp 12 lần n/n (biểu đồ 1) do sản lượng nước thương phẩm tăng so với cùng kỳ. Tuy nhiên, do chi phí khấu hao và chi phí tài chính tăng trong 1Q25 dẫn đến LNST giảm 1% n/n, ghi nhận 66 tỷ đồng.

Khuyến nghị **MUA (Duy trì)**

Giá mục tiêu **81,000**

Lợi nhuận **17% (đã bao gồm cổ tức)**

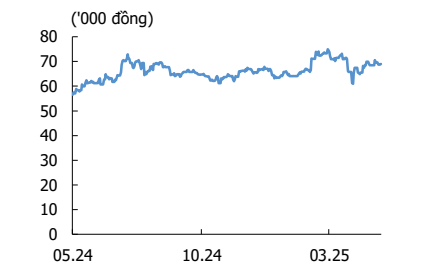
Thông kê

VNIndex (12/05, điểm)	1,283
Giá cp (12/05, đồng)	69,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	32,500
SLCP lưu hành (triệu)	471
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	75,000/57,127
GTGDTB 6T (tỷ đồng)	48
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	38.2/49.0
Cổ đông lớn (%)	
Platinum Victory Pte. Ptd	41.59
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.83
Nguyễn Ngọc Hải	5.47

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.2	6.3	21.9
Tương đối với VNI (%p)	(2.8)	2.8	16.9

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng Phân tích

researchdept@kisvn.vn

- **Cơ điện lạnh:** Doanh thu giảm 17% n/n xuống còn 454 tỷ đồng (biểu đồ 1) do các dự án vẫn đang trong giai đoạn thi công. Đồng thời, chi phí lãi vay và chi phí thuê kho tăng trong kỳ. Kết quả, LNST đạt 19 tỷ đồng (-21% n/n).
- **Bất động sản:** Trong 1Q25, doanh thu và LNST lần lượt đạt 286 tỷ đồng (+9% n/n, biểu đồ 1) và 103 tỷ đồng (-22% n/n). Cụ thể:
 - **Văn phòng cho thuê:** Trong 1Q25, REE ghi nhận doanh thu 272 tỷ đồng (+3% n/n), chủ yếu nhờ giá cho thuê bình quân tăng nhẹ so với cùng kỳ. Tuy nhiên, mảng này tiếp tục gặp thách thức do tỷ lệ lấp đầy suy giảm. Đồng thời, chi phí khấu hao tăng khiến LNST giảm 20% n/n còn 110 tỷ đồng.
 - **Bất động sản:** Trong 1Q25, REE ước tính bán được 01 sản phẩm từ dự án Bồ Xuyên – Thái Bình (biểu đồ 8), ghi nhận doanh thu đạt 15 tỷ đồng (gấp 150 lần n/n, biểu đồ 7) trong khi cùng kỳ 1Q24 dự án vẫn chưa được mở bán. Tuy nhiên, tốc độ bán hiện tại cho thấy vẫn còn chậm. Kết quả, mảng này ghi nhận khoản lỗ ròng 7 tỷ đồng trong 1Q25 (1Q24: -5 tỷ đồng).

Ưu & nhược điểm: 2Q25F – Lợi nhuận duy trì đà tăng trưởng

Trong 2Q25F, chúng tôi tin tưởng rằng REE có thể tăng trưởng khả quan nhờ:

- **Mảng điện:** Dựa trên dữ liệu EVN lũy kế đến tháng 5/2025, chúng tôi ước tính lưu lượng nước tại các hồ thủy điện trên cả nước cho thấy có sự cải thiện, tăng 11% (biểu đồ 9). Bên cạnh đó, theo NOAA, pha trung tính dự báo sẽ tiếp tục ảnh hưởng mạnh kéo dài đến tháng 6/2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhóm thủy điện sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng cho mảng điện của REE trong 2Q25F.
- **Mảng nước:** Chúng tôi dự báo triển vọng 2Q25F sẽ tích cực dựa trên (a) kỳ vọng gia tăng công suất gấp đôi tại nhà máy nước Sông Đà và (b) mức giá bán buôn mới được phê duyệt ở mức 7,767 đồng/m³ (+53% n/n), dự kiến chính thức áp dụng từ 2Q25F.
- **Mảng cơ điện lạnh:** Chúng tôi cho rằng triển vọng mảng cơ điện lạnh trong 2Q25F có thể tiếp tục giảm nhẹ. Mặc dù trong năm 2025, REE đã thực hiện tổng giá trị hợp đồng ký mới đạt ~5,556 tỷ đồng (+131% n/n), tuy nhiên các dự án này vẫn đang trong giai đoạn thi công và chịu áp lực từ chi phí thuê kho gia tăng. Do đó, LNST của mảng này có thể tiếp tục giảm.
- **Mảng bất động sản:** Chúng tôi kỳ vọng LNST của mảng bất động sản sẽ cải thiện trong 2Q25F nhờ: (i) tỷ lệ lấp đầy bình quân mảng cho thuê văn phòng cải thiện lên 86% (2Q24: 84%, biểu đồ 7); (ii) theo chia sẻ từ BLĐ, REE có thể ghi nhận khoảng 156 tỷ đồng từ chuyển nhượng khu đất cao tầng thuộc giai đoạn 2 dự án Light Square; và (iii) một phần lợi nhuận từ việc bán căn hộ đã hoàn thành từ giai đoạn 1 của dự án này, cũng có thể đóng góp tích cực trong kỳ. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng việc bán hàng vẫn diễn ra chậm trong 2Q25F và khả năng kéo dài đến hết năm 2025. Do đó, chúng tôi cho rằng điều này có thể ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng hoàn thành mục tiêu tăng trưởng cả năm của REE trong 2025.

Hành động: Duy trì khuyến nghị MUA

Từ những phân tích trên, chúng tôi cho rằng REE có thể tiếp tục ghi nhận nhiều kết quả tích cực trong ngắn, trung và dài hạn. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **REE** (GMT: 81,000 đồng/CP; TSSL: 17%) trong năm

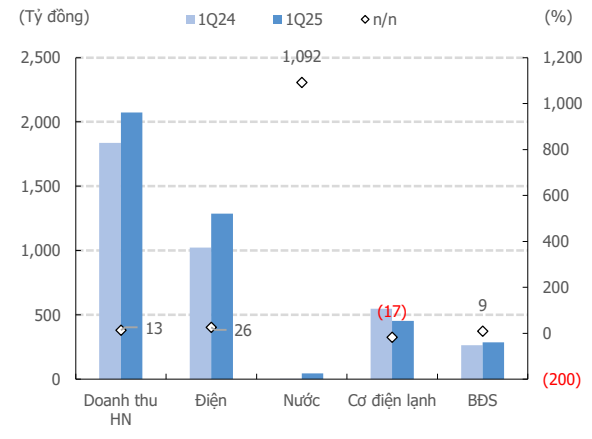
2025F.

Bảng 1. Báo cáo KQKD của REE trong 1Q25

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	q/q	n/n
Doanh thu	1,837	2,181	2,029	2,336	2,068	(11)	13
LNHĐ	595	470	633	973	897	(8)	51
Biên LNHĐ (%)	32.4	21.6	31.2	41.7	43.4	1.7	11
LNNT	599	474	633	982	898	(9)	50
LNST	549	403	562	882	817	(7)	49

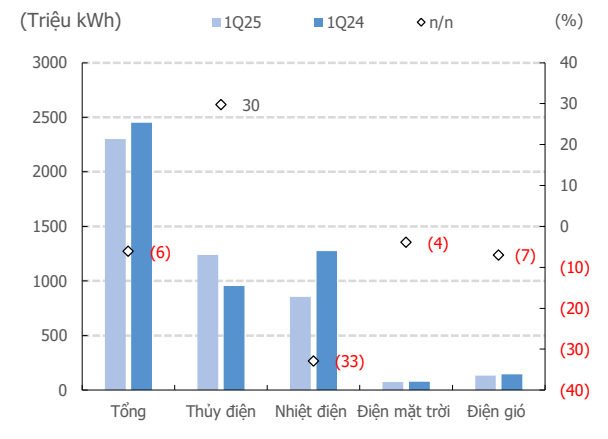
Nguồn: Dữ liệu Công ty, KIS Research

Biểu đồ 1. Doanh thu tăng trưởng 13% n/n, ghi nhận đạt 2,068 tỷ đồng



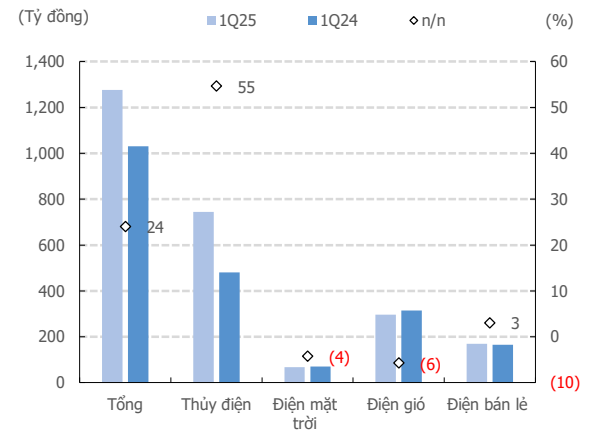
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 2. Nhóm thủy điện dẫn dắt tăng trưởng đến 30% trong 1Q25



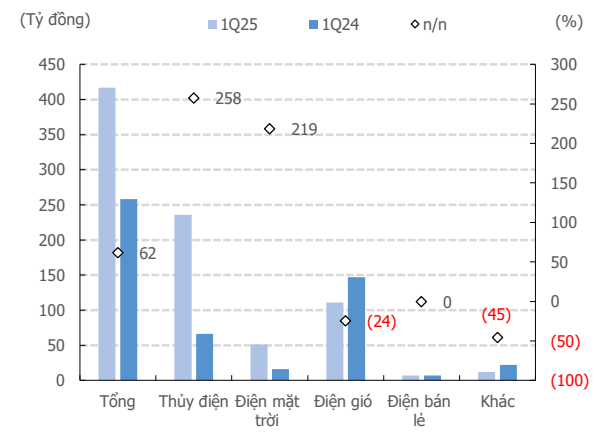
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 3. ... Màng Điện đóng góp tăng trưởng 55% doanh thu trong 1Q25



Nguồn: POW, KIS Research

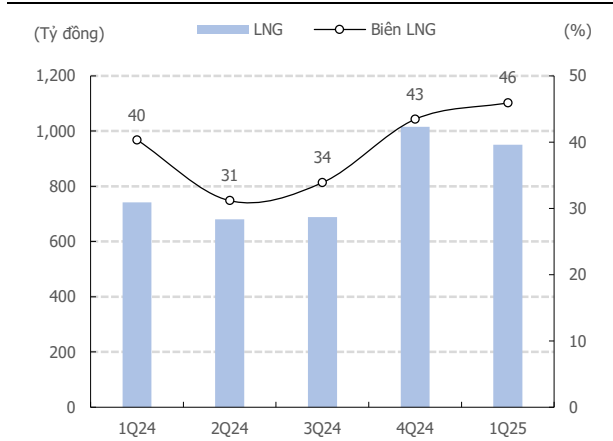
Biểu đồ 4. Nhóm thủy điện tăng trưởng đến 258% n/n về lợi nhuận



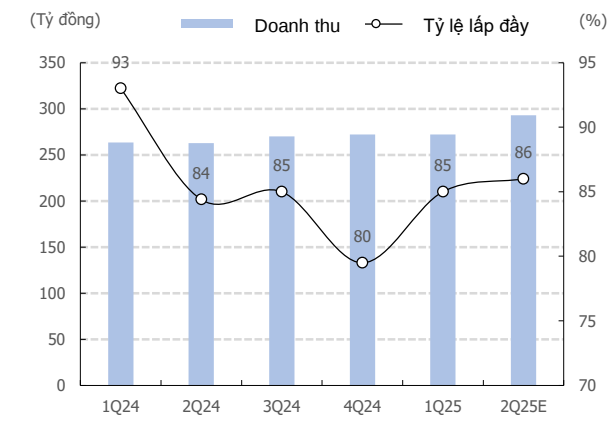
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 5. Trong 1Q25, biên gộp tăng lên 46% tăng 6 đpt n/n

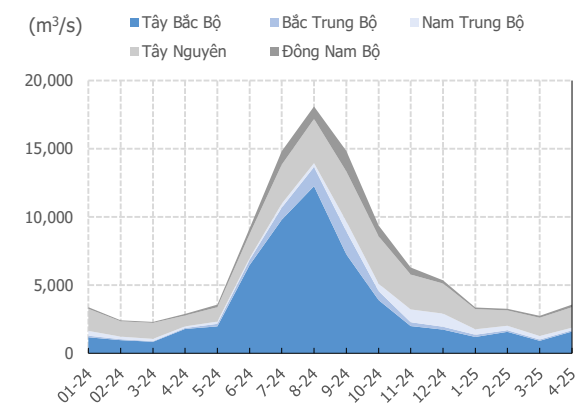
Biểu đồ 6. LNST tăng vọt đến 49% n/n, đạt 817 tỷ đồng



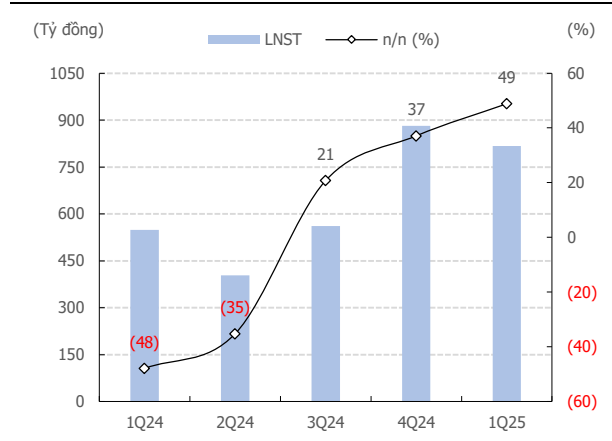
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 7. Mảng văn phòng kỳ vọng cải thiện tỷ lệ lấp đầy, ước tính đạt 86% trong 2Q25F

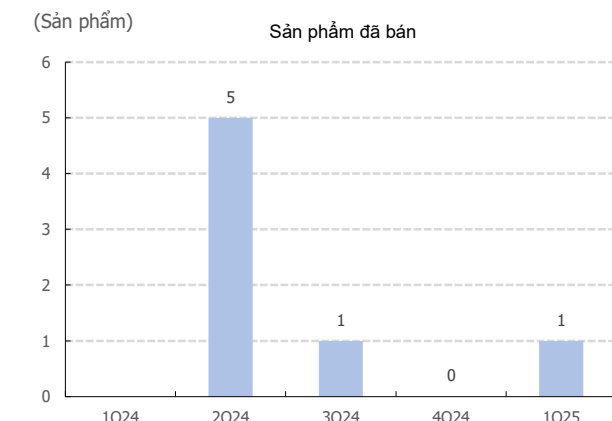
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 9. Diễn biến lưu lượng nước tại các hồ thủy điện cho thấy có sự cải thiện

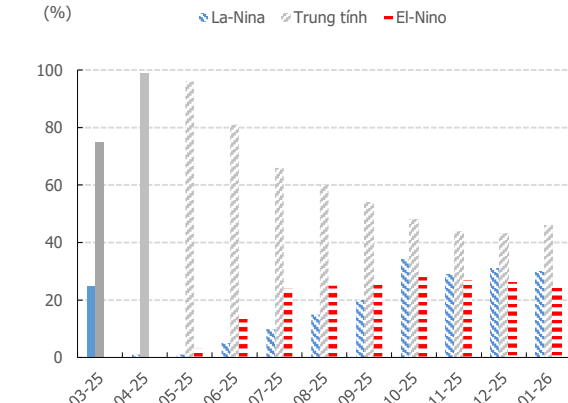
Nguồn: POW, KIS Research



Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 8. Bò Xuyên - Thái Bình cho thấy tốc độ bán chậm, với 1Q25 ước tính chỉ bán được 1 căn

Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 10. Pha Trung tính ý vọng tiếp tục kéo dài đến T6 - 2025, hỗ trợ tích cực cho lưu lượng nước tại các hồ

Nguồn: POW, KIS Research

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE) là tập đoàn kinh doanh đa ngành được thành lập vào năm 1977. Sau khi chuyển đổi từ doanh nghiệp nhà nước sang công ty đại chúng bằng hình thức cổ phần hóa năm 1993. Hiện tại, REE hoạt động trong các lĩnh vực: năng lượng, nước và môi trường, bất động sản và dịch vụ M&E.

CĐKT	tỷ đồng				
Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	8,573	9,524	11,286	12,871	17,294
Tiền và tương đương tiền	1,151	3,023	5,636	7,324	12,207
Tài sản dài hạn (đ/c)	4,013	3,780	3,130	2,905	2,676
Tài sản cố định	1,409	1,354	1,277	1,378	1,163
Đầu tư tài chính	7,422	6,501	5,650	5,546	5,087
Khác	15,842	14,917	13,961	12,772	11,584
Tổng tài sản	6,491	6,560	6,199	6,199	6,199
Người mua trả trước	810	707	999	1,111	1,023
Doanh thu chưa thực hiện	1	2	5	-	-
Phải trả người bán	650	619	724	806	742
Khác	1,170	1,378	1,088	1,210	1,115
Nợ vay ngắn hạn	1,455	1,238	1,254	-	1,888
Nợ vay dài hạn	9,946	9,505	9,143	7,242	5,341
Tổng nợ và phải trả	14,711	14,142	13,908	11,141	10,821
VCSH	15,506	17,318	18,900	21,966	25,240
Vốn điều lệ	3,564	4,097	4,710	4,710	4,710
Thặng dư	1,050	1,050	1,013	1,013	1,013
Quỹ khác	187	368	416	416	416
LN giữ lại	10,705	11,802	12,761	15,827	19,101
Tổng VCSH	19,204	20,770	22,455	25,521	28,795

Lưu chuyển tiền tệ	tỷ đồng				
Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Dòng tiền hoạt động	1,569	2,817	3,818	5,276	5,349
LN ròng	3,879	3,056	2,722	3,059	3,267
KH và dự phòng	1,225	1,264	1,298	1,417	1,418
Tăng VLĐ ròng	5,003	4,481	3,854	4,917	5,163
Dòng tiền đầu tư	(768)	642	(869)	(433)	(453)
Tài sản cố định	(711)	(857)	(830)	(28)	(30)
Đầu tư tài chính	(58)	1,499	(39)	(405)	(423)
Dòng tiền tài chính	(1,481)	(1,588)	(1,724)	(3,155)	(13)
Tăng vốn chủ	1	-	(1,347)	-	-
Tăng nợ	-	(701)	3,452	(1,254)	1,888
Chi trả cổ tức	(574)	(886)	-	-	-
Dòng tiền khác	0	(0)	0	-	-
Tăng tiền mặt	(680)	1,872	1,225	1,689	4,882

KQKD	tỷ đồng				
Cuối năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu	9,372	8,570	8,384	9,324	8,591
Giá vốn hàng bán	5,042	4,860	5,260	5,675	4,790
Lợi nhuận gộp	4,330	3,710	3,124	3,650	3,800
Chi phí BH & QLDN	667	756	696	866	773
LN hoạt động	3,663	2,954	2,428	2,783	3,028
Doanh thu tài chính	187	227	318	369	480
Thu nhập lãi	119	124	158	230	340
Chi phí tài chính	942	1,016	791	810	958
Chi phí lãi vay	883	939	738	36	55
LN khác	(107)	14	50	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	1,077	877	717	717	717
LNTT	3,879	3,056	2,722	3,059	3,267
Thuế TNDN	363	269	(6)	(7)	(7)
LNST	3,515	2,787	2,728	3,066	3,274
LNST công ty mẹ	2,693	2,188	1,993	3,066	3,274
EBITDA	6,073	5,188	4,688	4,512	4,740

Chỉ số tài chính	2022A	2023F	2024A	2025F	2026F
Dữ liệu trên mỗi CP					
EPS	7,527	5,341	4,232	6,509	6,951
BPS	43,507	42,269	40,126	46,635	53,587
DPS	2,806	2,441	-	-	-
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	61.3	(8.6)	(2.2)	11.2	(7.9)
LN hoạt động	97.5	(19.4)	(17.8)	14.6	8.8
LN ròng	64.6	(20.7)	(2.1)	12.4	6.8
EPS	45.1	(18.7)	(8.9)	53.8	6.8
EBITDA	97.5	(19.4)	(17.8)	14.6	8.8
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LNHD	39.1	34.5	29.0	29.8	35.2
Biên LN ròng	37.5	32.5	32.5	32.9	38.1
Biên EBITDA	39.1	34.5	29.0	29.8	35.2
ROA	10.7	8.1	7.7	8.4	8.6
ROE	18.7	13.3	11.0	15.0	13.9
Suất sinh lợi cổ tức	3.9	4.3	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức	98	-	54	37	46
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	10,250	7,720	4,761	(83)	(4,978)
Nợ ròng/VCSH (%)	53	37	21	(0)	(17)
Định giá (x)					
PE	11.1	8.3	11.6	10.4	9.7
PB	1.3	1.3	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.3	11.3	16.6	14.5	13.3

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không ký vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 12/05/2025.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 12/05/2025.

Người thực hiện: Phòng Phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.