Báo cáo cập nhật KQKD Quý 3/2026 – REE

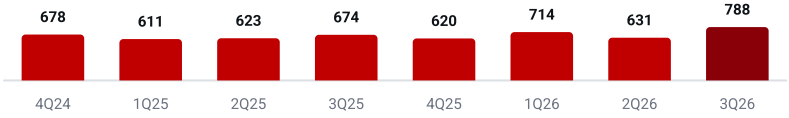
HOSE · REE · Công ty CP Cơ Điện Lạnh *(REE Corporation — hạ tầng điện, nước, cơ điện & bất động sản)*

DOANH THU THUẦN · Q3	LNST CỔ ĐÔNG MẸ · Q3	LNST CỔ ĐÔNG MẸ · 9T	ROE · TRƯỢT 12 THÁNG
3.270	**788**	**2.134**	**12,8%**
tỷ đồng · **+28,1% YoY** · kỷ lục	tỷ đồng · **+16,9% YoY** · +24,9% QoQ	tỷ đồng · **+11,8% YoY** · 73% DP TCBS	P/E 11,0 · P/B 1,3 lần

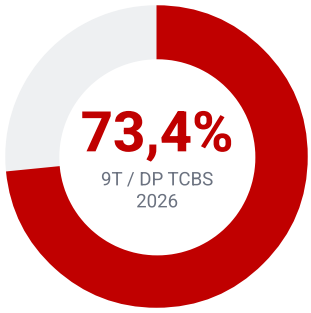
ĐÁNH GIÁ KQKD QUÝ 3

Doanh thu thuần đạt **3.270 tỷ đồng (+28,1% YoY)**, cao nhất lịch sử, nhờ cơ điện lạnh nghiệm thu nhiều dự án; LNST cổ đông công ty mẹ **788 tỷ (+16,9% YoY, +24,9% QoQ)**. Năng lượng giữ lợi nhuận dù thủy điện giảm sản lượng do El Niño, nhờ giá bán điện cao hơn và **lãi thoái vốn Thủy điện Sử Pán 2 (~86 tỷ)**. Lũy kế 9 tháng, LNST cổ đông mẹ **2.134 tỷ (+11,8%)**, đạt 73,4% dự phóng của TCBS. **TCBS Research** đánh giá kết quả tích cực về quy mô, chất lượng tăng trưởng ở mức trung bình do có lợi nhuận một lần. **REE phù hợp vai trò cổ phiếu phòng thủ** hưởng dòng tiền tiện ích và cổ tức ổn định; nhà đầu tư chưa có vị thế có thể chờ hai mốc xác nhận: vận hành thương mại Duyên Hải 2 & 3 và diễn biến thủy văn mùa khô 2027 dưới El Niño rất mạnh.

LNST cổ đông công ty mẹ theo quý · *tỷ đồng*



TIẾN ĐỘ LỢI NHUẬN NĂM



** Lũy kế 9T LNST cổ đông mẹ 2.134 tỷ (+11,8% YoY) đạt **73,4% dự phóng cả năm 2.906 tỷ** của **TCBS Research**; doanh thu 9T 8.167 tỷ đạt 74,8% dự phóng 10.913 tỷ.*

ĐIỂM NHẤN

+28,1% DOANH THU YOY — **Doanh thu quý cao nhất lịch sử**
cơ điện lạnh Q3 +71% · hợp đồng mới 9T 9.069 tỷ

128 MW · ĐIỆN GIÓ — **Duyên Hải 2 & 3 vận hành cuối 2026**
COD T11–12/2026 · ~696 tỷ doanh thu mỗi năm

×2,0 TIỀN HĐKD 9T — **Dòng tiền kinh doanh cải thiện mạnh**
9T 3.233 tỷ, gấp đôi cùng kỳ · tiền 7.961 tỷ

CẦN THEO DÕI

11.465 TỶ · NỢ VAY — **Nợ vay tăng theo chu kỳ đầu tư**
+1.270 tỷ QoQ · Phú Cường 200 MW hơn 9.000 tỷ

96% EL NIÑO — **Thủy văn bất lợi kéo sang 2027**
sản lượng thủy điện 9T −18,7% · giá thị trường +42%

33,3% BIÊN GỘP — **Biên gộp giảm 3,2 đ% YoY**
nghiêng về cơ điện lạnh · chi phí hoạt động +50%

DỰ PHÓNG 2026 · TCBS RESEARCH

TCBS Research dự phóng doanh thu 2026 đạt **10.913 tỷ (+9,0%)** và LNST cổ đông mẹ **2.906 tỷ (+14,9%)**; 9 tháng đã hoàn thành 74,8% và 73,4%, hàm ý Quý 4 khoảng 772 tỷ (+24,5% YoY) khi Duyên Hải 2 & 3 đóng góp; **P/E dự phóng 10,4 · P/B 1,3 lần**.

LNST CỔ ĐÔNG MẸ 2026F	LNTT 2026F · TCBS	DOANH THU 2026F · TCBS	ĐỊNH GIÁ DỰ PHÓNG
2.906	**4.024**	**10.913**	**10,4x**
tỷ đồng · **+14,9% YoY** 9T đạt 73,4%	tỷ đồng · 9T đạt 75,1%	tỷ đồng · **+9,0% YoY** · 9T đạt 74,8%	P/E · **P/B 1,3 lần**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU & ĐỊNH GIÁ · giá đóng cửa 17/11/2026 · dữ liệu TCBS ngày 17/11/2026

GIÁ · ĐỒNG	VỐN HÓA · TỶ Đ	P/E · LẦN	P/B · LẦN	SH NƯỚC NGOÀI	SLCP · TRIỆU
48.550	**30.266**	**11,0**	**1,3**	**49,0%**	**623,4**

1. Đánh giá của TCBS

Chất lượng lợi nhuận Quý 3, tiến độ 9 tháng và dự phóng kết quả kinh doanh 2026

Kết quả Quý 3/2026 của Cơ Điện Lạnh được **TCBS Research** đánh giá **tích cực về quy mô, trung bình về chất lượng**. Doanh thu thuần đạt **3.270 tỷ đồng (+28,1% YoY, +34,8% QoQ)**, mức cao nhất trong lịch sử công ty; LNTT đạt **1.084 tỷ (+16,9% YoY)** và LNST cổ đông công ty mẹ **788 tỷ (+16,9% YoY, +24,9% QoQ)**. Động lực chính đến từ **(i)** mảng cơ điện lạnh nghiệm thu, bàn giao nhiều dự án (doanh thu Quý 3 khoảng 1.660 tỷ, +71% YoY); **(ii)** doanh thu tài chính tăng lên 213 tỷ (gấp đôi cùng kỳ) nhờ lãi tiền gửi khoảng 105 tỷ và **lãi thoái vốn Thủy điện Sử Pán 2 khoảng 86 tỷ**; và **(iii)** mảng năng lượng giữ lợi nhuận dù sản lượng thủy điện giảm vì El Niño, do giá bán điện bình quân cao hơn cùng kỳ. Nếu loại khoản lãi thoái vốn, LNTT lõi tăng khoảng 8% YoY. Biên lãi gộp hạ về **33,3%** (từ 36,5% cùng kỳ và 37,9% Quý 2) vì cơ cấu doanh thu nghiêng về cơ điện lạnh có biên mỏng; chi phí bán hàng và quản lý tăng 50%. Lũy kế 9 tháng, doanh thu đạt **8.167 tỷ (+14,5%)**, LNST cổ đông mẹ **2.134 tỷ (+11,8%)**, hoàn thành 74,8% dự phóng doanh thu và 73,4% dự phóng LNST cổ đông mẹ cả năm của **TCBS Research**.

Bảng cân đối bước vào **chu kỳ đầu tư lớn**: nợ vay cuối Quý 3 đạt **11.465 tỷ đồng**, tăng 1.270 tỷ so với Quý 2, khi chi phí xây dựng dở dang tăng gấp đôi lên 4.857 tỷ (điện gió 3.950 tỷ, thủy điện 723 tỷ). Dù vậy, tiền và đầu tư ngắn hạn 7.961 tỷ giữ **nợ vay ròng ở 3.504 tỷ, tương đương 13% vốn chủ sở hữu**, còn dòng tiền kinh doanh 9 tháng đạt 3.233 tỷ, gấp đôi cùng kỳ. Về định giá, cổ phiếu giao dịch ở **P/E trượt 11,0 · P/B 1,3 lần** và **P/E dự phóng 10,4 lần** trên nền ROE 12,8%, cao hơn nhóm nhiệt điện (POW 5,6; PGV 4,4 lần) nhưng tương đương thủy điện VSH (11,4 lần), phản ánh danh mục đa ngành và lộ trình tăng công suất. **TCBS Research** dự phóng LNST cổ đông mẹ 2026 đạt **2.906 tỷ (+14,9% YoY)**, EPS 4.665 đồng; động lực Quý 4 là 128 MW điện gió Duyên Hải 2 & 3 vận hành thương mại và nền so sánh thấp. Với nhà đầu tư đang nắm giữ, REE phù hợp vai trò cổ phiếu phòng thủ hưởng dòng tiền tiện ích và cổ tức ổn định; nhà đầu tư chưa có vị thế có thể chờ hai mốc xác nhận: vận hành thương mại Duyên Hải 2 & 3 và diễn biến thủy văn mùa khô 2027 dưới El Niño rất mạnh.

KẾT QUẢ 9 THÁNG & TIẾN ĐỘ DỰ PHÓNG 2026

DOANH THU 9T	LNST CỔ ĐÔNG MẸ 9T	DT 9T / DP TCBS	LNST 9T / DP TCBS	NỢ VAY RÒNG CUỐI Q3	ĐỊNH GIÁ
8.167	**2.134**	**74,8%**	**73,4%**	**3.504**	**11,0x**
tỷ đồng · +14,5%	tỷ đồng · +11,8%	8.167 / 10.913 tỷ	2.134 / 2.906 tỷ	tỷ đồng · 13% VCSH	P/E · P/B 1,3 · ROE 12,8%

ĐIỂM CHÍNH

01 **Doanh thu kỷ lục, lợi nhuận tăng hai chữ số** — doanh thu Q3 3.270 tỷ (+28,1%), LNST cổ đông mẹ 788 tỷ (+16,9%); cơ điện lạnh dẫn dắt, năng lượng giữ nền. Lũy kế 9T đạt 73,4% dự phóng LNST cả năm của TCBS Research.

02 **Chất lượng tăng trưởng cần lưu ý** — lãi thoái vốn Sử Pán 2 (~86 tỷ) chiếm khoảng 8% LNTT quý; biên gộp giảm 3,2 đ% do cơ cấu; chi phí bán hàng và quản lý +50%. LNTT lõi tăng khoảng 8%.

03 **Chu kỳ đầu tư điện gió và El Niño là hai biến số 2027** — nợ vay 11.465 tỷ (+1.270 tỷ QoQ), Phú Cường 200 MW hơn 9.000 tỷ; El Niño rất mạnh (xác suất 96% tới tháng 1/2027) gây áp lực sản lượng thủy điện. **TCBS Research** dự phóng LNST cổ đông mẹ 2026 ~2.906 tỷ.

2. Kết quả kinh doanh & phân tích tài chính

Tổng quan Quý 3 và phân tích theo đặc thù doanh nghiệp hạ tầng đa ngành: doanh thu theo mảng, biên gộp – cấu thành lợi nhuận, bảng cân đối trong chu kỳ đầu tư và sinh lời – cổ tức

2.1. Tổng quan kết quả Quý 3/2026

Quý 3/2026 là quý có doanh thu cao nhất lịch sử REE: doanh thu thuần đạt **3.270 tỷ đồng (+28,1% YoY, +34,8% QoQ)**, LNTT **1.084 tỷ (+16,9% YoY, +22,6% QoQ)** và LNST cổ đông công ty mẹ **788 tỷ (+16,9% YoY, +24,9% QoQ)**. Lợi nhuận tăng chậm hơn doanh thu do biên gộp thu hẹp và chi phí hoạt động tăng; phần bù đến từ doanh thu tài chính gấp đôi cùng kỳ. Lợi ích cổ đông không kiểm soát 138 tỷ (15% LNST), chủ yếu tại các công ty con thủy điện.

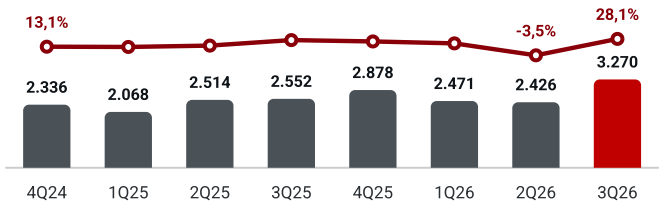
DOANH THU THUẦN	LỢI NHUẬN GỘP	BIÊN LÃI GỘP
3.270	**1.088**	**33,3%**
tỷ đồng · +28,1% YoY	tỷ đồng · +16,7% YoY	−3,2 đ% YoY · từ 37,9% Quý 2

LN THUẦN TỪ HĐKD	LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	LNST CỔ ĐÔNG CÔNG TY MẸ
855	**1.084**	**788**
tỷ đồng · +10,0% YoY	tỷ đồng · +16,9% YoY	tỷ đồng · +16,9% YoY

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3/2026	Q3/2025	%YoY	Q2/2026	%QoQ
Doanh thu thuần	**3.270**	**2.552**	**+28,1**	**2.426**	**+34,8**
Giá vốn hàng bán	(2.182)	(1.620)	+34,7	(1.508)	+44,7
Lợi nhuận gộp	1.088	932	+16,7	919	+18,4
Biên lợi nhuận gộp (%)	33,3	36,5	−3,2 đ%	37,9	−4,6 đ%
Chi phí bán hàng & quản lý	(233)	(155)	+50,3	(186)	+25,3
LN thuần từ HĐKD	855	777	+10,0	732	+16,8
Doanh thu tài chính	213	102	+108,8	186	+14,5
Chi phí tài chính	(201)	(184)	+9,2	(202)	−0,5
Lãi từ công ty liên doanh, liên kết	220	243	−9,5	169	+30,2
Lợi nhuận trước thuế	**1.084**	**927**	**+16,9**	**884**	**+22,6**
Lợi nhuận sau thuế	926	825	+12,2	781	+18,6
LNST cổ đông công ty mẹ	**788**	**674**	**+16,9**	**631**	**+24,9**
EPS quý (đồng, theo 623,4 triệu cp)	1.264	1.081	+16,9	1.012	+24,9

Doanh thu thuần theo quý

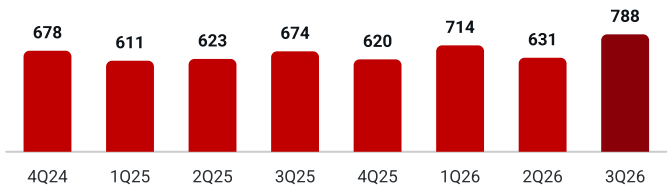
Tỷ đồng · đường = tăng trưởng YoY (trục phải)



Nguồn: TCBS, BCTC hợp nhất REE

LNST cổ đông công ty mẹ theo quý

Tỷ đồng · Quý 3/2026 cao nhất 8 quý



Nguồn: TCBS, BCTC hợp nhất REE

2.2. Tình hình kinh doanh theo mảng: năng lượng giữ nền, cơ điện lạnh bứt phá

Theo công bố kết quả 9 tháng của REE (29/10/2026), tăng trưởng đến từ **sự phục hồi của mảng cơ điện lạnh**, mức tăng nhẹ của mảng năng lượng (giá thị trường điện bình quân cao hơn cùng kỳ dù thủy văn không thuận lợi) và mảng nước (nhu cầu nước sạch tại Hà Nội tăng, các nhà máy kiểm soát tốt chi phí); bất động sản là mảng duy nhất giảm. Riêng Quý 3, doanh thu tăng 28,1% chủ yếu nhờ cơ điện lạnh nghiệm thu dự án (thêm khoảng 686 tỷ), trong khi doanh thu mảng điện 1.255 tỷ xấp xỉ cùng kỳ.

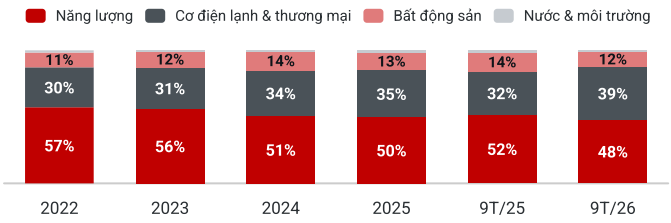
Mảng (tỷ đồng)	DT 9T/2025	DT 9T/2026	%YoY	LNST 9T/2025	LNST 9T/2026	%YoY
Năng lượng	3.698	3.919	+6,0	1.013	1.101	+8,7
Nước và môi trường	125	78	−37,9	252	276	+9,4
Bất động sản	1.028	961	−6,5	466	404	−13,3
Cơ điện lạnh và thương mại	2.283	3.208	+40,5	111	205	+85,6
Khác (gồm thu nhập tài chính)	—	—	—	67	148	+120,4
Cộng (LNST cổ đông công ty mẹ)	**7.134**	**8.167**	**+14,5**	**1.909**	**2.134**	**+11,8**

- **Năng lượng: lợi nhuận điện tăng 10,1% dù sản lượng giảm** — doanh thu 3.919 tỷ (+6,0%), lợi nhuận điện 1.147 tỷ (+10,1%), lợi nhuận hợp nhất mảng 1.101 tỷ (+8,7%). Thủy điện vẫn là trụ cột với doanh thu 2.288 tỷ (+0,5%) và lợi nhuận 814 tỷ (+7,2%, chiếm 71% lợi nhuận điện) dù sản lượng giảm 18,7%, nhờ giá thị trường điện bình quân tăng 42%, chi phí tài chính giảm và lãi thoái vốn Sử Pán 2. Điện gió đạt doanh thu 766 tỷ (+23,6%), lợi nhuận 200 tỷ (+25,0%) nhờ tốc độ gió tại Vĩnh Long thuận lợi và Duyên Hải V1-4 (48 MW) vận hành từ 16/03/2026. Điện bán lẻ đạt 641 tỷ doanh thu (+11,3%), lợi nhuận 28 tỷ (+15,3%) nhờ phụ tải tăng và giảm tổn thất. Nhiệt điện chuyển từ lỗ 3 tỷ sang lãi 28 tỷ nhờ PPC cải thiện (doanh thu tài chính tăng, huy động cao hơn). Điểm trừ là điện mặt trời: doanh thu 224 tỷ (+5,1%) nhưng lợi nhuận giảm 23,6% còn 77 tỷ do cùng kỳ có hoàn nhập dự phòng thuế thu nhập doanh nghiệp.
- **Sản lượng: nhiệt điện và điện gió bù một phần cho thủy điện** — tổng sản lượng 9 tháng đạt 8.067 triệu kWh (−2,1%, tính trên 100% sản lượng các nhà máy). Thủy điện 3.973 triệu kWh (−18,7%) giảm ở hầu hết nhà máy (Sông Hinh −30%, Đăk Nghé −24%, Thượng Kon Tum −20%, Mường Hum −10%, Nậm Ban 2 −9%, Thác Bà −4%), chỉ Vĩnh Sơn (+3%) và Thác Bà 2 (+26%, phát điện từ tháng 4/2025) tăng. Nhiệt điện 3.519 triệu kWh (+23,3%) do hệ thống tăng huy động nguồn nhiệt điện khi thủy văn bất lợi. Năng lượng tái tạo 575 triệu kWh (+15,7%), gồm điện gió 350 triệu kWh (+26,8%) và điện mặt trời 225 triệu kWh.
- **Nước và môi trường: lợi nhuận tăng, doanh thu hợp nhất giảm vì chưa nghiệm thu dự án** — lợi nhuận sau thuế 276 tỷ (+9,4%), chủ yếu qua các công ty liên kết: sản lượng nước xử lý 395,2 triệu m³ (+5,5%, nhà máy nước Sông Đà +22,7%), sản lượng phân phối 225,8 triệu m³ (+3,7%, TP. Hồ Chí Minh +3,8%, Khánh Hòa +2,9% nhờ du lịch phục hồi). Doanh thu hợp nhất chỉ 78 tỷ (−37,9%) vì TK Plus (thành viên REE Water) chưa ghi nhận doanh thu từ các dự án đang thực hiện; hai dự án lớn dời thời điểm nghiệm thu sang 2027.
- **Bất động sản: cho thuê văn phòng tăng, phát triển dự án chưa đóng góp** — doanh thu 961 tỷ (−6,5%), lợi nhuận 404 tỷ (−13,3%). Văn phòng cho thuê (181.749 m²) đạt doanh thu 960 tỷ (+12,5%) và lợi nhuận 411 tỷ (+17,1%) nhờ giá thuê bình quân tăng nhẹ và công suất thuê tăng 10,6% trên toàn danh mục. Phát triển bất động sản chỉ ghi nhận 1 tỷ doanh thu và lỗ 6 tỷ (cùng kỳ lãi 116 tỷ) vì The Light Square chưa ghi nhận thêm doanh số, thu nhập tài chính giảm, trong khi cùng kỳ có khoản chuyển nhượng khu đất chung cư và giảm tỷ lệ sở hữu tại công ty liên kết.

- **Cơ điện lạnh và thương mại: nguồn việc kỷ lục** — doanh thu 3.208 tỷ (+40,5%), lợi nhuận 205 tỷ (+85,6%). REE M&E đạt doanh thu 2.587 tỷ (+43,2%), lợi nhuận 182 tỷ (+79,7%) nhờ nghiệm thu bàn giao dự án và hoàn nhập dự phòng phải thu; giá trị hợp đồng ký mới 9.069 tỷ, gấp 2,4 lần cả năm 2025, bảo đảm nguồn việc cho 2027. REEPRO (EPC điện mặt trời áp mái) tăng doanh thu 87,2% lên 307 tỷ, lợi nhuận 11 tỷ; REE TECH (điều hòa Reetech) doanh thu đi ngang 314 tỷ nhưng lợi nhuận tăng lên 13 tỷ nhờ lãi vay giảm và nhu cầu thị trường tăng. Khoản "khác" 148 tỷ (+120%) chủ yếu là thu nhập tài chính của công ty mẹ.
- **Đánh giá:** tỷ trọng năng lượng trong doanh thu giảm từ 57% (2022) xuống 48% (9T/2026) khi cơ điện lạnh tăng lên 39%, nhưng năng lượng vẫn đóng góp hơn một nửa lợi nhuận và là mảng có biên cao nhất. Doanh thu 9 tháng bằng 75% dự phóng cả năm 10.913 tỷ của **TCBS Research** (hàm ý Quý 4 khoảng 2.746 tỷ, −4,6% YoY, giả định thận trọng về thủy điện mùa khô). LNST cổ đông mẹ 9 tháng bằng 73,4% dự phóng 2.906 tỷ; Quý 4 cần khoảng 772 tỷ (+24,5% YoY) để về đích, khả thi khi Duyên Hải 2 & 3 vào vận hành, dù bất động sản và nước còn chậm ghi nhận.

Cơ cấu doanh thu theo mảng

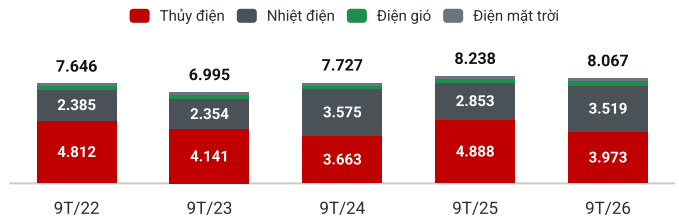
% tổng doanh thu · theo bốn mảng



Nguồn: BCTN REE 2022–2025, KQKD 9T/2026 REE

Sản lượng điện 9 tháng theo nguồn

Triệu kWh · nhãn trên cột = tổng



Nguồn: KQKD 9T/2026 REE (29/10/2026)

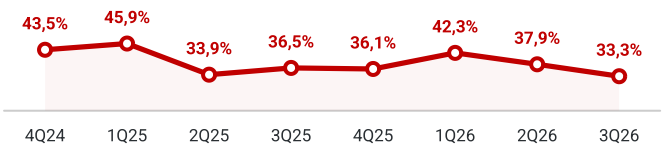
2.3. Biên lợi nhuận gộp & cấu thành lợi nhuận

Biên lãi gộp Quý 3 hạ về 33,3%, thấp nhất 8 quý, từ 36,5% cùng kỳ và 37,9% Quý 2. Nguyên nhân chủ yếu là **cơ cấu doanh thu**: cơ điện lạnh (biên ròng khoảng 7%) chiếm hơn một nửa doanh thu quý, trong khi mảng điện biên cao gần như đi ngang. Chi phí bán hàng và quản lý tăng 50% lên 233 tỷ theo quy mô hợp đồng cơ điện.

- **Lợi nhuận hoạt động lõi tăng vừa phải** — lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh (trước tài chính và liên kết) đạt 855 tỷ (+10,0% YoY). Phần tăng thêm của LNTT chủ yếu đến từ doanh thu tài chính 213 tỷ (+109%), gồm lãi tiền gửi khoảng 105 tỷ và lãi thoái vốn Thủy điện Sử Pán 2 khoảng 86 tỷ (khoản đầu tư 170 tỷ đầu năm đã không còn trên danh mục liên kết). Loại khoản này, LNTT lõi khoảng 998 tỷ, tăng khoảng 8% YoY.
- **Lãi từ công ty liên kết giảm 9,5%** xuống 220 tỷ (cùng kỳ 243 tỷ), trong đó nhóm nước còn 86 tỷ (từ 92 tỷ) và nhóm điện liên kết giảm theo huy động thủy điện. Báo cáo riêng công ty mẹ ghi nhận cổ tức nhận về Quý 3 chỉ 37 tỷ (cùng kỳ 244 tỷ) do thời điểm các công ty thành viên chia lợi nhuận khác năm trước.
- **Đánh giá:** biên gộp của REE là bình quân gia quyền giữa điện và cho thuê văn phòng (biên cao) với cơ điện (biên thấp); biên hạ khi cơ điện tăng tốc là hợp lý, không phản ánh suy giảm hiệu quả mảng điện. **TCBS Research** dự phóng biên gộp 2026 khoảng 38%, biên ròng cổ đông mẹ khoảng 26,6%.

Biên lợi nhuận gộp theo quý

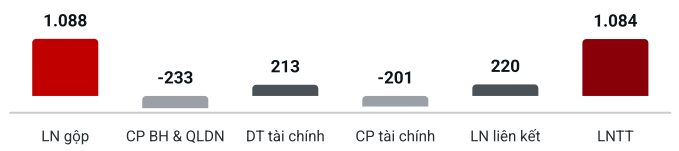
% · thấp nhất 8 quý do cơ cấu doanh thu



Nguồn: TCBS, BCTC hợp nhất REE

Cấu thành lợi nhuận trước thuế — Quý 3/2026

Tỷ đồng · chi phí thể hiện dưới dạng số âm



Nguồn: TCBS, BCTC hợp nhất REE

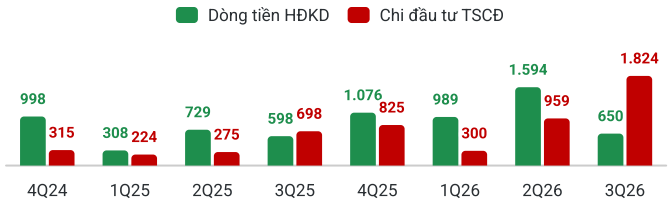
2.4. Bảng cân đối: nợ vay, dòng tiền & chu kỳ đầu tư điện gió

REE đang bước vào chu kỳ đầu tư lớn nhất kể từ 2021. Nợ vay cuối Quý 3/2026 đạt **11.465 tỷ đồng** (ngắn hạn 1.266 tỷ, dài hạn 10.199 tỷ), tăng 1.270 tỷ so với Quý 2 và 612 tỷ so với đầu năm, tài trợ cho chi đầu tư 9 tháng 3.083 tỷ (gấp 2,6 lần cùng kỳ). Chi phí xây dựng dở dang tăng gấp đôi lên 4.857 tỷ, gồm điện gió 3.950 tỷ và thủy điện 723 tỷ. Tiền và đầu tư ngắn hạn 7.961 tỷ giữ nợ vay ròng ở **3.504 tỷ, tương đương 13% vốn chủ sở hữu hợp nhất** (16% vốn chủ sở hữu công ty mẹ); hệ số nợ vay/vốn chủ sở hữu 0,43 lần.

- **Dòng tiền kinh doanh đủ nuôi chu kỳ đầu tư** — lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh 9 tháng đạt 3.233 tỷ, gấp đôi cùng kỳ (1.635 tỷ); riêng Quý 3 đạt 650 tỷ. EBITDA Quý 3 1.234 tỷ, lãi vay 192 tỷ (+7% YoY), hệ số EBIT/lãi vay 4,4 lần. Phải thu ngắn hạn 4.112 tỷ (số ngày phải thu 259, do đặc thù nghiệm thu cơ điện), dự phòng phải thu khó đòi 561 tỷ.
- **Lộ trình công suất tới 2030** — Duyên Hải 3 (80 MW, 3.860 tỷ) đang chạy thử, vận hành thương mại tháng 11/2026; Duyên Hải 2 (48 MW, khoảng 2.260 tỷ) tháng 12/2026; hai dự án dự kiến đóng góp khoảng 696 tỷ doanh thu/năm. Thủy điện Trà Khúc 2 (30 MW, 1.200 tỷ) hoàn thành 95%, vận hành Quý 1/2027. Cụm điện gió Phú Cường 1A/1B (200 MW, hơn 9.000 tỷ) khởi công trạm 220 kV tháng 5/2026, vận hành Quý 4/2027, kỳ vọng hơn 1.100 tỷ doanh thu/năm. ĐHĐCĐ 31/03/2026 đặt mục tiêu nâng công suất nguồn lên khoảng 3.000 MW vào 2030 (các nhà máy hiện hữu 2.752 MW, phần thực sở hữu 996 MW).
- **Nợ vay sẽ còn tăng, mô hình dự phóng chưa phản ánh** — các dự án điện gió của REE lịch sử được tài trợ phần lớn bằng vay dài hạn thế chấp tài sản nhà máy và quyền thu tiền điện EVN (VIB, BIDV, Vietcombank), nên Phú Cường hơn 9.000 tỷ sẽ đẩy tổng nợ vay và khấu hao lên trong 2027–2028. Bảng mô hình TCBS ở phụ lục hiện giữ tổng vay phẳng 10.853 tỷ tới 2030; nhà đầu tư nên đọc cột dự phóng nợ vay và lãi vay như kịch bản chưa gồm Phú Cường.
- **Đánh giá:** đòn bẩy hiện tại vẫn an toàn (nợ ròng/vốn chủ sở hữu 13%, tiền gần 8.000 tỷ), nhưng chất lượng lợi nhuận 2027–2028 sẽ phụ thuộc tốc độ các dự án điện gió vào vận hành và giá bán điện của dự án mới theo cơ chế mới (không còn giá FIT ưu đãi). Dòng tiền từ cho thuê văn phòng và nước là tấm đệm cho giai đoạn này.

Dòng tiền kinh doanh & chi đầu tư theo quý

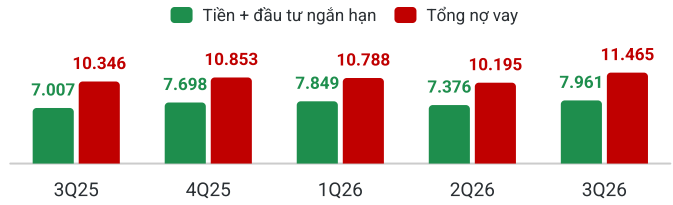
Tỷ đồng · chi đầu tư tăng mạnh từ Quý 3/2025



Nguồn: TCBS, BCTC hợp nhất REE

Tiền + đầu tư ngắn hạn và tổng nợ vay

Tỷ đồng · nợ vay ròng cuối Quý 3: 3.504 tỷ



Nguồn: TCBS, BCTC hợp nhất REE

2.5. Khả năng sinh lời, cổ tức & định giá

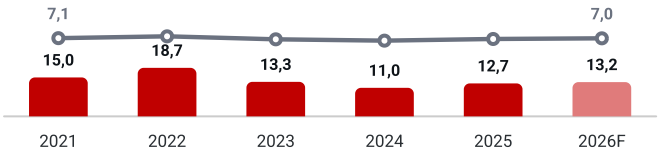
ROE trượt 12 tháng đạt 12,8%, ROA 6,7%, thấp hơn mức 13,4% cùng kỳ do vốn chủ sở hữu tăng theo cổ tức cổ phiếu 15% và lợi nhuận giữ lại, trong khi lợi nhuận tăng vừa phải. ROE của REE thấp hơn các công ty phát điện đơn lẻ (POW 18%, VSH 17%) vì cấu trúc công ty mẹ nắm cổ phần, lợi ích cổ đông không kiểm soát lớn và danh mục bất động sản cho thuê thâm dụng vốn; bù lại lợi nhuận ổn định hơn qua chu kỳ thủy văn.

- **Định giá ở vùng trung bình ngành tiện ích** — với thị giá 48.550 đồng (17/11/2026), cổ phiếu giao dịch ở P/E trượt 11,0 lần (EPS 4.417 đồng, trong đó lãi thoái vốn Sử Pán 2 chỉ chiếm khoảng 3% lợi nhuận 4 quý nên không làm méo đáng kể), P/E dự phóng 10,4 lần và P/B 1,3 lần. Mức này cao hơn nhiệt điện (POW 5,6; PGV 4,4; NT2 4,7 lần), tương đương thủy điện VSH (11,4 lần) và thấp hơn DNH (16,5 lần); chênh lệch phản ánh danh mục đa ngành, lộ trình tăng công suất và thanh khoản.

- **Cổ tức ổn định nhưng tỷ suất thấp** — REE duy trì cổ tức tiền mặt 10% mệnh giá (1.000 đồng/cp) liên tục cho các năm 2021–2025 kèm cổ tức cổ phiếu 15% mỗi năm từ 2022; cổ tức tiền mặt 2025 đã thanh toán ngày 03/04/2026 (ngày đăng ký cuối cùng 27/02/2026), cổ tức cổ phiếu 15% phát hành tháng 5/2026 đưa số cổ phiếu lên 623,4 triệu. Kế hoạch 2026 là tạm ứng tiền mặt tối đa 10% vốn điều lệ; tỷ suất khoảng 2,1% tại thị giá hiện tại.
- **Cơ cấu cổ đông cô đặc, chuyển giao lãnh đạo** — Platinum Victory Pte. Ltd. nắm 41,67%, bà Nguyễn Thị Mai Thanh 12,86%, HFIC 5,28%; sở hữu nước ngoài 49,0% (hết room). Platinum Victory đã đăng ký mua thêm gần 20,5 triệu cổ phiếu nhiều đợt trong 2026 nhưng chưa khớp lệnh vì thanh khoản thấp. Tại ĐHĐCĐ bất thường 13/07/2026, bà Mai Thanh rời vị trí Chủ tịch HĐQT; ông Nguyễn Ngọc Thái Bình giữ chức Tổng Giám đốc từ tháng 5/2026.
- **Đánh giá:** REE là cổ phiếu tiện ích phòng thủ với lợi nhuận tăng ổn định một chữ số cao tới hai chữ số thấp, phù hợp nắm giữ dài hạn hưởng dòng tiền và tăng trưởng công suất. Rủi ro cần theo dõi: thủy văn dưới El Niño rất mạnh, tiến độ và giá bán điện của Phú Cường, chi phí lãi vay tăng theo chu kỳ đầu tư, và tiến độ ghi nhận bất động sản The Light Square.

ROE & ROA theo năm

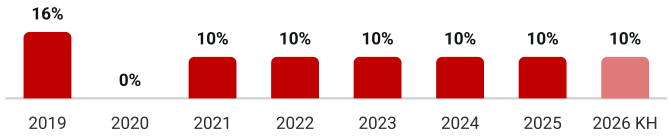
% · cột 2026F = dự phóng TCBS Research



Nguồn: TCBS tính toán

Cổ tức tiền mặt theo năm

% trên mệnh giá · 2022–2025 thêm 15% cổ phiếu/năm



Nguồn: TCBS, công bố thông tin REE

Phụ lục — Số liệu BCTC Quý 3/2026

Trích lược bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất · 2026F: TCBS Research dự phóng

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026	Q2/2026	Q3/2026
Tiền & tương đương tiền	3.356	3.046	4.004	3.333	3.071
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.651	4.652	3.845	4.043	4.890
Phải thu ngắn hạn	3.801	4.192	4.366	4.423	4.112
Hàng tồn kho	1.291	1.524	1.393	1.713	2.090
Tài sản ngắn hạn khác	260	287	213	250	450
Tài sản cố định	14.386	14.130	15.792	15.493	15.230
Tài sản dài hạn khác (gồm đầu tư liên kết, XDCB dở dang)	11.521	12.243	11.128	11.960	14.554
TỔNG TÀI SẢN	**38.266**	**40.075**	**40.741**	**41.214**	**44.398**
Vay & nợ thuê tài chính	10.346	10.853	10.788	10.195	11.465
Nợ phải trả khác	3.755	4.425	5.012	5.342	6.554
Tổng nợ phải trả	**14.101**	**15.278**	**15.800**	**15.537**	**18.019**
Vốn chủ sở hữu	**24.165**	**24.797**	**24.941**	**25.677**	**26.379**
Trong đó: lợi ích cổ đông không kiểm soát	3.839	3.850	3.831	3.938	3.844

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026	Q2/2026	Q3/2026	2026F
Doanh thu thuần	2.552	2.878	2.471	2.426	3.270	10.913
Giá vốn hàng bán	(1.620)	(1.838)	(1.425)	(1.508)	(2.182)	(6.766)
Lợi nhuận gộp	**932**	**1.040**	**1.046**	**919**	**1.088**	**4.147**
Chi phí bán hàng & quản lý	(155)	(339)	(136)	(186)	(233)	(676)
LN thuần từ HĐKD	777	701	910	732	855	3.471
Doanh thu tài chính	102	116	137	186	213	—
Chi phí tài chính	(184)	(164)	(174)	(202)	(201)	—
Lãi từ công ty liên doanh, liên kết	243	234	174	169	220	—
Lợi nhuận trước thuế	**927**	**867**	**1.054**	**884**	**1.084**	**4.024**
Lợi nhuận sau thuế	825	770	939	781	926	3.620
LNST cổ đông công ty mẹ	**674**	**620**	**714**	**631**	**788**	**2.906**
EPS (đồng, theo 623,4 triệu cp)	1.081	995	1.145	1.012	1.264	4.665

Nguồn: BCTC hợp nhất REE, TCBS Research (dự phóng chốt ngày 17/11/2026). Số làm tròn tỷ đồng, tổng có thể lệch ±1 tỷ.

Phụ lục — Mô hình tài chính & dự phóng theo năm · 2021–2030

Đơn vị: tỷ đồng (trừ các dòng tỷ lệ, lần, %, số ngày) · Cột 2026–2030 là số liệu dự phóng của TCBS Research

	THỰC HIỆN					DỰ PHÓNG · TCBS				
Chỉ tiêu	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**
Số lượng cổ phiếu (triệu)	310,1	356,4	409,7	471,0	541,7	623,4	623,4	623,4	623,4	623,4
P/E (lần)	**10,7**	**8,9**	**10,2**	**15,6**	**12,9**	**10,4**	**9,6**	**8,8**	**8,0**	**7,4**
EPS (đồng/cp)	2.975	4.319	3.510	3.197	4.056	4.665	5.074	5.544	6.047	6.590
P/B (lần)	**1,5**	**1,5**	**1,3**	**1,6**	**1,6**	**1,3**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	**0,9**
BVPS (đồng/cp)	21.337	24.873	27.780	30.317	33.599	37.292	41.280	45.637	50.389	55.569
EV/EBITDA (lần)	12,9	7,5	8,8	11,2	9,9	8,6	8,0	7,4	6,8	6,3
ROE	**15,0%**	**18,7%**	**13,3%**	**11,0%**	**12,7%**	**13,2%**	**12,9%**	**12,8%**	**12,6%**	**12,4%**
Biên lợi nhuận gộp	39,8%	46,2%	43,3%	37,3%	37,7%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%
Biên lợi nhuận hoạt động	31,9%	39,1%	34,5%	29,0%	30,0%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%
Biên lợi nhuận ròng	**31,9%**	**28,7%**	**25,5%**	**23,8%**	**25,3%**	**26,6%**	**26,6%**	**26,6%**	**26,7%**	**26,7%**
Doanh thu / Tài sản	0,18	0,28	0,25	0,23	0,25	0,26	0,26	0,27	0,27	0,27
(Vay − Tiền) / Vốn CSH	56,4%	44,3%	31,7%	16,5%	12,5%	4,2%	−3,0%	−9,0%	−14,9%	−20,0%
Vay ngắn hạn / Vay dài hạn	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EBIT / Lãi vay (lần)	2,8	4,1	3,1	3,3	4,4	4,4	4,8	5,3	5,8	6,3
Vay / EBITDA (lần)	3,2	2,4	2,6	2,8	2,4	2,2	2,0	1,9	1,7	1,6
Số ngày phải thu	167	141	214	279	287	108	108	108	108	108
Số ngày tồn kho	84	80	104	91	82	86	85	85	85	85
Capex / Tài sản cố định	24,4%	4,7%	5,8%	7,4%	14,3%	9,3%	10,9%	12,3%	12,2%	13,2%
Doanh thu thuần	**5.810**	**9.372**	**8.570**	**8.384**	**10.012**	**10.913**	**11.895**	**12.965**	**14.132**	**15.404**
Tăng trưởng doanh thu	*+3,0%*	*+61,3%*	*−8,6%*	*−2,2%*	*+19,4%*	*+9,0%*	*+9,0%*	*+9,0%*	*+9,0%*	*+9,0%*
EBITDA	2.747	4.889	4.218	3.727	4.385	4.931	5.330	5.774	6.256	6.779
LNST cổ đông công ty mẹ	**1.855**	**2.693**	**2.188**	**1.993**	**2.529**	**2.906**	**3.161**	**3.454**	**3.767**	**4.106**
Tăng trưởng lợi nhuận	*+13,9%*	*+45,1%*	*−18,7%*	*−8,9%*	*+26,9%*	*+14,9%*	*+8,8%*	*+9,3%*	*+9,1%*	*+9,0%*
Tiền & đầu tư ngắn hạn	2.745	2.900	4.155	6.696	7.748	9.720	11.740	13.771	16.114	18.564
Phải thu ngắn hạn	2.987	4.013	3.780	3.130	4.141	3.354	3.656	3.985	4.343	4.734
Hàng tồn kho	800	1.409	1.354	1.277	1.524	1.653	1.802	1.964	2.141	2.333
Tổng tài sản	**31.827**	**33.915**	**34.912**	**36.362**	**40.075**	**42.723**	**45.640**	**48.824**	**52.297**	**56.082**
Vay ngắn hạn	1.234	1.455	1.238	1.254	1.473	1.473	1.473	1.473	1.473	1.473
Vay dài hạn	10.740	9.946	9.505	9.143	9.380	9.380	9.380	9.380	9.380	9.380
Tổng vay	**11.974**	**11.401**	**10.743**	**10.397**	**10.853**	**10.853**	**10.853**	**10.853**	**10.853**	**10.853**
Tổng nợ	15.469	14.711	14.142	13.908	15.278	15.643	16.076	16.546	17.059	17.617
Vốn chủ sở hữu	**16.358**	**19.204**	**20.770**	**22.455**	**24.797**	**27.080**	**29.564**	**32.278**	**35.238**	**38.465**
Cân đối vốn dài hạn	2.744	4.487	5.580	7.216	8.554	10.812	13.061	15.343	17.961	20.709
Dòng tiền tự do (FCF)	−307	4.465	2.952	1.275	2.295	3.993	4.100	4.239	4.689	4.942

Nguồn: TCBS Research.

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

*Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.*

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.