

Cơ điện lạnh REE (REE)

Tiện ích - động lực tăng trưởng lợi nhuận

- LNST tăng trưởng mạnh đến 83% n/n trong 2Q25
- 3Q25F – Mảng tiện ích tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng
- Duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ**

Thực tế: Mảng tiện ích và bất động sản dẫn dắt tăng trưởng

Trong 2Q25, doanh thu ghi nhận đạt 2,516 tỷ đồng (+15% n/n, biểu đồ 1), động lực dẫn dắt chủ yếu từ mảng tiện ích và bất động sản.

Biên LNG tăng lên 33.9% (+2.7 đpt n/n, biểu đồ 5), qua đó giúp LNG đạt 853 tỷ đồng (+25% n/n, biểu đồ 5). Do đó, LNST tăng vọt lên 739 tỷ đồng (+83% n/n, biểu đồ 6) nhờ: (i) Thu nhập tài chính tăng 35% n/n lên 120 tỷ đồng, (ii) chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 22% n/n còn 137 tỷ đồng, (iii) chi phí bán hàng giảm 10% n/n còn 31 tỷ đồng. Chi tiết hoạt động các mảng như sau:

- **Mảng Điện:** Trong 2Q25, doanh thu mảng điện ghi nhận 1,145 tỷ đồng (+26% n/n, biểu đồ 1), LNST ghi nhận mức 239 tỷ đồng (+143% n/n, biểu đồ 4). Động lực tăng trưởng đến từ thủy điện:
 - **Thủy điện:** Sản lượng tăng 48% n/n, đạt 1,492 triệu kWh (biểu đồ 2) nhờ lưu lượng nước cải thiện khoảng 20% n/n trong 2Q25. Nhờ đó, doanh thu và LNST lần lượt đạt 725 tỷ đồng (+39% n/n, biểu đồ 3) và 212 tỷ đồng (+138% n/n, biểu đồ 4).
 - **Điện gió:** Doanh thu ghi nhận kết quả khả quan ở mức 140 tỷ đồng (+25% n/n, biểu đồ 3) nhờ sản lượng tăng 22% n/n lên 62 triệu kWh (biểu đồ 2). Tuy nhiên, áp lực chi phí lãi vay tăng trong 2Q25 khiến LNST chỉ đạt 7 tỷ đồng (-178% n/n, biểu đồ 4).
 - **Điện mặt trời:** Sản lượng giảm 4% n/n còn 77 triệu kWh (biểu đồ 2), kéo theo doanh thu giảm nhẹ xuống còn 74 tỷ đồng (-5% n/n, biểu đồ 3). Tuy nhiên, do hoàn nhập chi phí thuế TNDN nhờ ưu đãi thuế trong 2Q25. Kết quả, LNST vẫn đạt 29 tỷ đồng (+7% n/n, biểu đồ 4).
- **Mảng nước:** Doanh thu đạt 61 tỷ đồng, tăng gấp 8 lần so với cùng kỳ (biểu đồ 1) nhờ (i) sản lượng nước thương phẩm cải thiện và (ii) giá bán buôn mới được phê duyệt ở mức 7,767 đồng/m³ (+53% n/n). Tuy nhiên, do chi phí khấu hao và chi phí tài chính tăng trong 2Q25, dẫn đến LNST giảm 61% n/n còn 95 tỷ đồng (biểu đồ 6).

Bảng 1. Báo cáo KQKD của REE trong 2Q25

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	q/q	n/n
Doanh thu	2,181	2,029	2,336	2,068	2,514	22	15
LNHD	470	633	973	897	827	(7.8)	75.7
Biên LNHD (%)	21.6	31.2	41.7	43.4	32.9	(10.5)	11.3
LNTT	474	633	982	898	828	(7.8)	74.8
LNST	403	562	882	817	739	(9)	83

Nguồn: Dữ liệu công ty, FiinPro-X, KIS Research

Khuyến nghị **NĂM GIỮ** (Duy trì)

Giá mục tiêu

Lợi nhuận

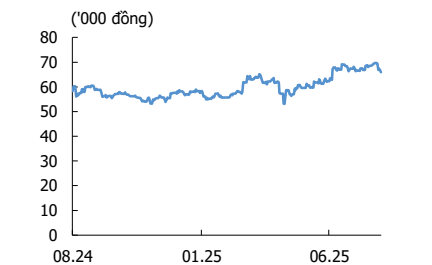
Thông kê

VNIndex (01/08, điểm)	1,505
Giá cp (01/08, đồng)	66,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	35,749
SLCP lưu hành (triệu)	542
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	69,700/53,044
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	62
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	38.2/49.0
Cổ đông lớn (%)	
Platinum Victory PTE	41.46
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.83

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(2.2)	18.3	13.3
Tương đối với VNI (%p)	(11.5)	(1.7)	(11.6)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng Phân tích

researchdept@kisvn.vn

- **Mảng cơ điện lạnh:** Doanh thu giảm 7% n/n xuống còn 865 tỷ đồng (biểu đồ 1) do các dự án vẫn đang trong quá trình thi công. Tuy nhiên, nhờ cải thiện công nợ, chi phí SG&A và lãi vay giảm. Do đó, LNST đạt 24 tỷ đồng (+142% n/n, biểu đồ 6).
- **Mảng bất động sản:** Trong 2Q25, doanh thu và LNST lần lượt đạt 443 tỷ đồng (+34% n/n, biểu đồ 1) và 217 tỷ đồng (+45% n/n, biểu đồ 6).
 - **Cho thuê văn phòng:** Doanh thu ghi nhận 283 tỷ đồng (+8% n/n) nhờ giá cho thuê bình quân tăng nhẹ so với cùng kỳ. Tuy nhiên, mảng này vẫn chịu áp lực từ tỷ lệ lấp đầy suy giảm. Bên cạnh đó, chi phí khấu hao gia tăng đối với mảng cho thuê văn phòng cũng gây áp lực lên lợi nhuận gộp. Do đó, LNST đạt 238 tỷ đồng, giảm 35% n/n.
 - **Phát triển bất động sản:** Doanh thu ghi nhận 159 tỷ đồng (+134% n/n), chủ yếu đến từ khoản chuyển nhượng lô đất thương mại (~156 tỷ đồng) thuộc giai đoạn 2 của dự án Light Square. Nhờ đó, LNST đạt 101 tỷ đồng, gấp 5 lần cùng kỳ.

Ưu – nhược điểm: 3Q25F - Lợi nhuận duy trì tích cực

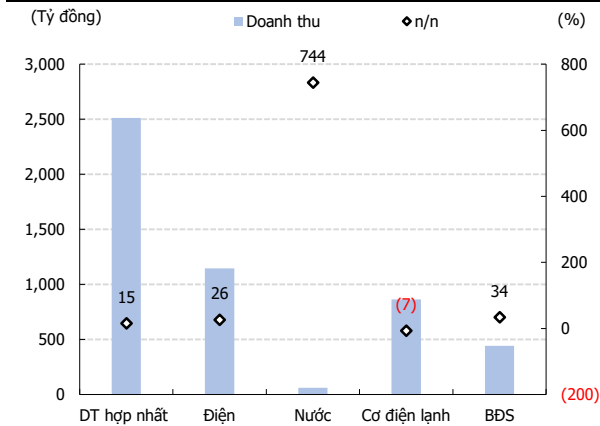
Trong 3Q25F, chúng tôi cho rằng REE có thể tiếp tục ghi nhận tăng trưởng tích cực, với động lực chính đến từ mảng tiện ích và cơ điện lạnh.

- **Mảng điện:** Dựa trên dữ liệu từ EVN tính đến tháng 7/2025, chúng tôi ước tính lưu lượng nước tại các hồ chứa trên cả nước duy trì ổn định (biểu đồ 9). Đồng thời, theo dự báo từ NOAA, pha trung tính có thể kéo dài cho đến cuối năm 2025. Do đó, nhóm thủy điện được kỳ vọng sẽ tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt tăng trưởng cho mảng điện của REE trong 3Q25F.
- **Mảng nước:** Triển vọng 3Q25F được dự báo tích cực, dựa trên kỳ vọng đã đề cập ở phần trên.
- **Mảng cơ điện lạnh:** Chúng tôi đánh giá triển vọng mảng M&E lạc quan nhờ vào các hợp đồng mới ký kết trong năm 2025, với tổng giá trị khoảng 5,556 tỷ đồng (+131% n/n).
- **Mảng bất động sản:** Chúng tôi dự báo triển vọng mảng này có thể suy giảm nhẹ trong 3Q25F do tỷ lệ lấp đầy tại mảng cho thuê văn phòng ước tính giảm xuống còn 81% (so với 85% trong 3Q24). Bên cạnh đó, dự án Light Square nhiều khả năng vẫn duy trì triển vọng yếu. Do đó, chúng tôi cho rằng REE khó có thể hoàn thành mục tiêu kế hoạch tăng trưởng cả năm đối với mảng bất động sản trong 2025.

Hành động: Duy trì khuyến nghị **Năm giữ**

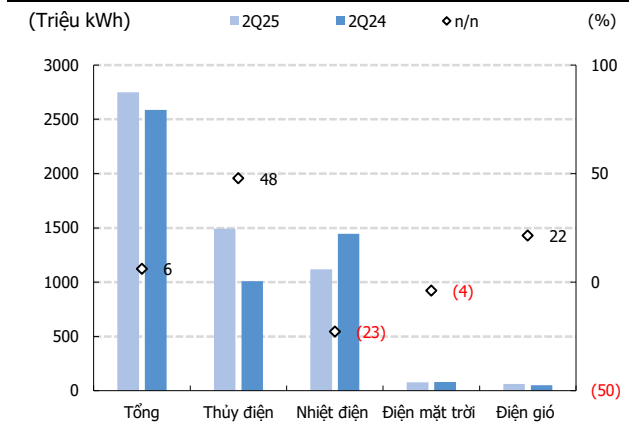
Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với REE trong trung và dài hạn. Ngoài ra, REE có thể ghi nhận kết quả khả quan trong 3Q25F. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu REE phản ánh gần hết giá trị nội tại của doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với **REE** trong năm **2025F**.

Biểu đồ 1. Mảng tiện tích dẫn dắt tăng trưởng doanh thu trong 2Q25



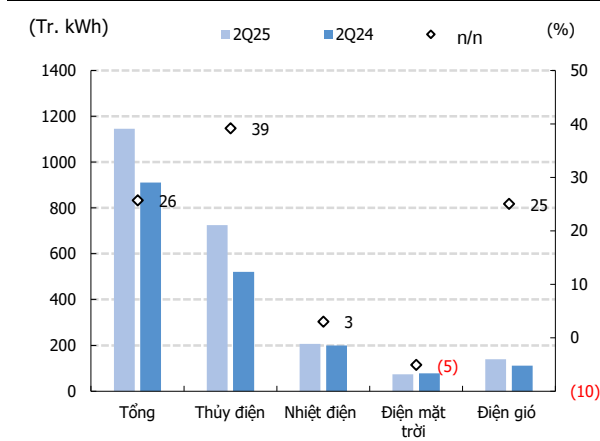
Nguồn: Company data, FiinPro-X, KIS Research

Biểu đồ 2. Nhóm thủy điện dẫn dắt sản lượng tăng trưởng đến 48% n/n



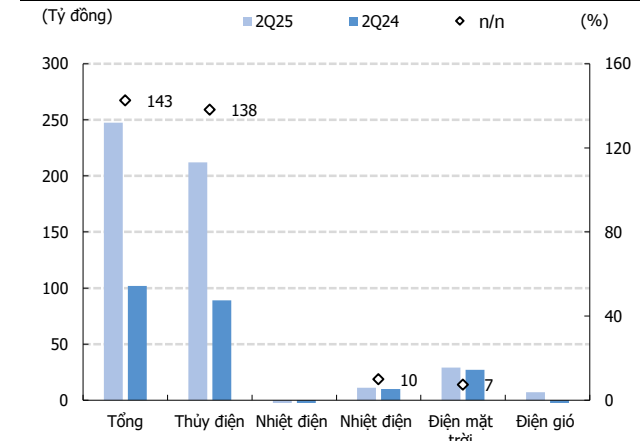
Nguồn: Company data, FiinPro-X, KIS Research

Biểu đồ 3. Doanh thu mảng điện – động lực tăng trưởng từ nhóm thủy điện và điện gió



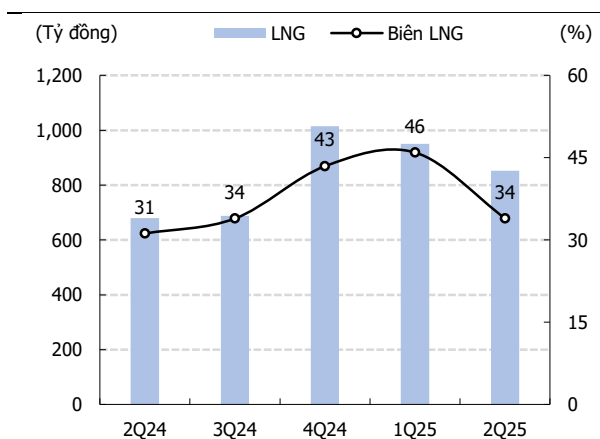
Nguồn: Company data, FiinPro-X, KIS Research

Biểu đồ 4. Lợi nhuận nhóm thủy điện đóng góp tăng trưởng đến 138% n/n



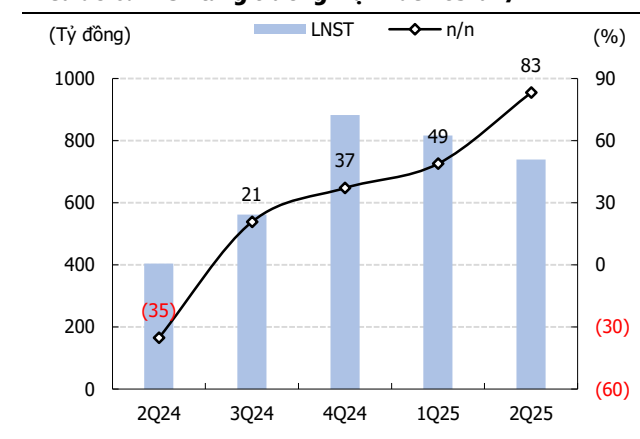
Nguồn: Company data, FiinPro-X, KIS Research

Biểu đồ 5. ... LNG tăng trưởng đến 34% n/n

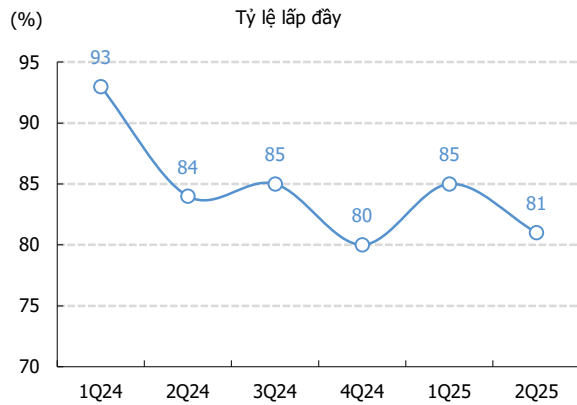


Nguồn: EVN, KIS Research

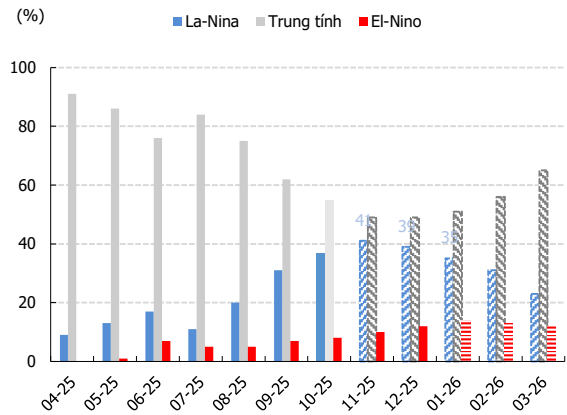
Biểu đồ 6. LNST tăng trưởng mạnh đến 83% n/n



Nguồn: NOAA, KIS Research

Biểu đồ 7. Tỷ lệ lấp đầy của mảng văn phòng cho thuê ước tính giảm xuống mức 81% trong 2Q25

Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 8. Pha trung tính kỳ vọng kéo dài đến cuối năm 2026, tác động tích cực đến nhóm thủy điện

Nguồn: EVN, KIS Research

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Cơ điện lạnh REE (REE) được thành lập năm 1977 với tiền thân là Xí nghiệp Quốc doanh Cơ Điện Lạnh. REE hiện đang quản lý kinh doanh bất động sản cho thuê với quy mô hơn 130,000 m3 diện tích văn phòng cho thuê. Công ty hiện đang sở hữu tổng công suất điện là 696 MW và công suất cấp nước 446,200m3/ngày.

Cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	11,286	11,696	14,330	15,705	18,604
Tiền và tương đương tiền	5,636	6,228	9,165	10,385	13,069
Tài sản dài hạn (đ/c)	3,130	2,877	2,732	2,873	2,950
Tài sản cố định	1,277	1,347	1,190	1,272	1,321
Đầu tư tài chính	5,650	5,467	5,165	5,320	5,535
Khác	13,961	12,773	11,586	10,397	9,207
Tổng tài sản	6,199	6,199	6,199	6,199	6,199
Người mua trả trước	4,917	4,814	4,566	4,416	4,244
Doanh thu chưa thực hiện	36,362	35,481	36,679	36,717	38,254
Phải trả người bán	999	1,104	1,051	1,105	1,135
Khác	5	-	-	-	-
Nợ vay ngắn hạn	724	801	763	802	824
Nợ vay dài hạn	1,088	1,202	1,145	1,204	1,237
Tổng nợ và phải trả	1,254	364	1,888	1,888	1,888
VCSH	9,143	7,242	5,341	3,440	2,999
Vốn điều lệ	13,908	11,480	10,914	9,208	8,867
Thặng dư	18,900	20,507	22,220	24,042	25,837
Quỹ khác	4,710	4,710	4,710	4,710	4,710
LN giữ lại	1,013	1,013	1,013	1,013	1,013
Tổng VCSH	416	416	416	416	416

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền hoạt động	3,818	5,389	5,406	5,164	5,226
LN ròng	2,722	3,189	3,487	3,583	3,669
KH và dự phòng	1,298	1,417	1,419	1,420	1,422
Tăng VLD ròng	3,854	5,007	5,281	5,354	5,388
Dòng tiền đầu tư	(869)	(407)	(347)	(281)	(211)
Tài sản cố định	(830)	(29)	(31)	(32)	(32)
Đầu tư tài chính	(39)	(378)	(315)	(249)	(179)
Dòng tiền tài chính	(1,724)	(4,421)	(2,073)	(3,684)	(2,269)
Tăng vốn chủ	(1,347)	-	-	-	-
Tăng nợ	3,452	(890)	1,524	-	-
Chi trả cổ tức	-	(1,588)	(1,738)	(1,783)	(1,828)
Dòng tiền khác	0	-	-	-	-
Tăng tiền mặt	1,225	561	2,986	1,199	2,746

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	8,384	9,236	8,797	9,251	9,500
Giá vốn hàng bán	5,260	5,549	4,902	5,239	5,443
Lợi nhuận gộp	3,124	3,687	3,895	4,012	4,057
Chi phí BH & QLDN	696	812	753	792	814
LN hoạt động	2,428	2,875	3,142	3,219	3,243
Doanh thu tài chính	318	351	411	480	547
Thu nhập lãi	158	211	270	340	404
Chi phí tài chính	791	784	781	838	835
Chi phí lãi vay	738	55	55	109	109
LN khác	50	-	-	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	717	717	717	717	717
LNTT	2,722	3,160	3,489	3,578	3,672
Thuế TNDN	(6)	(7)	(8)	(8)	(8)
LNST	2,728	3,166	3,496	3,586	3,680
LNST công ty mẹ	1,993	3,166	3,496	3,586	3,680
EBITDA	4,688	4,632	4,962	5,107	5,203

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dữ liệu trên mỗi CP	4,232	6,723	7,423	7,613	7,813
EPS	40,126	43,539	47,175	51,042	54,855
BPS	2,123	3,372	3,690	3,786	3,881
DPS					
Tăng trưởng (%)	(2.2)	10.5	(5.1)	5.2	2.7
Doanh thu	(17.8)	19.6	8.2	2.5	0.7
LN hoạt động	(2.1)	17.2	9.3	2.7	2.4
LN ròng	(8.9)	60.3	9.3	2.7	2.4
EPS	(17.8)	19.6	8.2	2.5	0.7
EBITDA					
Khả năng sinh lợi (%)	29.0	31.4	35.7	34.8	34.2
Biên LNHD	32.5	34.5	39.7	38.8	38.7
Biên LN ròng	29.0	31.4	35.7	34.8	34.2
Biên EBITDA	7.7	8.8	9.7	9.8	9.8
ROA	11.0	16.1	16.4	15.5	14.8
ROE	3.0	4.8	5.3	5.4	5.6
Suất sinh lợi cổ tức	54	37	46	50	51
Tỷ lệ chi trả cổ tức					
Đòn bẩy	4,761	1,377	(1,936)	(5,057)	(8,183)
Nợ ròng (Tỷ đồng)	21	6	(8)	(18)	(28)
Nợ ròng/ VCSH (%)					
Định giá (x)	12.3	10.6	9.6	9.3	9.1
PE	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
PB	16.8	14.2	13.0	12.6	12.5
EV/EBITDA	4,232	6,723	7,423	7,613	7,813

■ **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 kỳ 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 1/08/2025.

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 1/08/2025.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Cơ điện lạnh REE (REE) và hiện là công ty tạo lập thị trường.

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.