Vietcap

Mở tài khoản

Cập nhật

CTCP Cơ Điện Lạnh (REE)

MUA +37,9%

Ngành	**Tiện ích**
Ngày báo cáo	**06/11/2026**
Giá hiện tại	45.600 VND
Giá mục tiêu	**61.900 VND**
Giá mục tiêu gần nhất	60.800 VND
TL tăng	+35,7%
Lợi suất cổ tức	2,2%
Tổng mức sinh lời	**+37,9%**

GT vốn hóa	28,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	0,0 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	15,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	5,3%
SL cổ phiếu lưu hành	623 tr
Pha loãng	623 tr

	REE	VNI
P/E (trượt)	10,2x	11,3x
P/B (ht)	1,4x	1,8x
ROA	6,7%	2,5%
ROE	12,9%	17,0%

Tổng quan Công ty

REE là một công ty holding với 3 mảng kinh doanh chính gồm: điện (khoảng 1.050 MW, đóng góp khoảng 56% tổng lợi nhuận năm 2025), cơ điện lạnh (M&E) và cho thuê văn phòng. REE là một doanh nghiệp dẫn đầu trong mảng M&E và sở hữu 182.000 m² diện tích cho thuê văn phòng. Các mảng khác bao gồm nước và BĐS.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Thùy Dương
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	10.012	11.597	14.154	19.800
% YoY	19,4%	15,8%	22,0%	39,9%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.530	2.836	3.237	4.139
% YoY	26,9%	12,1%	14,2%	27,9%
EPS % YoY	26,9%	12,1%	14,2%	27,9%
Biên LN gộp	37,7%	34,2%	34,8%	36,4%
Biên LN ròng	25,3%	24,5%	22,9%	20,9%
ROE	12,7%	12,9%	13,2%	15,0%
Nợ ròng/vốn CSH	12,7%	14,2%	43,4%	66,6%
Lợi suất cổ tức	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
DPS (đồng)	1.000	1.000	1.000	1.000
P/E	11,2x	10,0x	8,8x	6,9x
P/B	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA	8,1x	7,6x	6,0x	4,0x

Giá điện thuận lợi hỗ trợ hoạt động mở rộng mạnh mẽ mảng điện

- Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên thêm 2% và duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu của CTCP Cơ Điện Lạnh (REE).
- Mức giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu phản ánh tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2027, bao gồm (1) mức tăng 4% của định giá mảng điện (với tổng LNST sau lợi ích CĐTS dự báo giai đoạn 2026–2030 của mảng này tăng 1%), (2) mức tăng 9% của định giá mảng cho thuê văn phòng, và (3) mức tăng 25% của định giá mảng cơ điện (M&E). Các yếu tố tích cực này giúp bù đắp cho (1) mức giảm 7% của định giá mảng nước (với tổng LNST sau lợi ích CĐTS dự báo giai đoạn 2026–2030 của mảng này giảm 12% do đóng góp từ VCW ghi nhận sự sụt giảm), (2) mức giảm 2% đối với tổng LNST sau lợi ích CĐTS dự báo giai đoạn 2026–2030, và (3) mức tăng của nợ ròng do số dư được cập nhật sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 2% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là 0%/-4%/-2%/-2%/-1% cho từng năm trong giai đoạn 2026-2030), chủ yếu do tổng LNST sau lợi ích CĐTS của mảng cho thuê văn phòng và mảng nước lần lượt giảm 6% và 12%, qua đó lấn át tác động từ mức tăng 1% của mảng điện.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng 12% YoY, được thúc đẩy bởi mảng M&E tăng 85% YoY, mảng Cho thuê văn phòng tăng 17% YoY (nhờ tỷ lệ lấp đầy phục hồi và giá cho thuê cao hơn), và mảng Điện tăng 13% YoY (điện gió tăng 59% YoY nhờ nhà máy Duyên Hải 1 – công suất 48 MW đi vào vận hành từ tháng 3/2026, trong khi thủy điện giảm 1% YoY).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027 sẽ tăng 14% YoY, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 19% YoY của mảng điện (điện gió tăng 74% YoY nhờ công suất tăng gấp 1,8 lần YoY, qua đó bù đắp cho mức giảm 6% của LNST sau lợi ích CĐTS mảng thủy điện), (2) mức tăng 20% YoY của mảng cho thuê văn phòng (tỷ lệ lấp đầy E-town 6 tăng từ 60% lên 90%), và (3) mức tăng 25% của mảng M&E nhờ doanh thu tăng.
- REE hiện sở hữu mức định giá tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2027 ghi nhận ở mức 8,8 lần (thấp hơn 38% so với P/E trung vị 2 năm của công ty và tương đương với mức PEG là 0,4), dựa trên tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–2029 là 24%.
- **Rủi ro:** Chậm tiến độ triển khai các dự án điện gió/điện mặt trời nối mới.
- **Yếu tố hỗ trợ:** Giá điện gió và điện mặt trời được chốt ở mức cao hơn dự kiến, đầu tư điện gió ngoài khơi công suất 500 MW (trang 16), khả năng hoàn nhập dự phòng 561 tỷ đồng của mảng M&E.

Giá điện gió cao hơn sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận và hoạt động phát triển mảng điện gió của REE. Bộ Công Thương đã phê duyệt khung giá năm 2026 cho các dự án điện gió theo Quyết định 2945/QĐ-BCT, với giá trần cao hơn mức năm 2025. Cụ thể, giá trần điện gió trên bờ tăng 9%, ở mức 1.894-2.188 đồng/kWh tùy khu vực, và giá điện gió gần bờ tăng 7% lên 2.127 đồng/kWh tại tất cả các khu vực. Chúng tôi đang chờ kết quả đàm phán cuối cùng để đưa các thay đổi (nếu có) vào mô hình dự báo (trang 17).

Chúng tôi duy trì dự báo tổng công suất điện gió giai đoạn 2026-2030 ở mức trên 1.100 MW (tăng 13 lần so với năm 2025) do tiến độ triển khai nhìn chung đúng kế hoạch. REE cho biết Duyên Hải 2 (48 MW) và Duyên Hải 3 (80 MW) sẽ đi vào hoạt động lần lượt trong tháng 12 và tháng 11/2026 (so với tháng 10 trước đây), và Phú Cường 1A & 1B sẽ đi vào hoạt động trong quý 4/2027.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 1% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS mảng thủy điện giai đoạn 2026-2030 của REE, phản ánh giá CGM cao hơn, bù đắp cho sản lượng thủy điện thấp hơn (tham khảo Báo cáo Cập nhật Ngành điện của chúng tôi).

Giá trị hợp đồng ký mới mảng M&E đạt khoảng 9 nghìn tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2026 (9T 2026), tạo nền tảng vững chắc cho mảng M&E và hỗ trợ dự báo doanh thu lần lượt đạt 5 nghìn tỷ đồng/6 nghìn tỷ đồng trong năm 2026/2027. Mảng M&E ghi nhận kết quả tích cực trong 9T 2026 với LNST sau lợi ích CĐTS tăng 85% YoY nhờ doanh thu cao hơn và biên lợi nhuận gộp cải thiện.

Triển vọng năm 2026: Mảng M&E và điện dự kiến dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận

Hình 1: Dự báo năm 2026

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo cũ
Doanh thu	**10.012**	**11.597**	**16%**	**-2%**	**(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu từ mảng M&E/cho thuê văn phòng/điện.** **(b) Chủ yếu do dự báo doanh số thấp hơn của chúng tôi đối với mảng BĐS và mảng điện.**
M&E	3.521	5.000	42%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ được ghi nhận từ các dự án sân bay (Long Thành, Phú Quốc, Cát Bi), với giá trị hợp đồng ký mới trong 9T đạt khoảng 9 nghìn tỷ đồng, tạo nền tảng vững chắc cho mảng này.
Cho thuê văn phòng	1.155	1.358	18%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy trung bình của E-town 6 sẽ tăng lên 60% trong năm 2026 từ mức 50% trong năm 2025, cùng với sự phục hồi ổn định tại các tòa nhà văn phòng khác lên 93% (từ mức 92% trong năm 2025).
BĐS	183	25	-86%	-69%	(a & b) Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu ghi nhận do doanh số bán hàng chậm hơn kỳ vọng tại dự án Bồ Xuyên Thái Bình khi công ty chưa ghi nhận doanh số trong 9T.
Mảng điện	4.979	5.041	1%	-4%	(a) Được thúc đẩy bởi mảng điện gió (+43% YoY) nhờ đóng góp mới từ các trang trại điện gió Duyên Hải 1 và Duyên Hải 2 (mỗi dự án 48 MW, lần lượt đi vào hoạt động từ tháng 3 và tháng 12/2026) và Duyên Hải 3 (80 MW, đi vào hoạt động từ tháng 11/2026). (b) Do (1) thời điểm vận hành thương mại (COD) của các trang trại điện gió Duyên Hải 2 và Duyên Hải 3 bị lùi nhẹ lần lượt sang tháng 12 và tháng 11, so với giả định trước đây của chúng tôi là tháng 10/2026, và (2) sản lượng thủy điện thấp hơn trong điều kiện thời tiết El Nino.
Mảng nước và khác	174	174	0%	0%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**2.530**	**2.836**	**12%**	**0%**	**(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS ở tất cả các mảng, ngoại trừ mảng BĐS.** **LNST sau lợi ích CĐTS 9T đạt 2.134 tỷ đồng (+12% YoY), hoàn thành 75% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi.**
M&E	164	304	85,4%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu và khoản hoàn nhập dự phòng 19 tỷ đồng. Dự phòng lũy kế tại thời điểm cuối năm 2025 của mảng này là 580 tỷ đồng.
Cho thuê văn phòng	459	539	17,3%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi tỷ lệ lấp đầy cao hơn tại E-town 6 và các tòa nhà văn phòng khác cùng với giá thuê tốt hơn.
BĐS	54	6	-89,4%	-69%	(a & b) Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo do doanh số bán các sản phẩm còn lại chậm hơn.
Mảng điện	1.412	1.595	13,0%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện gió tăng 59% YoY của chúng tôi (với Duyên Hải 1 - 48 MW đi vào vận hành từ tháng 3/2026), bù đắp cho mức giảm 1% YoY của LNST sau lợi ích CĐTS mảng thủy điện.
Mảng nước	355	389	9,7%	0%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi rằng LNST của VCW tăng 92% YoY (sản lượng tăng 9%, ASP tăng 9%).
Khác	86	2	N.M.	N.M.	(a) Chủ yếu do chi phí lãi vay tăng từ các khoản đầu tư điện gió mới.

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Triển vọng năm 2027: Lợi nhuận tăng trưởng nhờ đà tăng ở hầu hết các mảng

Hình 2: Dự báo năm 2027

Tỷ đồng	Dự báo 2026	Dự báo 2027	YoY	Dự báo 2027 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo cũ
Doanh thu	**11.597**	**14.154**	**22%**	**0%**	**(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu ở tất cả các mảng, ngoại trừ mảng nước.** **(b) Dự báo doanh số mảng điện cao hơn của chúng tôi bù đắp cho mức điều chỉnh giảm ở mảng cho thuê văn phòng.**
M&E	5.000	6.000	20%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng dự báo doanh thu năm 2027 của chúng tôi sẽ được hỗ trợ bởi giá trị backlog vững chắc ở mức 10 nghìn tỷ đồng đối với nhiều dự án hạ tầng (ví dụ: APEC Phú Quốc, An Khánh).
Cho thuê văn phòng	1.358	1.584	17%	-2%	(a) Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy trung bình của E-town 6 sẽ tăng lên 90% trong năm 2027 từ mức 60% trong năm 2026, cùng với sự phục hồi ổn định tại các tòa nhà văn phòng khác lên 97% (từ mức 93% trong năm 2026). (b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo giá thuê.
BĐS	25	100	300%	0%	(a&b) Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đẩy nhanh tiến độ bán các sản phẩm còn lại trong năm 2027.
Mảng điện	5.041	6.297	25%	1%	(a) Được thúc đẩy bởi mảng điện gió (+95% YoY) nhờ đóng góp mới từ Phú Cường 1A-B (mỗi dự án 100 MW, đi vào hoạt động từ quý 4/2027) và tăng tốc triển khai dự án Duyên Hải 2 (48 MW, đi vào hoạt động từ tháng 12/2026) và Duyên Hải 3 (80 MW, đi vào hoạt động từ tháng 11/2026). (b) Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu mảng thủy điện nhờ giá CGM cao hơn.
Mảng nước và khác	174	174	0%	0%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**2.836**	**3.237**	**14%**	**-4%**	**(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng LNST ở tất cả các mảng, ngoại trừ mảng nước.** **(b) Do dự báo lợi nhuận thấp hơn của chúng tôi đối với mảng cho thuê văn phòng và mảng nước, một phần được bù đắp bởi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cao hơn đối với mảng điện.**
M&E	304	379	25%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu nhờ giá trị backlog vững chắc.
Cho thuê văn phòng	539	647	20%	-13%	(a) Được thúc đẩy bởi tỷ lệ lấp đầy cao hơn tại E-town 6 (từ 60% trong năm 2026 lên 90% trong năm 2027) và các tòa nhà văn phòng khác, cùng với giá thuê cao hơn. (b) Chủ yếu do tốc độ tăng giá thuê thấp hơn so với giả định trước đây của chúng tôi.
BĐS	6	23	300%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng tiến độ bán các sản phẩm còn lại sẽ được đẩy nhanh.
Mảng điện	1.595	1.902	19%	2%	(a) Được thúc đẩy bởi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện gió tăng 74% YoY của chúng tôi (nhờ công suất tăng gấp 2,7 lần trong năm 2026 và tăng 1,8 lần YoY trong năm 2027), bù đắp cho mức giảm 6% YoY của LNST sau lợi ích CĐTS mảng thủy điện (sản lượng thủy điện thấp hơn dự kiến sẽ được hỗ trợ một phần bởi nhà máy thủy điện Trà Khúc 2 (30 MW) đi vào hoạt động trong quý 1/2027 và giá CGM cao hơn). (b) Do chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng thủy điện tăng 2% nhờ giá CGM cao hơn.
Mảng nước	389	371	-5%	-17%	(a&b) Chủ yếu do dự báo của chúng tôi rằng LNST của VCW giảm 16% YoY.
Khác	2	-86	N.M.	N.M.	(a) Chủ yếu do chi phí lãi vay tăng từ các khoản đầu tư điện gió mới.

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Tóm tắt dự báo giai đoạn 2026-2030

Chúng tôi dự báo CAGR EPS giai đoạn 2026-2030 đạt 25%, chủ yếu được thúc đẩy bởi:

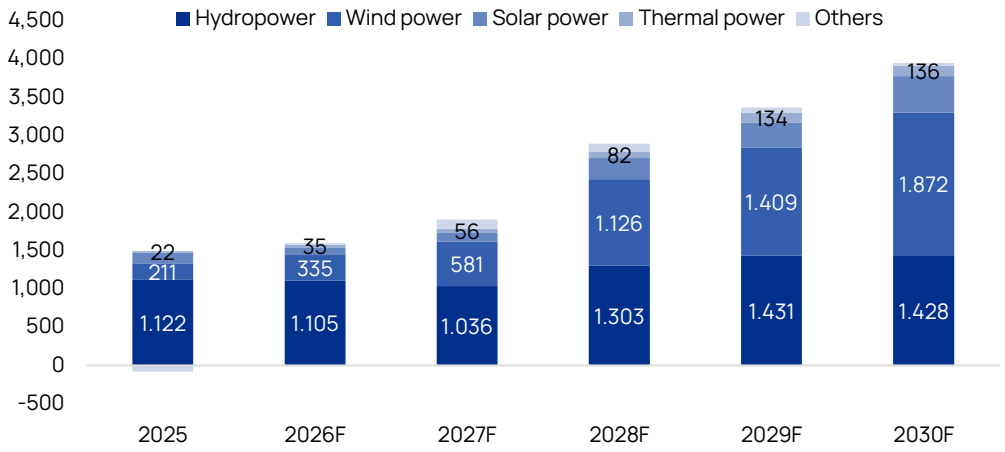
- **Mảng điện, CAGR 25%, chủ yếu nhờ điện gió.**
- **Điện gió, CAGR 54%:** Chúng tôi dự báo REE sẽ đưa vào vận hành lần lượt 176/200/248/250/250 MW công suất điện gió mới trong các năm 2026/2027/2028/2029/2030, nhờ được hỗ trợ bởi: (1) việc phê duyệt khung giá điện gió mới thuận lợi vào tháng 11/2026 và (2) năng lực chuyên môn và triển khai mạnh mẽ của REE trong ngành.
- **Điện mặt trời nổi:** Chúng tôi kỳ vọng REE sẽ bổ sung lần lượt 285/170/170 MW công suất điện mặt trời nổi trong các năm 2028/2029/2030, so với việc không ghi nhận công suất bổ sung trong năm 2025.
- **Thủy điện, CAGR 7%:** Chúng tôi dự báo bổ sung thêm 30 MW từ nhà máy Trà Khúc 2 với thời điểm vận hành thương mại (COD) dự kiến vào năm 2027.
- **Mảng nước, CAGR 3%:** Chúng tôi dự báo đóng góp LNST sau lợi ích CĐTS từ mảng nước sẽ tăng 13% vào năm 2030 so với năm 2026, chủ yếu nhờ hiệu suất sử dụng cải thiện sau khi công suất tăng gấp đôi vào cuối năm 2025. Chúng tôi điều chỉnh giảm 12% dự báo tổng LNST giai đoạn 2026-2030, chủ yếu do tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 của VCW giảm 30% do chi phí khấu hao cao hơn kỳ vọng, trong khi chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với nhu cầu nước gia tăng.
- **Cho thuê văn phòng, CAGR 17%:** Việc đưa E-town 6 (với tỷ lệ lấp đầy tăng dần từ năm 2025) và tòa nhà Phú Hữu Office Tower (Thủ Đức) vào vận hành trong năm 2029 dự kiến giúp LNST sau lợi ích CĐTS mảng cho thuê văn phòng của REE tăng lên 1 nghìn tỷ đồng vào năm 2030, tăng 88% so với năm 2026. Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm 6% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS mảng cho thuê văn phòng giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt là 0%/-13%/-5%/-5%/-5%), chủ yếu phản ánh việc chúng tôi điều chỉnh giảm tốc độ tăng giá thuê trung bình năm 2027 từ 6% xuống 4%, qua đó làm giảm giá thuê trong giai đoạn 2028-2030 tương ứng.
- **Mảng M&E, CAGR 24%**: Được thúc đẩy bởi dự báo CAGR doanh thu đạt 27% của chúng tôi.

Hình 3: Tóm tắt dự báo của Vietcap cho REE giai đoạn 2026-2030

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LNST sau lợi ích CĐTS (mới)	**2.530**	**2.836**	**3.237**	**4.139**	**5.401**	**6.925**
M&E	164	304	379	406	529	715
Cho thuê văn phòng	459	539	647	747	877	1.014
Bất động sản	54	6	23	69	28	0
Điện	1.412	1.595	1.902	2.897	3.365	3.947
Nước	355	389	371	409	433	441
Khác	86	2	-86	-389	168	808
LNST sau lợi ích CĐTS (trước đây)		**2.849**	**3.384**	**4.239**	**5.486**	**7.008**
Thay đổi (%)		0%	-4%	-2%	-2%	-1%

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Hình 4: Tóm tắt dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 của Vietcap đối với mảng điện của REE (tỷ đồng), CAGR đạt 25%

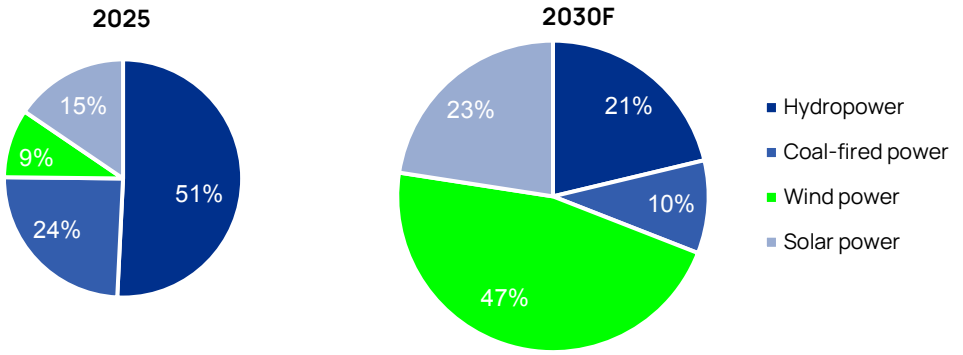


Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Mảng điện đang đi đúng lộ trình nâng gấp ba công suất lên 3.000 MW vào năm 2030, nhờ được dẫn dắt bởi mảng điện gió

Tại ĐHCĐ bất thường tháng 7/2026, REE tái khẳng định kế hoạch **nâng gấp ba tổng công suất điện vào năm 2030.** Ban lãnh đạo cho biết tổng công suất bổ sung khoảng 2.000 MW. Trong danh mục này, REE đang phát triển và nghiên cứu khoảng 1.000 MW điện gió trên bờ, 500 MW điện gió ngoài khơi và khoảng 500 MW điện mặt trời nổi đã điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu (dựa trên 500/200/375 MW tại TBC, VSH, TMP).

Hình 5: Cơ cấu công suất điện của REE; chúng tôi dự báo đạt 2.592 MW vào năm 2030, điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu



Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Duy trì dự báo công suất điện gió tăng 13 lần vào năm 2030 nhờ năng lực triển khai đã được kiểm chứng

Chúng tôi duy trì dự báo tổng công suất điện gió giai đoạn 2026-2030 ở mức 1.100 MW. Chúng tôi duy trì dự báo công suất điện gió bổ sung ở mức 176/200/248/250/250 MW trong các năm 2026/2027/2028/2029/2030, dù sản lượng điện gió năm 2026 thấp hơn một chút do chúng tôi điều chỉnh COD dự kiến của Duyên Hải 2 (48 MW) và Duyên Hải 3 (80 MW), phù hợp với COD của một số dự án theo bản tin nhà đầu tư quý 3 của công ty:

- Dự báo 2026: Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% sản lượng điện gió (-37 triệu kWh), chủ yếu do Duyên Hải 3 - 80 MW đi vào vận hành chậm hơn kỳ vọng vào tháng 11/2026 và Duyên Hải 2 - 48 MW đi vào vận hành vào tháng 12/2026, so với giả định trước đây của chúng tôi là tháng 10/2026.
- Dự báo 2027: Chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng điện gió do duy trì giả định về hiệu suất vận hành của các trang trại điện gió và COD của Phú Cường 1A & 1B trong quý 4/2027.

Danh mục dự án:

- Duyên Hải 1 (48 MW): đã đi vào vận hành từ ngày 16/03/2026, nhìn chung phù hợp với dự báo của chúng tôi.
- Duyên Hải 2 (V1-3 giai đoạn 2, 48 MW): đang triển khai, dự kiến COD trong tháng 12/2026, chậm hơn một chút so với dự báo COD trong tháng 10 trước đây của chúng tôi.
- Duyên Hải 3 (V1-5 & V1-6 giai đoạn 2, 80 MW): dự kiến COD trong tháng 11/2026, chậm hơn một chút so với dự báo COD trong tháng 10 trước đây của chúng tôi.
- Phú Cường 1A & 1B (mỗi dự án 100 MW): dự kiến COD trong quý 4/2027.
- Đối với giai đoạn 2028-2030, chúng tôi giả định REE sẽ phát triển thêm các dự án tiềm năng mới, có thể bao gồm V3-7 (200 MW), V1-4 giai đoạn 2 (48 MW) và V3-5 (96 MW) tại tỉnh Trà Vinh, các dự án mà REE đã đề xuất khảo sát địa điểm vào tháng 10/2025.

- Tại ĐHCĐ bất thường năm 2026, ban lãnh đạo REE cho biết 500 MW điện gió ngoài khơi dự kiến sẽ nhận được chấp thuận đầu tư trong quý 4/2026. Dự án đang được triển khai với chiến dịch đo gió sử dụng công nghệ LiDAR nổi (xem trang 16).

Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ 1% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện gió giai đoạn 2026-2030, chủ yếu phản ánh mức giảm 9% của dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện gió năm 2026 do sản lượng 9T thấp hơn kỳ vọng, trong khi giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2027-2030.

Hình 6: Dự báo của Vietcap đối với lợi nhuận mảng điện gió của REE giai đoạn 2026-2030

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Công suất (MW, điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu)	96	257	457	705	955	1.205
Doanh thu	822	1.175	2.296	4.708	6.202	7.679
LNST	325	442	701	1.253	1.538	2.006
Đóng góp vào LNST-CĐTS của REE (mới)	**211**	**335**	**581**	**1.126**	**1.409**	**1.872**
Đóng góp vào LNST-CĐTS của REE (cũ)		**368**	**581**	**1.126**	**1.408**	**1.872**
Dự báo mới so với dự báo trước đây		-9%	0%	0%	0%	0%

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Giữ nguyên dự báo mở rộng điện mặt trời nổi, dự kiến bắt đầu đóng góp từ năm 2028

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi giữ nguyên dự báo tổng lợi nhuận mảng điện mặt trời giai đoạn 2026-2030 ở mức 1,3 nghìn tỷ đồng (bao gồm điện mặt trời áp mái và điện mặt trời nổi), tương đương khoảng 9% LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện của REE. Điều này phản ánh dự báo của chúng tôi về tổng công suất điện mặt trời đạt 758 MW vào năm 2030 (hoặc 559 MW khi đã điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu).

Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện mặt trời sẽ đạt 101 tỷ đồng (-26% YoY), chủ yếu do không còn khoản hoàn thuế, so với khoảng 56 tỷ đồng được ghi nhận trong năm 2025 sau phán quyết của tòa án.

Hình 7: Dự báo công suất điện mặt trời áp mái và điện mặt trời nổi giai đoạn 2026-2030

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng công suất cuối năm (MW)	133	133	133	418	588	758
Điện mặt trời áp mái	133	133	133	133	133	133
Điện mặt trời nổi	0	0	0	285	455	625
Sản lượng thương phẩm (triệu kWh)	140	157	157	268	491	713
Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS của REE (tỷ đồng)	**137**	**101**	**111**	**277**	**327**	**475**

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Duy trì dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 của VSH

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 11%/8%/1% ASP mảng thủy điện trong các năm 2026/2027/2028 sau khi nâng giả định giá CGM trong báo cáo gần đây của chúng tôi – Báo cáo Cập nhật Ngành điện.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo tổng LNST giai đoạn 2026-2030 của VSH do mức tăng lần lượt 6%/4% trong năm 2027/2028 (nhờ giá CGM cao hơn) bù đắp cho mức giảm 8% trong năm 2026 (do sản lượng thủy điện thấp hơn).

Chúng tôi điều chỉnh tăng 1% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS mảng thủy điện giai đoạn 2026-2030 của REE (với các mức điều chỉnh lần lượt là +1%/+2%/+1%/+0%/+0%). Đối với năm 2026, chúng tôi đã đưa khoản thoái vốn 86 tỷ đồng tại Sử Pán 2 vào LNST sau lợi ích CĐTS mảng thủy điện, qua đó bù đắp cho mức giảm 8% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 của VSH. Đối với giai đoạn 2027-2030, chúng tôi kỳ vọng giá CGM cao hơn sẽ bù đắp cho sản lượng thấp hơn trong điều kiện thời tiết El Nino.

Hình 8: Tóm tắt dự báo đối với mảng thủy điện của VSH

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	2.304	2.207	2.103	2.144	2.294	2.456
LNST	863	875	847	948	1.124	1.245
Đóng góp vào LNST-CĐTS của REE (mới)		460	445	498	591	655
Đóng góp vào LNST-CĐTS của REE (trước đây)		500	422	481	589	656
Dự báo mới/dự báo trước đây		-8%	6%	4%	0%	0%

Nguồn: VSH, REE, Dự báo của Vietcap

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng mảng M&E của REE nhờ giá trị backlog vững chắc

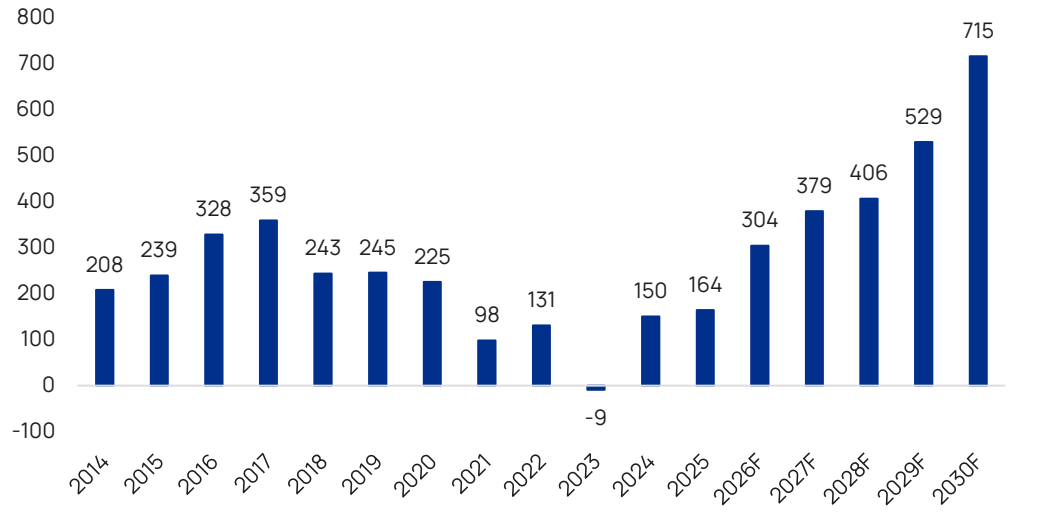
Tại ĐHCĐ năm 2026, REE cho biết mục tiêu doanh thu 1 tỷ USD trong năm 2030 (gấp khoảng 7,4 lần so với năm 2025), được thúc đẩy bởi 1) các dự án sân bay, 2) các dự án trung tâm dữ liệu & bán dẫn, 3) EPC cho điện mặt trời áp mái/điện mặt trời nổi, 4) máy biến áp và truyền tải cho điện gió trên bờ (khoảng 10% vốn đầu tư XDCB điện gió) và 5) các công việc liên quan đến LNG, cùng với mục tiêu giá trị hợp đồng ký mới năm 2026 đạt 6 nghìn tỷ đồng (gấp khoảng 1,7 lần so với năm 2025).

Ngoài ra, ban lãnh đạo cho biết giá trị hợp đồng ký mới đạt mức cao 6 nghìn tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2026 và đặt mục tiêu 7-8 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới trong cả năm 2026, tương ứng mức tăng gấp 2 lần YoY. Chúng tôi ước tính giá trị backlog hiện tại đạt 10 nghìn tỷ đồng, qua đó mang lại tầm nhìn doanh thu vững chắc và hỗ trợ dự báo doanh thu của chúng tôi ở mức lần lượt 5 nghìn tỷ đồng/6 nghìn tỷ đồng trong năm 2026/2027. Động lực tăng trưởng được hỗ trợ bởi các hợp đồng liên quan đến hạ tầng sân bay và các dự án PPP, bao gồm APEC Phú Quốc và An Khánh.

Mảng M&E ghi nhận kết quả tích cực trong 9T 2026 với LNST sau lợi ích CĐTS tăng 85% YoY nhờ 1) một số dự án được bàn giao và 2) khoản hoàn nhập dự phòng phải thu 19 tỷ đồng, trong khi giá trị hợp đồng ký mới trong 9T đạt khoảng 9 nghìn tỷ đồng, tạo nền tảng vững chắc cho mảng này. Biên lợi nhuận ròng mảng M&E cũng cải thiện từ 4,9% trong 9T 2025 lên 6,4% trong 9T 2026.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi giữ nguyên dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 ở mức 2,3 nghìn tỷ đồng (khoảng 10% tổng LNST sau lợi ích CĐTS của REE). Điều này tương ứng với doanh thu mảng M&E năm 2030 đạt 13 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 50% mục tiêu năm 2030 của ban lãnh đạo), tức CAGR đạt 30% trong giai đoạn 2025-2030.

Hình 9: Dự báo của Vietcap đối với LNST sau lợi ích CĐTS mảng M&E của REE (tỷ đồng)



Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Định giá

Giá mục tiêu dựa theo phương pháp tổng của từng phần (SoTP)

Chúng tôi tiếp tục định giá REE bằng phương pháp định giá tổng của từng phần (SoTP). Vui lòng xem chi tiết trong Báo cáo Cập nhật REE - tháng 4/2025.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 2% giá mục tiêu đối với REE, chủ yếu nhờ tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá sang cuối năm 2027, bao gồm (1) mức tăng 4% của định giá mảng điện (với tổng LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện giai đoạn 2026-2030 tăng 1%), (2) mức tăng 9% của định giá mảng cho thuê văn phòng và (3) mức tăng 25% của định giá mảng M&E. Các yếu tố tích cực này bù đắp cho (1) mức giảm 7% của định giá mảng nước (với tổng LNST sau lợi ích CĐTS mảng nước giai đoạn 2026-2030 giảm 12% do đóng góp từ VCW thấp hơn), (2) mức giảm 2% của tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 và (3) nợ ròng tăng do số dư được cập nhật sang cuối năm 2026.

Hình 10: Giả định WACC của Vietcap

Chi phí vốn	Báo cáo trước đây	Điều chỉnh
WACC	12,6%	12,6%

Nguồn: Vietcap

Hình 11: Định giá tổng của từng phần

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị tài sản ròng (NAV) dự phóng	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp	P/E dự phóng 2026 tại giá mục tiêu
Mảng phát điện*				**27.510**	
Danh mục thủy điện (575 MW)	CKDT			14.011	
PPC - nhiệt điện (280 MW)	Hỗn hợp	3.530	21%	732	
Danh mục điện mặt trời (240 MWp)	CKDT	1.039	100%	1.039	
Trang trại điện gió Trà Vinh (48 MW)	CKDT	1.488	100%	1.488	
Trang trại điện gió Thuận Bình (40 MW)	CKDT	1.857	61%	1.126	
Trang trại điện gió Duyên Hải 2 (48 MW)	CKDT	396	100%	396	
Trang trại điện gió Duyên Hải 3 (80 MW)	CKDT	681	100%	681	
Trang trại điện gió Duyên Hải 1 (48 MW)	CKDT	238	70%	166	
Trang trại điện gió Phú Cường 1A & 1B (200 MW)	CKDT	1.572	100%	1.572	
Các dự án điện gió mới (744 MW)	CKDT	5.283	100%	5.283	
Các dự án điện mặt trời nổi mới (735 MWp)	CKDT	1.750	58%	1.014	
Cho thuê văn phòng				**10.388**	
Tòa nhà hiện hữu	Tỷ suất vốn hóa	7.461	100%	7.461	
E-town 6	CKDT	2.253	100%	2.253	
Phú Hữu – Thủ Đức	CKDT	673	100%	673	
M&E	**PER**	**3.155**	**100%**	**3.155**	
LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027		379			
P/E mục tiêu (x)		8,3			
Nước	**PER**	**3.415**	**Hỗn hợp**	**3.415**	
LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027		371			
P/E mục tiêu (x)		9,2			
BĐS **				**257**	
BĐS REE	Giá trị sổ sách	257	100%	257	
Tổng giá trị doanh nghiệp				**44.725**	
Trừ nợ tổng công ty vào cuối năm 2026				-11.023	
Cộng tiền mặt tổng công ty vào cuối năm 2026				9.214	
Tổng giá trị cổ phần				**42.916**	
Chiết khấu công ty đa ngành				10%	
Giá trị cổ phần sau chiết khấu				**38.624**	
Số lượng cổ phiếu (triệu)				623	
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				**61.900**	**13,6x**
Giá thị trường (đồng/cổ phiếu)				45.600	
Tỷ lệ tăng				35,7%	
Lợi suất cổ tức				2,2%	
Tổng mức sinh lời				**37,9%**	

Nguồn: REE, Vietcap (* Công suất trong bảng là công suất phát điện được điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu; ** Chi phí đầu tư của REE theo báo cáo tài chính quý 4/2023, đã điều chỉnh tỷ lệ sở hữu)

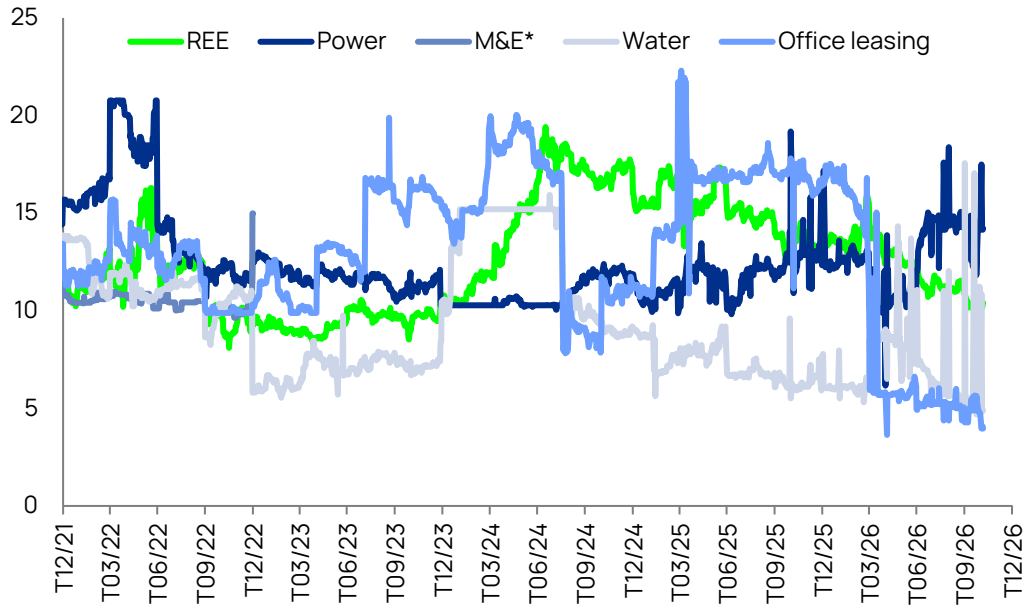
Các công ty cùng ngành

Hình 12: So sánh các công ty cùng ngành

Triệu USD	GTVH	Doanh thu thuần trượt	YoY %	LNST trượt	YoY %	Nợ ròng/ VCSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt (x)	P/B quý gần nhất (x)
ĐIỆN											
MER PM	7.499	9.102	12,1	914	14,3	54,0	6,8	32,1	6,7	8,9	2,6
GPSC TP	4.092	2.469	-8,9	211	37,5	78,6	2,5	6,3	2,8	20,2	1,3
TPWR IN	11.992	7.070	-4,7	424	-5,6	128,6	2,3	10,0	0,7	30,4	2,9
RATCH TB	2.416	1.179	39,9	173	-0,1	24,7	2,4	5,7	3,6	14,7	0,8
2380 HK	4.139	6.809	-7,7	297	-46,7	172,1	0,6	4,2	7,4	13,4	0,5
9507 JP	2.656	5.060	-2,7	266	-45,4	181,4	2,4	8,6	2,6	9,9	0,8
BPP TB		628	-22,8	249	314,2	51,8	9,0	15,1	2,6		
FPH PM	569	2.047	-49,3	341	32,6	29,1	3,4	10,6	2,6	4,4	0,2
KEL PA	554	2.179	18,5	15	85,1	220,0	0,5	2,3		36,6	1,3
Trung vị	**3.374**	**2.469**	**-4,7**	**266**	**14,3**	**78,6**	**2,4**	**8,6**	**2,7**	**14,0**	**1,1**
ĐIỆN TÁI TẠO											
NHPC	8.429	1.316	11,9	426	25,3	100,5	3,4	9,3	2,0	28,7x	1,9x
ACEN Corp	1.657	660	17,8	117	80,6	98,6	1,9	4,6		20,2x	0,7x
Super Energy Corp	89	235	-11,1	46	60,51	175,0	2,1	7,47		2,0x	0,2x
Zhejiang Provincial New Energy	2.462	875,51	-3,62	44	-43,4	156,9	0,5	2,9		54,2x	1,27
Zhongmin Energy	1.427	296	-7,1	89	-7,3	33,2	4,6	8,7	0,6	15,7x	1,31
GEPIC Energy	3.152	1.325	4,3	276	3,1	79,1	4,8	12,5	3,5	11,09	1,34
Xinjiang Lixin Energy	1.129	183	26,1	28	257,9	207,9	1,0	6,1	0,4	38,89	2,31
Guizhou Qianyuan Power	1.188	433	13,1	75	15,7	78,3	3,4	11,5	2,6		
Trung vị	**1.542**	**547**	**8,1**	**82**	**20,5**	**99,6**	**2,8**	**8,1**	**2,0**	**20,2x**	**1,3x**
CHO THUÊ VĂN PHÒNG											
600007 CH	3.272	529	-3,7	179	3,8	-31,8	10,8	12,9	5,0	17,7	2,3
RLC PM	1.205	865	14,2	234	7,5	17,5	5,1	7,9	6,3	5,6	0,4
034810 KS	132	1.660	9,0	-39	-548,0	50,7	-2,1	-7,5	4,5		0,2
CMC TB	12	42	-20,1	3		179,9	1,6	5,3		4,0	0,2
AKH IN	5	8,5	865,8	3	817,5	-22,8	23,3	26,6		1,8	0,4
Trung vị	**132**	**529**	**9,0**	**3**	**5,7**	**17,5**	**5,1**	**7,9**	**5,0**	**4,8**	**0,4**
M&E											
SRF VN	9	58	36,9	1	531,1	114,9	1,7	8,7	7,0	7,0	0,6
MCG VN	4	2	1,8	0	-101,8	247,0	-0,6	-8,5			1,3
DHP VN	4	9	3,7	0	-4,6	-4,6	6,0	7,0	9,1	8,5	0,6
KSD VN	2	1	-46,4	0		-17,7	1,1	1,3		39,2	0,5
Trung vị	**4**	**5**	**2,8**	**0**	**-4,6**	**55,1**	**1,4**	**4,2**	**8,1**	**8,5**	**0,6**
NƯỚC											
MWC PM	1.267	715	10,4	289	52,3	142,2	6,3	19,8	6,6	5,0	1,2
EASTW TB	205	113	-1,7	4	1.336,2	125,9	0,4	1,1	0,2	56,0	0,6
WHAUP TB	759	115	25,6	46	118,0	93,9	4,7	11,1	3,4	17,1	1,9
TWK MK	114	121	3,1	20	23,0	13,3	5,0	11,9	7,6	5,7	0,7
3768 HK	37	199	-8,9	16	-55,7	93,8	0,8	2,0		2,3	0,0
RAHH MK	1.012	609,4	14,9	48,1	266,9	12,4	1,8	8,1		21,0	4,0
6136 HK	178	332	0,4	46	98,9	137,9	1,7	5,2	0,8	3,6	0,2
6839 HK	12	325	-16,2	-234	12,6	225,6	-3,8				
PBAH MK	158	144	9,7	34	5,8	-1,5	6,7	11,6	2,6	4,7	0,5
Trung vị	**178**	**199**	**3,1**	**34**	**52,3**	**93,9**	**1,8**	**9,6**	**3,0**	**5,3**	**0,6**
Trung vị của tất cả các ngành *	**380**	**529**	**1,8**	**46**	**14,3**	**78,6**	**2,4**	**8,0**	**3,6**	**8,9**	**0,6**
REE VN	**1.086**	**421**	**16,6**	**105**	**6,4**	**12,5**	**6,7**	**12,9**	**1,9**	**10,2**	**1,2**

Nguồn: Các công ty niêm yết, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 05/11/2026) (* Không bao gồm các công ty điện tái tạo do hiện tại chúng tôi đang sử dụng các công ty holding về ngành điện để so sánh)

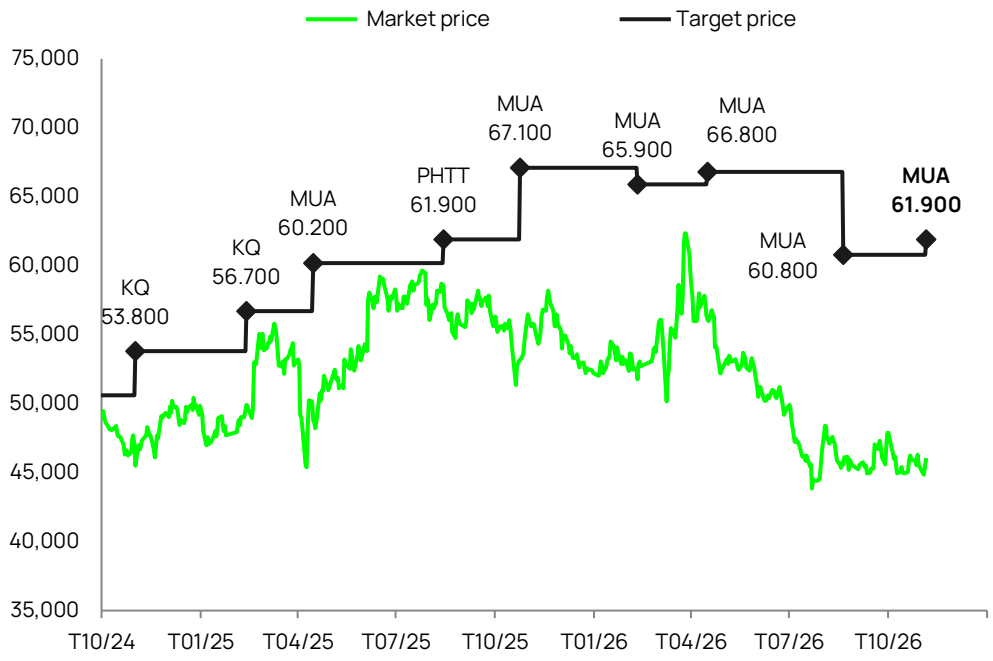
Hình 13: Diễn biến P/E của REE so với các công ty cùng ngành (x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (* Dữ liệu không có sẵn từ đầu năm 2023; Dữ liệu tính đến ngày 05/11/2026)

Diễn biến khuyến nghị

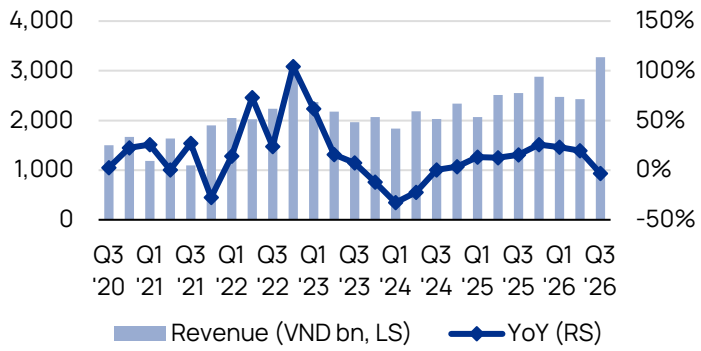
Hình 14: Diễn biến khuyến nghị giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh theo các đợt chia cổ tức tiền mặt và cổ tức cổ phiếu)

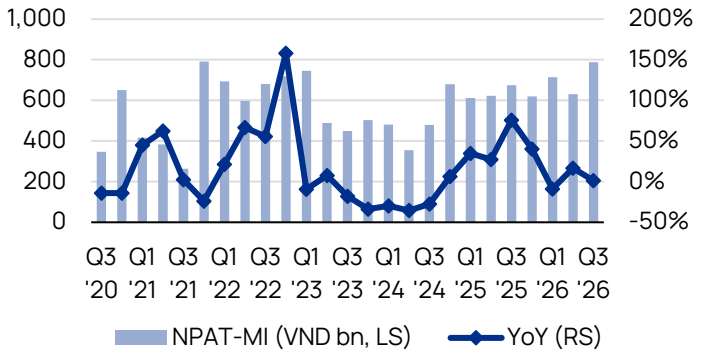
KQKD hàng quý

Hình 15: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



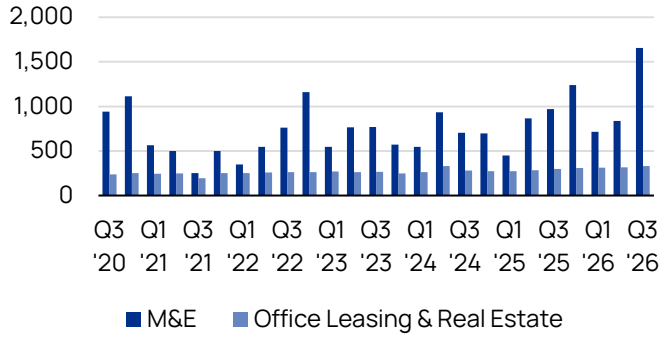
Nguồn: REE, Vietcap

Hình 16: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý (tỷ đồng)



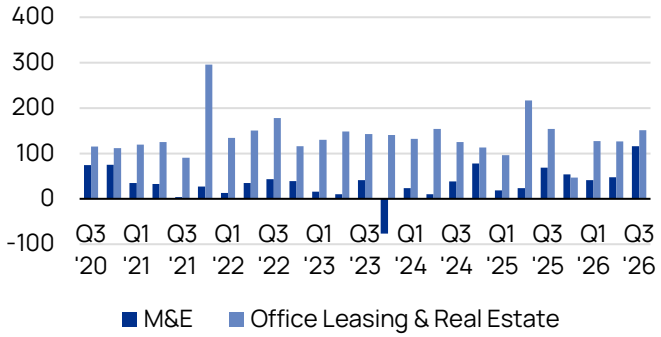
Nguồn: REE, Vietcap

Hình 17: Doanh thu mảng M&E, cho thuê văn phòng và BĐS (tỷ đồng)



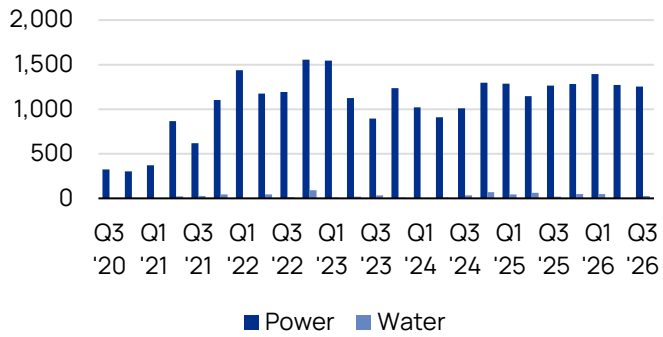
Nguồn: REE, Vietcap

Hình 18: LNST sau lợi ích CĐTS mảng M&E, cho thuê văn phòng và BĐS (tỷ đồng) (*)



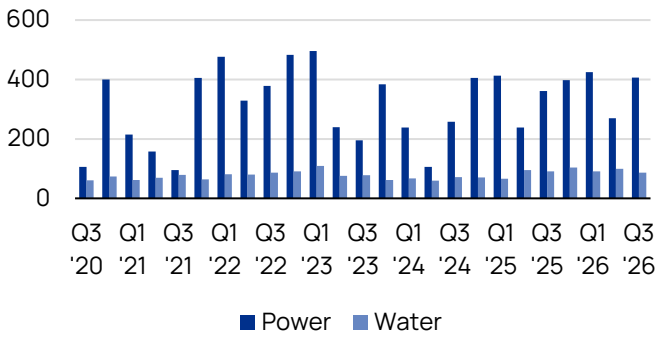
Nguồn: REE, Vietcap (*LNST sau lợi ích CĐTS mảng cho thuê văn phòng tăng mạnh trong quý 4/2021 là do khoản lãi bất thường 198 tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi công ty con BĐS VIID trong đó REE sở hữu 51% cổ phần)

Hình 19: Doanh thu mảng điện & nước (tỷ đồng)



Nguồn: REE, Vietcap

Hình 20: LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện & nước (tỷ đồng)



Nguồn: REE, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	**10.012**	**11.597**	**14.154**	**19.800**
Giá vốn hàng bán	-6.236	-7.626	-9.225	-12.598
Lợi nhuận gộp	**3.775**	**3.971**	**4.929**	**7.202**
Chi phí bán hàng	-120	-174	-153	-214
Chi phí quản lí DN	-655	-546	-814	-1.416
LN thuần HĐKD	**3.001**	**3.252**	**3.963**	**5.572**
Doanh thu tài chính	447	589	642	745
Chi phí tài chính	-741	-777	-1.094	-1.902
Trong đó, chi phí lãi vay	-688	-743	-1.060	-1.902
Lợi nhuận từ công ty LDLK	840	826	814	1.024
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-27	5	5	5
LNTT	**3.520**	**3.895**	**4.329**	**5.444**
Thuế TNDN	-369	-457	-486	-484
LNST trước CĐTS	**3.151**	**3.438**	**3.843**	**4.960**
Lợi ích CĐ thiểu số	-621	-602	-606	-821
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	**2.530**	**2.836**	**3.237**	**4.139**
LN ròng sau CĐTS, cốt lõi (1)	**2.545**	**2.784**	**3.271**	**4.139**
EBITDA	4.385	4.656	5.895	8.827
EPS báo cáo, VND	4.058	4.549	5.192	6.639
EPS cốt lõi (1), VND	4.067	4.449	5.228	6.615
EPS pha loãng, VND	4.058	4.549	5.192	6.639
DPS, VND	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS/EPS báo cáo (%)	25%	22%	19%	15%
(1) Điều chỉnh cho lãi/lỗ bất thường				

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	19,4%	15,8%	22,0%	39,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	23,6%	8,4%	21,9%	40,6%
Tăng trưởng EPS, cốt lõi	30,7%	9,4%	17,5%	26,5%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	26,9%	12,1%	14,2%	27,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	37,7%	34,2%	34,8%	36,4%
Biên LN từ HĐ %	30,0%	28,0%	28,0%	28,1%
Biên EBITDA	43,8%	40,1%	41,6%	44,6%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	25,3%	24,5%	22,9%	20,9%
ROE	12,7%	12,9%	13,2%	15,0%
ROA	6,6%	6,6%	6,0%	6,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	82	81	80	74
Số ngày phải thu	133	138	129	115
Số ngày phải trả	122	109	91	87
TG luân chuyển tiền	93	111	118	102
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,7	3,5	3,6	2,6
CS thanh toán nhanh	2,4	3,1	3,2	2,2
CS thanh toán tiền mặt	0,6	1,3	1,5	0,9
Nợ/Tài sản	27,1%	32,0%	43,3%	46,9%
Nợ/Vốn sử dụng	30,4%	35,1%	46,7%	50,5%
Nợ ròng/Vốn CSH	12,7%	14,2%	43,4%	66,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,4	4,4	3,7	2,9

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	3.046	6.304	8.858	7.882
Đầu tư TC ngắn hạn	4.652	4.652	4.652	4.652
Các khoản phải thu	4.192	4.607	5.429	7.052
Hàng tồn kho	1.524	1.880	2.148	2.934
TS ngắn hạn khác	289	289	289	289
Tổng TS ngắn hạn	**13.702**	**17.732**	**21.376**	**22.808**
TS dài hạn (gộp)	30.250	33.713	47.233	64.069
- Khấu hao lũy kế	-11.209	-12.614	-14.546	-17.801
TS dài hạn (ròng)	19.041	21.100	32.688	46.268
Đầu tư TC dài hạn	6.312	6.560	6.804	7.111
TS dài hạn khác	1.021	1.021	1.021	1.021
Tổng TS dài hạn	**26.373**	**28.680**	**40.512**	**54.400**
Tổng Tài sản	**40.075**	**46.412**	**61.888**	**77.209**
Phải trả ngắn hạn	2.446	2.089	2.527	3.452
Nợ ngắn hạn	1.473	1.723	2.200	4.177
Nợ ngắn hạn khác	1.229	1.229	1.229	1.229
Tổng nợ ngắn hạn	**5.147**	**5.041**	**5.956**	**8.858**
Nợ dài hạn	9.380	13.124	24.587	32.040
Nợ dài hạn khác	751	751	751	751
Tổng nợ	**15.278**	**18.916**	**31.294**	**41.649**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	5.417	6.234	6.234	6.234
Thặng dư vốn CP	1.013	1.013	1.013	1.013
Lợi nhuận giữ lại	14.103	15.503	18.117	21.632
Vốn khác	413	413	413	413
Lợi ích CĐTS	3.850	4.332	4.817	6.267
Vốn chủ sở hữu	**24.796**	**27.495**	**30.594**	**35.559**
Tổng cộng nguồn vốn	**40.075**	**46.412**	**61.888**	**77.209**
CP lưu hành cuối năm (tr)	623	623	623	623
CP quỹ cuối năm (tr) (pha loãng)	623	623	623	623

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	**5.636**	**3.046**	**6.304**	**8.858**
Lợi nhuận sau thuế	2.530	2.836	3.237	4.139
Khấu hao	1.385	1.405	1.932	3.255
Thay đổi vốn lưu động	-555	-1.129	-652	-1.485
Điều chỉnh khác (2)	-648	-224	-208	-203
Tiền từ hoạt động KD	**2.711**	**2.887**	**4.309**	**5.706**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.895	-3.463	-13.520	-16.836
Đầu tư, ròng (3)	-2.660	578	570	717
Tiền từ HĐ đầu tư	**-4.556**	**-2.885**	**-12.950**	**-16.119**
Cổ tức đã trả	-964	-623	-623	-623
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	218	250	477	1.978
Tăng (giảm) nợ dài hạn	237	3.745	11.463	7.453
Tiền từ các HĐ TC khác	-237	-115	-121	629
Tiền từ hoạt động TC	**-746**	**3.256**	**11.195**	**9.437**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**-2.590**	**3.258**	**2.554**	**-976**
Tiền cuối năm	**3.046**	**6.304**	**8.858**	**7.882**
(2) Trừ thu nhập từ các công ty LDLK				

Nguồn: REE, Dự báo của Vietcap

Phụ lục:

Phụ lục 1: Dự án điện gió ngoài khơi mang lại tiềm năng điều chỉnh tăng đáng kể cho dự báo của chúng tôi

REE đã trình Chính phủ đề xuất phát triển 10 GW điện gió ngoài khơi tại khu vực phía Nam đến năm 2040, với vốn đầu tư XDCB dự kiến ở mức 35-40 tỷ USD (REE góp khoảng 51% vốn, phần còn lại từ các đối tác). Kế hoạch được chia thành 3 giai đoạn: Giai đoạn 1 (2032) 2 GW, Giai đoạn 2 (2035) 3 GW và Giai đoạn 3 (2036-2040) 5 GW.

REE thúc đẩy dự án điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 với việc khởi động thành công chiến dịch đo gió ngoài khơi sử dụng công nghệ LiDAR nổi.

Nam Bộ 3 là dự án điện gió ngoài khơi công suất 500 MW do liên danh giữa REE và Tập đoàn Trường Thành Việt Nam (TTVN) phát triển và hiện đang ở giai đoạn phát triển ban đầu. REE đặt mục tiêu đầu tư khoảng 500 MW điện gió ngoài khơi vào cuối năm 2026, theo chia sẻ của ban lãnh đạo tại ĐHCĐ bất thường vào tháng 7/2026. REE đặt mục tiêu COD vào năm 2030. Dự án điện gió ngoài khơi 500 MW này cũng là dự án ngoài khơi tiên phong tại Việt Nam. Theo ban lãnh đạo, đây là cơ hội điện gió ngoài khơi có tiến độ triển khai tốt nhất trong nước.

Vào tháng 11/2025, REE đã được cấp 7.091 ha diện tích khu vực biển để thực hiện các hoạt động đo đạc, khảo sát địa chất và thủy văn, và hiện đã lựa chọn AKROCEAN - đơn vị chuyên về quan trắc ngoài khơi của Pháp – cùng với đối tác trong nước là CTCP Phúc Anh để triển khai chiến dịch đo đạc tiềm năng gió và điều kiện khí tượng hải văn từ quý 3/2026. Sau hơn 3 tháng chuẩn bị, AKROCEAN đã triển khai thành công hệ thống LiDAR nổi tại khu vực dự án Nam Bộ 3 vào ngày 16/09/2026, đánh dấu việc khởi động chiến dịch đo đạc ngoài khơi. Hệ thống sẽ thu thập dữ liệu về gió và khí tượng hải văn, qua đó cung cấp các dữ liệu đầu vào quan trọng cho việc đánh giá tiềm năng gió, ước tính sản lượng điện và giảm thiểu các yếu tố không chắc chắn trong các quyết định kỹ thuật và đầu tư tiếp theo.

Chúng tôi hiện chưa đưa dự án Nam Bộ 3 vào mô hình định giá, trong khi còn chờ đợi thêm tiến triển về chấp thuận đầu tư và công bố thông tin tài chính.

Khung pháp lý cho điện gió ngoài khơi đang tiến triển thuận lợi

Tháng 3/2025: Nghị định 58/NĐ-CP - hướng dẫn Luật Điện lực về năng lượng tái tạo quy định Qc ở mức 80% đối với sản lượng điện gió ngoài khơi. Việc thảo luận về khả năng nâng Qc lên 90% đang được tiến hành.

Tháng 6/2025: Quyết định 1824/QĐ-BCT: Phê duyệt giá điện gió ngoài khơi ở mức 3.641 đồng/kWh (khoảng 14,2 US cent/kWh), cao hơn giá điện LNG năm 2025 (3.327 đồng/kWh).

Tháng 8/2026: Luật Dầu khí 2026 mở rộng khung pháp lý sang chuỗi giá trị năng lượng ngoài khơi.

Luật Dầu khí 2026 mở rộng phạm vi của Luật Dầu khí trước đây vượt ra ngoài các hoạt động dầu khí truyền thống nhằm bao gồm chuỗi giá trị dầu khí, các dịch vụ dầu khí công nghệ cao và năng lượng ngoài khơi gắn với hoạt động dầu khí.

Các nhà hoạch định chính sách nhấn mạnh rằng các dự án dầu khí và các dự án điện gió ngoài khơi có nhiều điểm tương đồng, bao gồm khảo sát ngoài khơi, xây dựng, vận hành và các yêu cầu về an ninh quốc gia. Do đó, việc mở rộng khung pháp lý dầu khí sang năng lượng ngoài khơi có thể giúp Việt Nam tận dụng năng lực chuyên môn dầu khí hiện có, hạ tầng ngoài khơi và dữ liệu địa chất/hải văn cho việc phát triển điện gió ngoài khơi.

Phụ lục 2: Giá điện tái tạo năm 2026 cao hơn

Bộ Công Thương đã phê duyệt khung giá năm 2026 cho các dự án điện mặt trời và điện gió (Quyết định 2946/QĐ-BCT và 2945/QĐ-BCT, ngày 05/11/2026). Khung giá có hiệu lực kể từ ngày ban hành và toàn bộ mức giá trần năm 2026 được phê duyệt đều cao hơn mức năm 2025. Đáng chú ý, giá điện gió trên bờ cũng tăng 9% YoY, tích cực hơn kỳ vọng do trước đó thị trường lưu hành dự thảo với mức giá điện gió trên bờ giảm. Các mức giá được phê duyệt cũng cao hơn mức đề xuất trong các dự thảo trước đó.

- **Điện mặt trời:** Mức tăng cao nhất. Trung bình, giá trần điện mặt trời mặt đất và điện mặt trời nổi cao hơn khoảng 14% so với năm 2025. Đối với dự án có hệ thống lưu trữ năng lượng bằng pin (BESS), giá trần cao hơn khoảng 14% đối với điện mặt trời mặt đất và khoảng 12% đối với điện mặt trời nổi.
- **Điện gió:** Giá trần điện gió trên bờ trung bình cao hơn khoảng 9% so với năm 2025 (1.894–2.188 đồng/kWh tùy khu vực).
- **Điện gió gần bờ** được ấn định ở mức 2.127 đồng/kWh tại tất cả các khu vực, cao hơn khoảng 7% so với năm 2025.

Đây là diễn biến tích cực đối với các doanh nghiệp phát triển năng lượng tái tạo, đặc biệt là REE, nhờ danh mục điện mặt trời và điện gió của công ty. Mức giá trần cao hơn sẽ hỗ trợ IRR dự án và giúp thúc đẩy các khoản đầu tư mới. REE sẽ có các dự án Duyên Hải 2 (48 MW) và Duyên Hải 3 (80 MW), với ngày vận hành thương mại lần lượt vào tháng 12 và tháng 11/2026.

2026	Miền Bắc			Miền Trung			Miền Nam			Trung bình 2026 so với 2025			
	Thấp nhất	Cao nhất	Trung bình	Thấp nhất	Cao nhất	Trung bình	Thấp nhất	Cao nhất	Trung bình	Miền Bắc	Miền Trung	Miền Nam	Trung bình
Giá điện mặt trời mặt đất			1.591			1.293			1.104	15%	17%	9%	14%
Giá điện mặt trời nổi			1.940			1.561			1.340	15%	17%	9%	14%
Giá điện mặt trời mặt đất (có BESS)			1.813			1.470			1.255	15%	17%	9%	14%
Giá điện mặt trời nổi (có BESS)			2.120			1.703			1.461	13%	15%	7%	12%
Điện gió trên bờ			2.188			1.894			2.035	12%	5%	11%	9%
Điện gió gần bờ			2.127			2.127			2.127	7%	7%	7%	7%

Nguồn: Bộ Công Thương

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Chúng tôi, Nguyễn Thị Thùy Dương và Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco
Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ
Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi
Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình
SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng
Bùi Nguyên Cẩm Giang
Trưởng phòng cao cấp, ext 125
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268
- Phạm Nguyên Hoàng Anh, Chuyên viên, ext 139

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản
Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Thân Như Đoan Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn