

Cơ điện lạnh REE (REE)

Mảng M&E dẫn dắt đà tăng lợi nhuận

- 3Q25 – Lợi nhuận cải thiện nhờ mảng M&E
- 4Q25F – Biên LNG chịu áp lực từ mảng điện
- Duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ**

Thực tế: 3Q25 - M&E hỗ trợ mở rộng lợi nhuận

Trong 3Q25, REE ghi nhận doanh thu 2,552 tỷ đồng (+26% n/n và +2% q/q), chủ yếu được thúc đẩy bởi mảng M&E và điện (biểu đồ 1).

Lợi nhuận gộp đạt 932 tỷ đồng (+36% n/n, biểu đồ 5), tương ứng với biên LNG 36.5% (+2.6 đpt n/n, biểu đồ 5). Do đó, LNST đạt 825 tỷ đồng (+47% n/n, biểu đồ 6), được hỗ trợ bởi (i) biên LNG cải thiện; (ii) thu nhập tài chính tăng 63% n/n lên 102 tỷ đồng; dù (iii) chi phí QLDN tăng 14% n/n lên 125 tỷ đồng. Chi tiết theo từng mảng như sau:

- **Mảng điện:** Doanh thu và LNG lần lượt đạt 1,265 tỷ đồng (+25% n/n, biểu đồ 1) và 617 tỷ đồng (+2% n/n).
 - **Thuỷ điện:** Sản lượng đạt 2,149 triệu kWh (+26% n/n, biểu đồ 2) nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi khi pha trung tính được dự báo duy trì đến tháng 9/2026 (biểu đồ 8, 10). Theo đó, doanh thu và LNST lần lượt đạt 809 tỷ đồng (+28% n/n, biểu đồ 3) và 311 tỷ đồng (+31% n/n).
 - **Điện mặt trời:** Doanh thu đạt 72 tỷ đồng (+18% n/n, biểu đồ 3), được hỗ trợ bởi giá bán bình quân cải thiện do tỷ giá vẫn neo ở mức cao, dù sản lượng đi ngang. Kết quả, LNST tăng lên 21 tỷ đồng (+40% n/n, biểu đồ 4) nhờ hoàn nhập dự phòng thuế TNDN liên quan đến ưu đãi thuế trong 3Q25.
 - **Điện gió:** Doanh thu đạt 184 tỷ đồng (+25% n/n, biểu đồ 3) với sản lượng 80 triệu kWh (+19% n/n, biểu đồ 2), được hưởng lợi từ pha trung tính và giá bán cải thiện. Nhờ đó, LNST tăng mạnh lên 42 tỷ đồng (+133% n/n, biểu đồ 4) do các yếu tố tích cực đã đề cập ở trên cùng mức nền thấp trong 3Q24.
- **Mảng nước:** Doanh thu đạt 19 tỷ đồng (-42% n/n, biểu đồ 1) do nhu cầu nước sạch giảm nhẹ dù giá bán buôn nước bình quân tăng 53% n/n. Tuy nhiên, do chi phí khấu hao và chi phí tài chính giảm, dẫn đến LNST tăng lên 91 tỷ đồng (+28% n/n).
- **Mảng M&E:** Doanh thu đạt 969 tỷ đồng (+37% n/n, biểu đồ 1), chủ yếu nhờ REE M&E (782 tỷ đồng; +42% n/n) và REE Pro (77 tỷ đồng; +71% n/n). Kết quả, LNST đạt 68 tỷ đồng (+28% n/n) do REE bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ một số dự án.
- **Mảng bất động sản:** Doanh thu và LNST lần lượt đạt 299 tỷ đồng (+6% n/n, biểu đồ 1) và 147 tỷ đồng (+35% n/n).

Khuyến nghị **NĂM GIỮ** (Duy trì)

Giá mục tiêu

Lợi nhuận

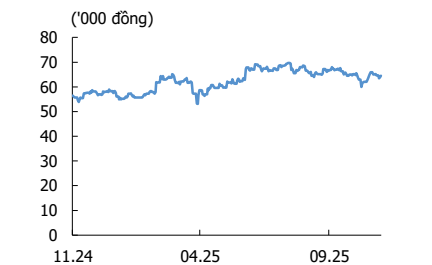
Thông kê

VNIndex (12/11, điểm)	1,632
Giá cp (12/11, đồng)	64,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	34,937
SLCP lưu hành (triệu)	542
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	69,700/53,044
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	57
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 (%)	(1.1)	7.5	14.3
Tương đối với VNI (%p)	5.4	(21.4)	(19.2)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

- **Cho thuê văn phòng:** Doanh thu đạt 298 tỷ đồng (+10% n/n, biểu đồ 1) do giá cho thuê bình quân tăng. Do đó, LNST đạt 127 tỷ đồng (+18% n/n) nhờ biên LNG được cải thiện và chi phí được tối ưu hóa.
- **Phát triển bất động sản:** Doanh thu đạt 1 tỷ đồng (-92% n/n, biểu đồ 1) do REE chưa ghi nhận doanh thu từ dự án Bồ Xuyên. Tuy nhiên, LNST đạt 20 tỷ đồng (gấp 10x n/n) do REE vừa hoàn tất thoái một phần vốn tại CTCP địa ốc Sàn Gòn.

Bảng 1. Báo cáo KQKD của REE trong 3Q25 (Tỷ đồng, %, %p)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	q/q	n/n
Doanh thu	2,029	2,336	2,068	2,514	2,552	2	26
LNHĐ	633	973	897	828	937	13	48
Biên LNHĐ (%)	31.2	41.7	43.4	33.0	36.7	3.7	5.5
LNTT	633	982	898	829	927	12	46
LNST	562	882	817	739	825	12	47

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

Ưu – nhược điểm: 4Q25F – Mảng điện kéo giảm biên LNG

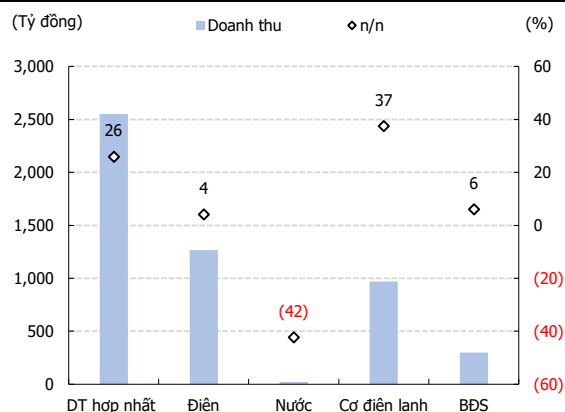
Trong 4Q25F, chúng tôi cho rằng REE có thể ghi nhận kết quả kém khả quan, với động lực chính chủ yếu đến từ mảng M&E:

- **Mảng điện:** Chúng tôi ước tính mảng điện của REE trong 4Q25F có thể ghi nhận kết quả tiêu cực, chủ yếu do giá bán bình quân ước tính giảm 10-20% n/n, trong đó giá FMP (chiếm 2% doanh thu) dự kiến giảm 50% n/n. Mặc dù sản lượng có thể ghi nhận cải thiện đáng kể khi lượng nước về hồ tích lũy đến tháng 11/2025 tiếp tục duy trì xu hướng tăng, nhưng mức cải thiện này có thể chưa đủ để bù đắp cho sự sụt giảm từ giá bán.
- **Mảng nước:** Triển vọng 4Q25F được kỳ vọng duy trì bền vững, nhờ nhu cầu tiêu thụ nước sạch ổn định, dựa trên kỳ vọng đã đề cập ở phần trên.
- **Mảng M&E:** Chúng tôi đánh giá triển vọng của mảng M&E sẽ tích cực, nhờ kỳ vọng vào giá trị hợp đồng mới được ký kết trong 9 tháng đầu năm 2025 đạt khoảng 3,407 tỷ đồng (+179% n/n).
- **Mảng bất động sản:** Chúng tôi kỳ vọng triển vọng của mảng này sẽ cải thiện nhẹ trong 4Q25F, được hỗ trợ bởi tỷ lệ lấp đầy của mảng cho thuê văn phòng tăng lên 85% (4Q24: 80%). Tuy nhiên, 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

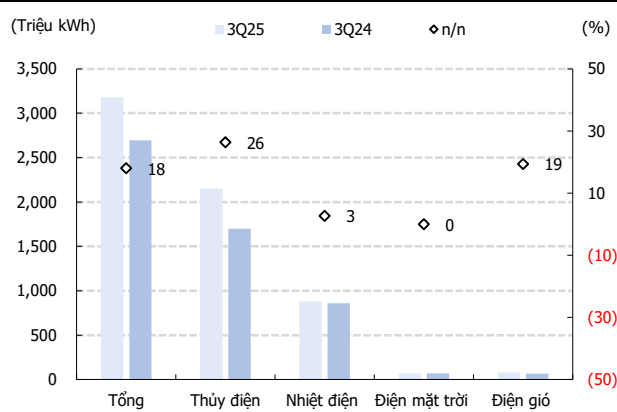
Chúng tôi tin tưởng vào triển vọng tích cực của REE trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng giá thị trường của REE đã phản ánh gần hết giá trị nội tại. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu REE trong năm 2025.

Biểu đồ 1. Mảng Cơ điện lạnh thúc đẩy tăng trưởng doanh thu tăng 37% n/n trong 3Q25



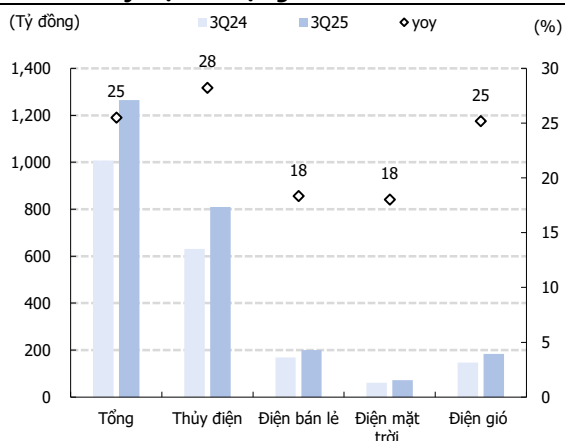
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, FiinPro-X, KIS Research

Biểu đồ 2. Sản lượng thủy điện tăng trưởng đến 26% n/n nhờ lưu lượng nước về hồ duy trì ổn định trong 3Q25



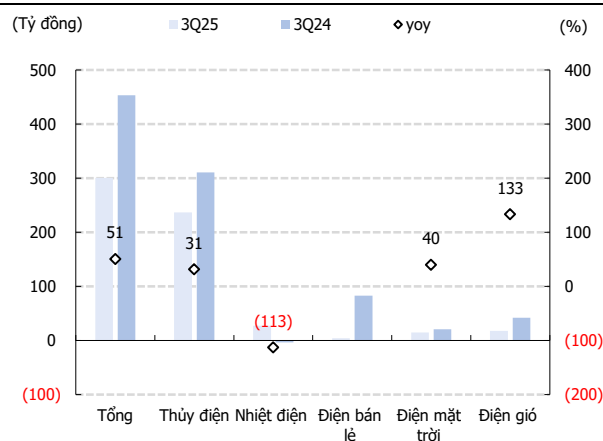
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, FiinPro-X, KIS Research

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



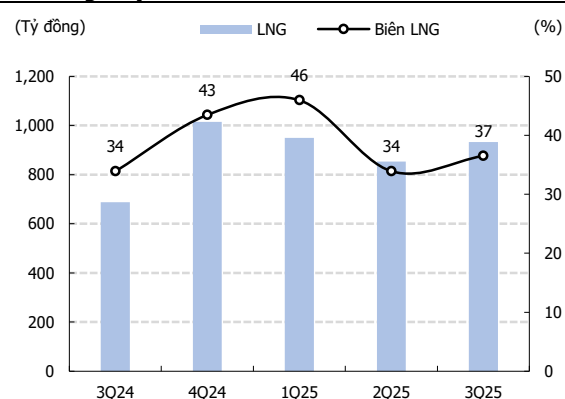
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, FiinPro-X, KIS Research

Biểu đồ 4. Lợi nhuận nhóm điện gió đóng góp tăng trưởng đến 133% n/n



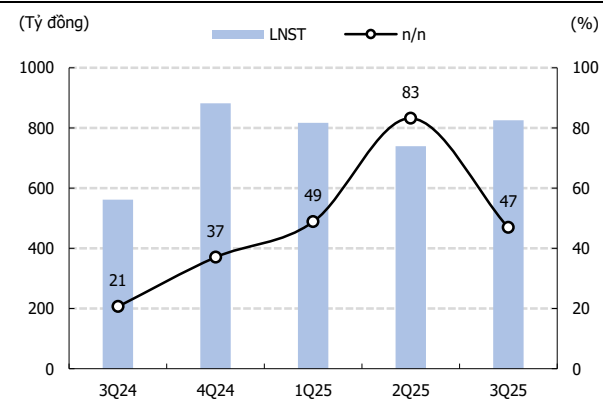
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, FiinPro-X, KIS Research

Biểu đồ 5. ... LNG đạt 932 tỷ đồng, năng biên LNG lên mức 37%, tăng 3 đpt n/n



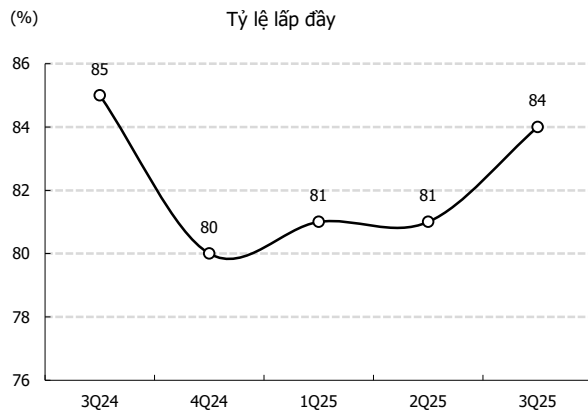
Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 6. LNST tăng trưởng mạnh đến 47% n/n trong 3Q25



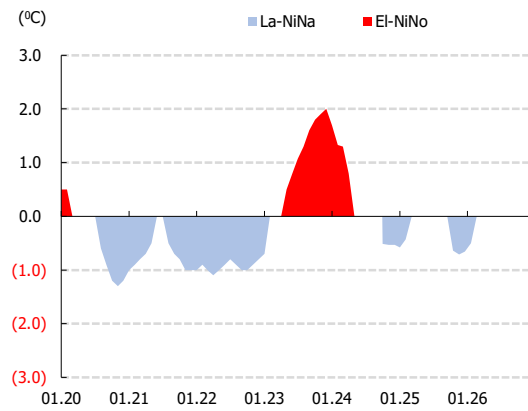
Nguồn: NOAA, KIS Research

Biểu đồ 7. Tỷ lệ lấp đầy của mảng văn phòng cho thuê ước tính giảm xuống mức 84% trong 3Q25



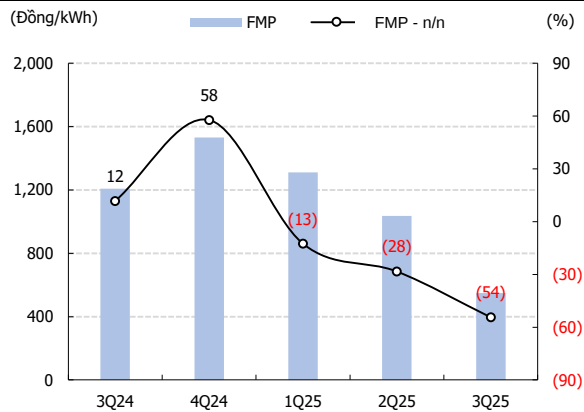
Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 8. Theo dữ liệu từ NOAA, pha trung tính kỳ vọng kéo dài đến T9/2026



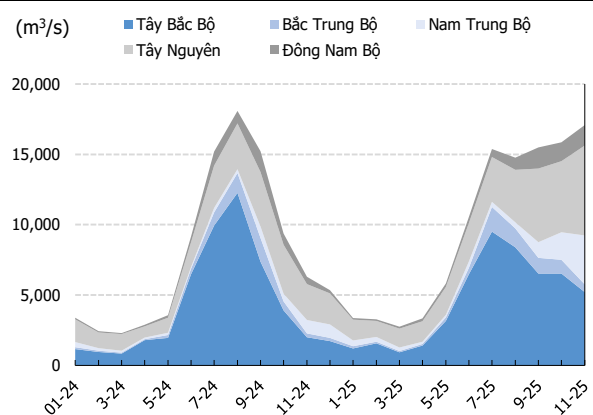
Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 9. Giá FMP bình quân ước tính giảm mạnh đến 54% n/n trong 3Q25, khả năng tiếp tục suy yếu trong 4Q25



Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 10. Lưu lượng nước về hồ cho thấy xu hướng tích cực, hỗ trợ từ pha trung tính kỳ vọng kéo dài đến T9/2026



Nguồn: NOAA, 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 m² 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	11,989	14,824	16,328	19,303
Tiền và tương đương tiền	5,636	6,370	9,209	10,601	13,533
Tài sản dài hạn (đ/c)	3,130	2,952	2,996	3,073	3,102
Tài sản cố định	1,277	1,400	1,347	1,379	1,390
Đầu tư tài chính	5,650	5,619	5,614	5,727	5,770
Khác	13,961	12,774	11,589	10,403	9,215
Tổng tài sản	6,199	6,199	6,199	6,199	6,199
Người mua trả trước	4,917	4,837	4,653	4,481	4,292
Doanh thu chưa thực hiện	36,362	35,799	37,264	37,411	39,009
Phải trả người bán	999	1,129	1,146	1,175	1,186
Khác	5	-	-	-	-
Nợ vay ngắn hạn	724	819	831	852	860
Nợ vay dài hạn	1,088	1,230	1,248	1,280	1,292
Tổng nợ và phải trả	1,254	467	1,888	1,888	1,888
VCSH	9,143	7,242	5,341	3,440	2,999
Vốn điều lệ	13,908	11,672	11,251	9,453	9,051
Thặng dư	18,900	20,572	22,459	24,403	26,403
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	5,484	5,541	5,502	5,566
LN ròng	2,722	3,348	3,777	3,893	4,005
KH và dự phòng	1,298	1,417	1,419	1,420	1,422
Tăng VLD ròng	3,854	5,177	5,539	5,640	5,681
Dòng tiền đầu tư	(869)	(379)	(322)	(252)	(179)
Tài sản cố định	(830)	(30)	(34)	(35)	(35)
Đầu tư tài chính	(39)	(349)	(288)	(217)	(144)
Dòng tiền tài chính	(1,724)	(4,371)	(2,379)	(3,858)	(2,455)
Tăng vốn chủ	(1,347)	-	-	-	-
Tăng nợ	3,452	(787)	1,421	-	-
Chi trả cổ tức	-	(1,683)	(1,899)	(1,957)	(2,014)
Dòng tiền khác	0	-	-	-	-
Tăng tiền mặt	1,225	734	2,839	1,391	2,932

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)					
Cuối năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	8,384	9,476	9,619	9,864	9,958
Giá vốn hàng bán	5,260	5,766	5,550	5,679	5,727
Lợi nhuận gộp	3,124	3,710	4,069	4,185	4,230
Chi phí BH & QLDN	696	666	666	682	689
LN hoạt động	2,428	3,043	3,403	3,502	3,541
Doanh thu tài chính	318	353	414	485	558
Thu nhập lãi	158	213	274	345	418
Chi phí tài chính	791	765	757	811	811
Chi phí lãi vay	738	63	55	109	109
LN khác	50	-	-	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	717	717	717	717	717
LNTT	2,722	3,348	3,777	3,893	4,005
Thuế TNDN	(6)	(7)	(8)	(8)	(9)
LNST	2,728	3,356	3,785	3,902	4,014
LNST công ty mẹ	1,993	3,356	3,785	3,902	4,014
EBITDA	4,688	4,829	5,251	5,423	5,537

Chỉ số tài chính					
Cuối năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dữ liệu trên mỗi CP	4,232	7,124	8,037	8,284	8,522
EPS	40,126	43,677	47,682	51,810	56,057
BPS	2,123	3,574	4,032	4,156	4,275
DPS					
Tăng trưởng (%)	(2.2)	13.0	1.5	2.6	0.9
Doanh thu	(17.8)	25.3	11.8	2.9	1.1
LN hoạt động	(2.1)	23.0	12.8	3.1	2.9
LN ròng	(8.9)	68.3	12.8	3.1	2.9
EPS	(17.8)	25.3	11.8	2.9	1.1
EBITDA					
Khả năng sinh lợi (%)	29.0	32.1	35.4	35.5	35.6
Biên LNHD	32.5	35.4	39.4	39.6	40.3
Biên LN ròng	29.0	32.1	35.4	35.5	35.6
Biên EBITDA	7.7	9.3	10.4	10.4	10.5
ROA	11.0	17.0	17.6	16.7	15.8
ROE	2.9	4.9	5.5	5.7	5.8
Suất sinh lợi cổ tức	54	37	46	50	50
Tỷ lệ chi trả cổ tức					
Đòn bẩy	4,761	1,339	(1,981)	(5,273)	(8,646)
Nợ ròng (Tỷ đồng)	21	6	(8)	(19)	(29)
Nợ ròng/ VCSH (%)					
Định giá (x)	12.7	10.3	9.1	8.9	8.6
PE	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
PB	17.2	13.7	12.3	11.9	11.8
EV/EBITDA	4,232	7,124	8,037	8,284	8,522

■ **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 12/11/2025.

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 12/11/2025.

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.