

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

Dự địa tăng trưởng đến từ mở rộng công suất

15/09/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Doanh thu và lợi nhuận cải thiện trong 2Q/25, lần lượt tăng 15% YoY và 83% YoY

Doanh thu Quý 2/2025 đạt 2,516 tỷ VND (15% YoY /21.4% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 739 tỷ VND (83% YoY /-9.5% QoQ), với đóng góp chính đến từ mảng năng lượng. Doanh thu mảng năng lượng ghi nhận kết quả tích cực, đạt 939 tỷ VND (32% YoY /-15% QoQ), trong đó thủy điện và điện gió đóng vai trò trụ cột tăng trưởng với doanh thu 725/140 tỷ VND (39%/25 YoY).

Tổng sản lượng điện tăng nhẹ nhờ thủy điện và điện gió cải thiện công suất

Trong Q2/2025, sản lượng điện của công ty mẹ, công ty con và công ty liên kết đạt 2.7 tỷ kWh (6% YoY). Trong mảng năng lượng tái tạo, sản lượng tốt hơn của điện gió Thuận Bình góp phần bù đắp sản lượng giảm của điện mặt trời và đóng góp vào mức tăng trưởng 12% sản lượng của mảng điện tái tạo, đạt 214 triệu kWh.

Mảng điện tái tạo: Kỳ vọng trúng thầu 2 dự án điện gió V1-5 và V1-6 tạo động lực tăng trưởng

REE đã được công bố là nhà đầu tư duy nhất đáp ứng được các yêu cầu cho 3 dự án nhà máy điện gió V1-3 Giai đoạn 2, V1-5 và V1-6 giai đoạn 2. Dự kiến vận hành từ 2H/2027, dự án đóng góp doanh thu và sản lượng hằng năm sẽ đạt 802 tỷ VND/404 triệu kWh, tương đương 150% doanh thu và sản lượng hiện tại của mảng điện gió.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 68,800 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 68,800 VND/cổ phiếu, cao hơn 3% so với giá tại ngày 12/09/2025.

TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND 68,800
Tăng/giảm (%)	3%
Giá hiện tại (12/09/2025)	VND 66,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 73,400
Vốn hóa thị trường	36.7/1.4
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	38.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	69.9/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.4%)

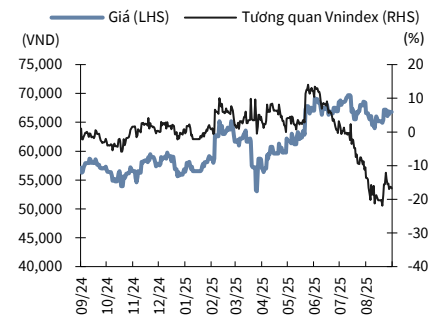
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.3	8.3	8.3	16.9
Tương đối	-27.0	-17.4	-17.4	-16.3

Dự phóng KQKD & định giá

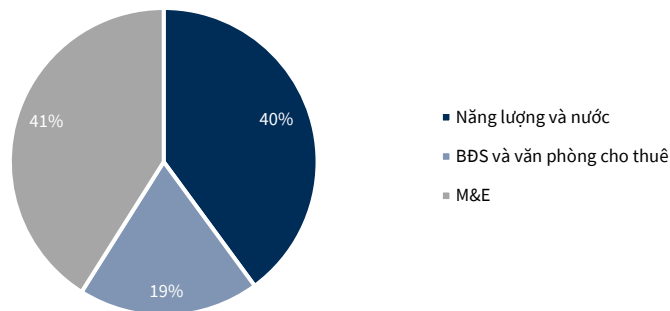
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	8,570	8,384	9,682	10,538
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,954	2,429	2,922	3,200
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,188	1,994	2,424	2,594
EPS (VND)	5,354	4,234	4,785	4,785
Tăng trưởng EPS (%)	-29.3	-20.9	7.0	0.0
P/E (x)	12.9	16.3	14.4	14.4
P/B (x)	1.6	1.7	1.8	1.6
ROE (%)	13.4	10.7	11.9	11.6
Tỷ suất cổ tức (%)	1.2	1.3	1.1	1.3

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2024



Hoạt động kinh doanh

REE có ba lĩnh vực hoạt động chính: điện (1.050 MW và chiếm gần 50% doanh thu), cơ điện lạnh (M&E) và cho thuê văn phòng. REE cũng có các công ty con trong mảng nước và bất động sản. Hiện tại, REE đang sở hữu 182.000 m2 diện tích văn phòng cho thuê.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Chú thích

2 dự án điện gió (128MW) sẽ cải thiện đáng kể KQKD, với doanh thu và sản lượng đóng góp hằng năm từ 2027 đạt 802 tỷ VND/404 triệu kWh (+150% doanh thu và sản lượng điện gió hiện tại)

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Nguồn việc đào tạo từ dự án sân bay Long Thành và các dự án BDS giúp doanh thu đạt 3,515/3.936 tỷ VND (+39%/12% YoY) giai đoạn 2025-2026.

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Doanh thu bổ sung từ dự án E.Town 6 giúp mảng văn phòng đạt 1,306/1,442 tỷ VND (+22%/10% YoY)

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

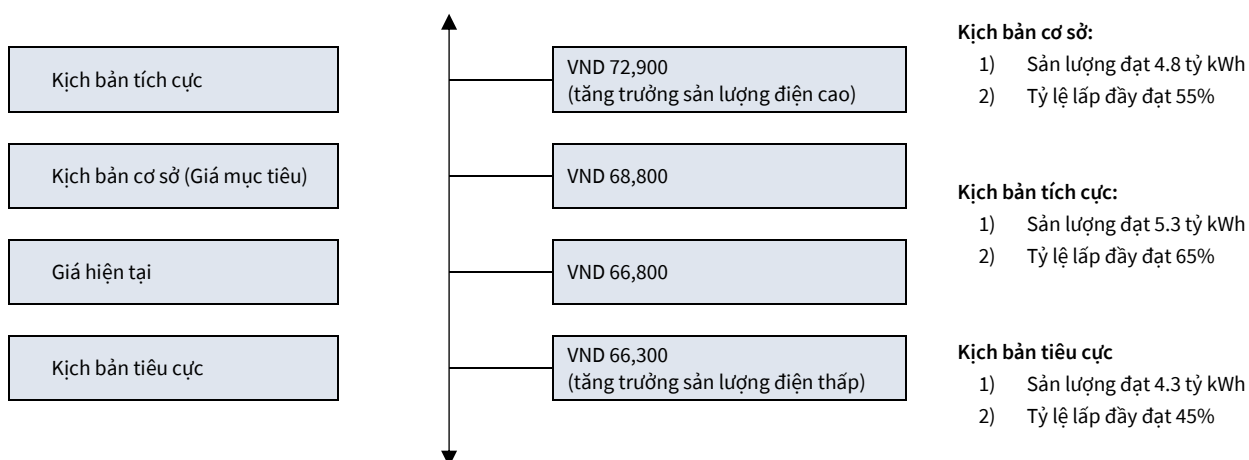
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	9,689	10,576	1%	3%	9,946	10,410	3%	-1%
EBIT	2,926	3,226	3%	8%	3,528	3,721	21%	16%
LNST công ty mẹ	2,426	2,612	1%	0%	2,587	2,742	7%	6%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu và lợi nhuận cải thiện trong 2Q/25, lần lượt tăng 15% YoY và 83% YoY

Doanh thu Quý 2/2025 đạt 2,516 tỷ VND (15% YoY/21.4% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 739 tỷ VND (83% YoY/-9.5% QoQ), với đóng góp chính đến từ mảng năng lượng. Doanh thu mảng năng lượng ghi nhận kết quả tích cực, đạt 939 tỷ VND (32% YoY/-15% QoQ), trong đó thủy điện và điện gió đóng vai trò trụ cột tăng trưởng với doanh thu 725/140 tỷ VND (39%/25% YoY). Ngược lại, kết quả của điện mặt trời diễn biến trái chiều giảm 5% YoY, đạt 74 tỷ VND. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2025, doanh thu và LNST REE đạt lần lượt 4,589/1,556 tỷ VND, hoàn thành lần lượt 45%/64% kế hoạch năm.

Tổng sản lượng điện tăng nhẹ nhờ thủy điện và điện gió cải thiện công suất

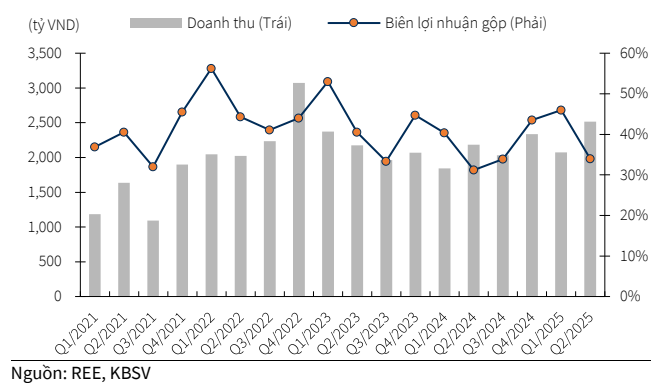
Trong Q2/2025, sản lượng điện của công ty mẹ, công ty con và công ty liên kết đạt 2.7 tỷ kWh (6% YoY). Thủy điện tăng đáng kể sản lượng nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi hơn so với cùng kỳ năm trước tại miền Bắc và miền Trung đã giúp nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh tăng 37% sản lượng và nhà máy thủy điện Miền Trung tăng 138% so với cùng kỳ. Trong mảng năng lượng tái tạo, sản lượng tốt hơn của điện gió Thuận Bình góp phần bù đắp suy giảm sản lượng của điện mặt trời và góp phần vào mức tăng 12% sản lượng của mảng điện tái tạo, đạt 214 triệu kWh.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

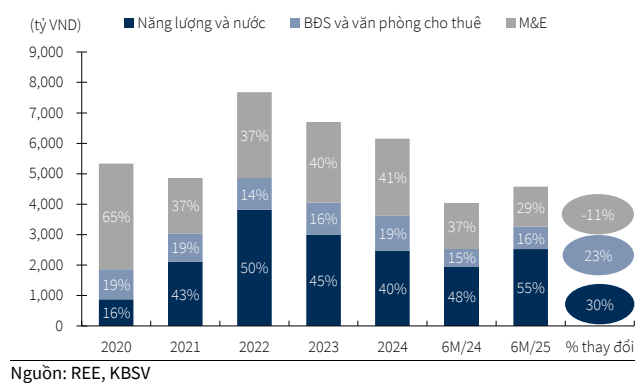
(tỷ VND)	Q2/2024	Q2/2025	+/-%YoY	6M/2024	6M/2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,183	2,516	15%	4,025	4,589	14%	
Năng lượng	711	939	32%	1,569	2,046	30%	
Thủy điện	521	725	39%	995	1,469	48%	
Điện gió	112	140	25%	426	436	2%	
Điện mặt trời	78	74	-5%	148	141	-5%	
M&E	933	865	-7%	1,481	1,314	-11%	Giá trị ký mới trong 6M/2025 năm đạt 1,853 tỷ VND (-41% YoY) do dự án sân bay Long Thành vẫn trong quá trình thi công nên chưa ghi nhận doanh thu. Đáng chú ý, tiến độ thu hồi công nợ cải thiện, giúp LNST tăng 93% YoY.
Cho thuê văn phòng	263	283	8%	526	555	6%	
BĐS	68	159	134%	68	174	156%	Doanh thu chủ yếu đến từ chuyển nhượng thành phần 2 dự án The Light Square cho Hadico 6 với giá trị là 159 tỷ VND.
Nước	7	61	771%	11	106	864%	Ghi nhận doanh thu tăng mạnh nhờ hoàn thành tại các dự án đã ký của TNHH TK Cộng. LNST đạt 161 tỷ VND, tăng 28% YoY nhờ sản lượng nước Sông Đà xử lý tăng 10% và điều chỉnh tăng giá bán nước sạch.
Lợi nhuận gộp	680	853	25%	1,421	1,803	27%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	31.1%	33.9%	2.8 ppts	35.3%	39.3%	4.0 ppts	
Thu nhập tài chính	89	119	34%	159	229	44%	
Chi phí tài chính	-201	-200	0%	-424	-391	-8%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	113	223	97%	234	363	55%	Nhờ sản lượng tốt hơn của các công ty liên kết là thủy điện
SG&A	-209	-166	-21%	-324	-279	-14%	Nhờ chi phí dự phòng phải thu khó đòi giảm 33 tỷ VND trong 6 tháng đầu năm.
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	470	828	76%	1,065	1,725	62%	
Thu nhập khác	3	-6	-300%	7	-5	-171%	
Lợi nhuận trước thuế	474	829	75%	1,073	1,727	61%	
Lợi nhuận sau thuế	403	739	83%	952	1,556	63%	
LNST công ty mẹ	354	623	76%	834	1,234	48%	
<i>Biên LNST</i>	18.5%	29.4%	10.9 ppts	23.7%	33.9%	10.2 ppts	
Sản lượng							
Mảng điện	2,586	2,748	6%	5,036	5,050	0%	
Nhiệt điện	1,446	1,117	-23%	2,720	1,972	-28%	
Thủy điện	1,009	1,492	48%	1,963	2,730	39%	
Điện mặt trời	80	77	-4%	158	152	-4%	
Điện gió	51	62	22%	195	196	1%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh REE, 2021-2025



Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của REE, 2020-2025



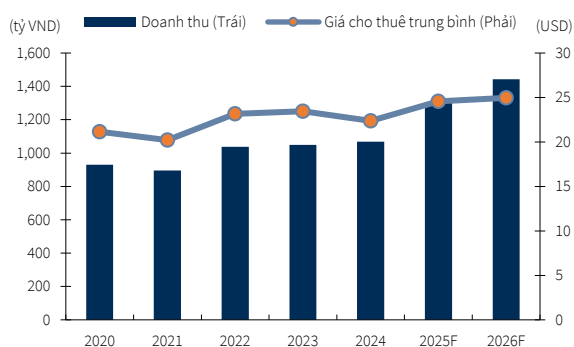
Mảng cho thuê văn phòng: Tỷ lệ lấp đầy giảm 1.7 ppts do tình hình cạnh tranh diễn ra gay gắt

Trong quý 2, tỷ lệ lấp đầy cuối kỳ của các tòa nhà văn phòng (không bao gồm E.Town 6) giảm 1.7 ppts so với cùng kỳ, phản ánh mức độ cạnh tranh thị trường văn phòng đang diễn gay gắt đến từ: i) Nguồn cung các tòa nhà hạng A với tiện ích được nâng tầm, ii) Nguồn cung văn phòng hạng B mới đi vào hoạt động kể đến như 2 tòa nhà Yteco Tower và Halo Signature Building vận hành từ Q2/25, khiến tỷ lệ trống phân khúc tăng 2.7 ppts. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tỷ lệ lấp đầy của E.Town 6 trong 2025/2026 còn 55%/80% (thấp hơn 30/15 ppts so với dự báo trước) do chưa nhận thấy được dấu hiệu hồi phục rõ rệt của nhu cầu thị trường cho thuê văn phòng tại Hồ Chí Minh. Doanh thu mảng mảng cho thuê văn phòng trong 2025/2026 lần lượt điều chỉnh giảm còn 1,306/1,442 tỷ VND (thấp hơn 138/15 tỷ VND so với dự phóng trước), tăng trưởng lần lượt 22%/10% YoY.

Mảng BĐS cao cấp: Tiến độ bàn giao dự án The Light Square đi lùi so với kế hoạch

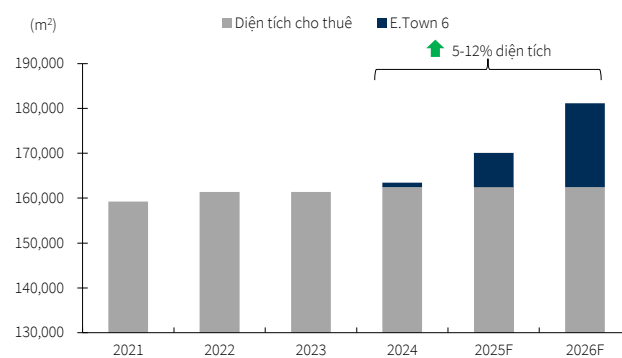
Ngoài ghi nhận giá trị chuyển giao từ giai đoạn 2 của dự án The Light Square (ước tính giá trị 159 tỷ VND), REE không có ghi nhận căn hộ mới nào bàn giao trong Q2/2025 (thấp hơn mức 6 căn hộ cùng kỳ) do tốc độ giao dịch thị trường bất động sản khu vực Thái Bình kém khởi sắc. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng số lượng căn hộ bàn giao trong 2025/2026 còn 10/20 căn, qua đó ghi nhận doanh thu 150/300 tỷ VND.

Biểu đồ 4. Dự phóng doanh thu và giá cho thuê trung bình của mảng thuê văn phòng



Nguồn: REE, KBSV

Biểu đồ 5. Diện tích mặt bằng cho thuê sau khi dự án E.Town 6 đi vào vận hành



Nguồn: REE, KBSV

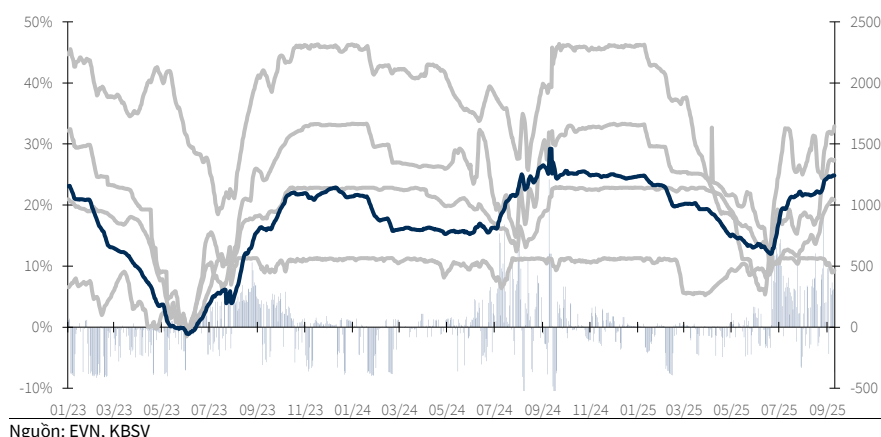
Thủy điện bước qua giai đoạn thời tiết thuận lợi, động lực tăng trưởng đến từ mở rộng công suất phát điện

Theo Viện Khoa học và Khí tượng Thủy văn, giai đoạn tháng 8-10/2025, lượng mưa phổ biến xấp xỉ cho đến thấp hơn so với trung bình nhiều năm (TBNN), riêng khu vực Đông Bắc, Tây Nguyên và Đông Nam Bộ có lượng mưa nhỉnh hơn so với TBNN. Do tình hình thủy văn cuối năm kém thuận lợi và các hồ thủy điện bắt đầu dự trữ nước sau khi mùa khô kết thúc vào tháng 10, KBSV dự báo sản lượng thủy điện nửa cuối năm sẽ đi ngang so với cùng kỳ, qua đó sản lượng điều chỉnh tỷ lệ sở hữu cả năm của REE ước tính đạt 3,507 triệu kWh (12% YoY).

Sang 2026, thời tiết chiếm chủ đạo là pha trung tính kéo dài cho đến tháng 6 và tăng dần xác suất của El Nino từ nửa cuối năm khiến cho huy động thủy điện giảm. Tuy nhiên nhờ thủy điện Thác Bà 2 vận hành trong cả năm, chúng tôi giữ nguyên dự báo đối với doanh thu và sản lượng thủy điện trong 2026, lần lượt đạt 3,504 triệu kWh và 2,718 tỷ VND (+0% YoY/+4% YoY).

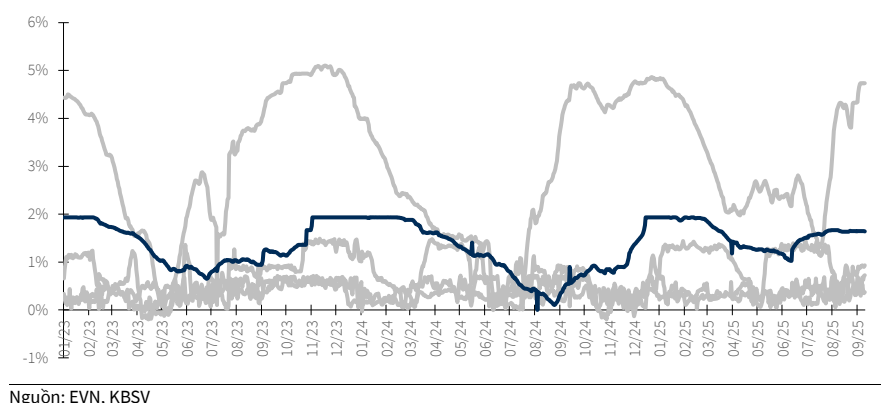
Sau thời gian tích trữ nước từ Q4/24, các hồ thủy điện phía Bắc bắt đầu xả nước phục vụ phát điện cho mùa cao điểm của phụ tải vào Q2/25. Đến tháng 7, xu hướng rút nước ròng diễn ra chung tại các hồ kết thúc và mực nước hồi phục nhờ tác động của cơn bão Wipha. Dự báo sản lượng phát điện các thủy điện phía Bắc trong quý 3 sẽ cao hơn so với cùng kỳ nhờ lưu lượng ròng về hồ cao hơn đáng kể so với cùng kỳ.

Biểu đồ 6. Tỷ lệ cao hơn mực nước chết và lưu lượng ròng tại hồ thủy điện Thác Bà

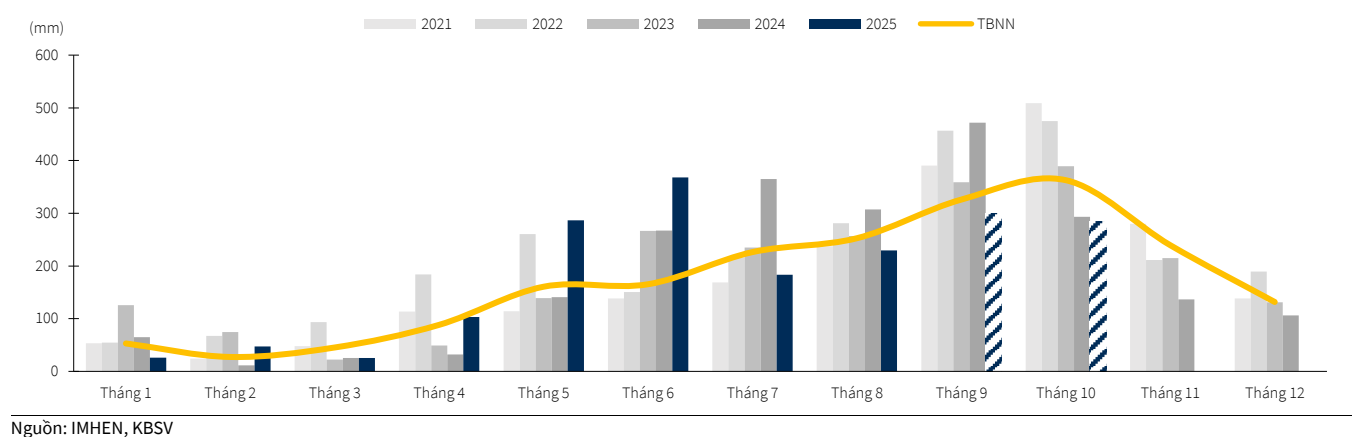


Lượng mưa cao hơn trong Q2/25 so với cùng kỳ đã giúp các hồ thủy điện khu vực miền Trung thuận lợi vận hành. Mực nước hồ dù giảm nhưng diễn ra với tốc độ chậm hơn và nhanh chóng hồi phục vượt mực nước cùng kỳ năm ngoái. Dự báo lượng mưa miền Trung trong Q3/25 tương đương xấp xỉ TBNN sẽ tạo dư địa giúp các hồ thủy điện được huy động.

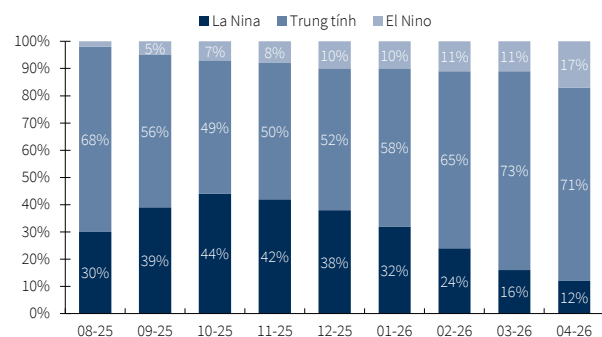
Biểu đồ 7. Tỷ lệ cao hơn mực nước chết tại thủy điện Thượng Kon Tum và một số hồ thủy điện khu vực Tây Nguyên



Biểu đồ 8. Dự báo lượng mưa cả nước trong tháng 8-10/25



Biểu đồ 9. Xác suất các pha thời tiết trong 2025-2026



Nguồn: IRI, KBSV

Năng lượng tái tạo: Thành công trúng thầu 2 dự án điện gió V1-5 và V1-6 tạo động lực tăng trưởng

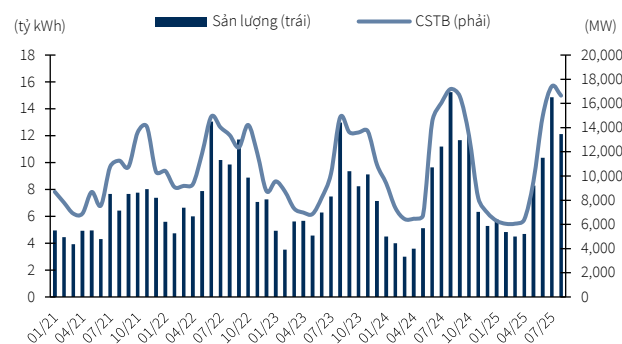
Theo hệ thống đấu thầu quốc gia của Bộ Tài chính, REE đã được công bố là nhà đầu tư duy nhất đáp ứng được các yêu cầu cho 3 dự án nhà máy điện gió V1-3 Giai đoạn 2, V1-5 và V1-6 giai đoạn 2 tại Vĩnh Long (Trà Vinh cũ), với tổng mức đầu tư 6,121 tỷ đồng và công suất thiết kế 128 MW (tương đương 13% tổng công suất phát điện hiện tại của REE), dự kiến vận hành từ năm 2026. Trong kịch bản thận trọng, chúng tôi điều chỉnh lùi thời gian vận hành của nhà máy trễ hơn 6 tháng so với dự kiến, vào tháng 6/2027 để phản ánh rủi ro giải phóng mặt bằng và đàm phán giá với EVN có thể bị chậm trễ. Với mức giá bán dự kiến tương đương khung giá trần của điện gió gần bờ năm 2025 là 1,987 VND/kWh, doanh thu và sản lượng đóng góp hằng năm sẽ đạt 802 tỷ VND/404 triệu kWh, tương đương tăng trưởng 150% doanh thu và sản lượng mảng điện gió.

Ngoài ra, doanh nghiệp cùng với 1 liên doanh khác đã đồng thời thành công trúng thầu dự án Trà Vinh V1-1 giai đoạn 2 là Công ty TNHH MTV Năng lượng Viên An Cà Mau và CTCP Năng lượng Bắc Phương. Chúng tôi hiện chưa đưa dự án mới này vào trong mô hình định giá bởi cần chờ đợi kết quả khi hồ sơ hai liên doanh trải qua đấu thầu rộng rãi.

Điện gió Duyên Hải dự kiến vận hành từ cuối 2026 do chậm trễ trong tiến độ giải phóng mặt bằng

Kết thúc Q2/2025, tiến độ triển khai dự án điện gió Duyên Hải vẫn còn chậm, với tổng giá trị xây dựng dở dang đạt 176 tỷ VND so với mức vốn đầu tư dự kiến 2,116 tỷ VND (tương đương mức hoàn thành 8.3%). Dù tiến độ giải phóng mặt bằng đạt 70%, một số vướng mắc liên quan địa giới hành chính và một số hộ dân chưa bàn giao mặt bằng đã ảnh hưởng đến tiến độ thi công hạng mục dự án, trạm biến áp và tuyến đường dây 110 kV. Thời điểm hiện tại, chúng tôi nhận thấy ngành điện đang đón nhận nhiều thông tin tích cực giúp nhanh chóng đưa các dự án điện tái tạo vận hành như: i) EVN được phép điều chỉnh giá bán điện linh động nhằm phù hợp với biến động giá điện đầu vào, ii) Các dự án khó khăn giai đoạn 2021-2024 được nhanh chóng tháo gỡ pháp lý, qua đó dự án Duyên Hải được kỳ vọng sẽ hoàn thành tiến độ giải phóng mặt bằng từ đầu 2026 và bắt đầu vào vận hành từ cuối năm. Từ 2027, doanh thu và sản lượng điện đóng góp hằng năm đạt 257 tỷ VND/143 triệu kWh, tương đương 30%/53% đóng góp của các dự án điện gió hiện hữu.

Biểu đồ 10. Sản lượng và công suất trung bình thủy điện toàn quốc đến T8/25



Nguồn: NSMO, KBSV

Bảng 11. Tiến độ triển khai một số dự án điện gió tại Bạc Liêu (Trà Vinh cũ)

Tên dự án	Công suất	Vốn đầu tư	Thời gian	III/25	IV/25	I/26	II/26	III/26	IV/26	I/27
Đông Hải 3 - GD1	50 MW	1,757 tỷ	23 tháng	Chuẩn bị đầu tư	Ký PPA	Giải phóng mặt bằng	Mua sắm thiết bị	Hoàn thành dự án		
V1-5&V1-6	80 MW	3,864 tỷ	15 tháng	Chuẩn bị đầu tư		Khởi công mua sắm thiết bị		Hoàn thành dự án		
V1-3 GD2	48 MW	2,257 tỷ	15 tháng	Chuẩn bị đầu tư		Khởi công mua sắm thiết bị		Hoàn thành dự án		
V1-2 MR	48 MW	2,392 tỷ	15 tháng	Chuẩn bị đầu tư		Khởi công mua sắm thiết bị		Hoàn thành dự án		
V3-3	48 MW	2,771 tỷ	15 tháng	Chuẩn bị đầu tư		Khởi công mua sắm thiết bị		Hoàn thành dự án		

Nguồn: Hệ thống mạng đấu thầu quốc gia, KBSV

DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

Bảng 12. Dự phóng Kết quả kinh doanh

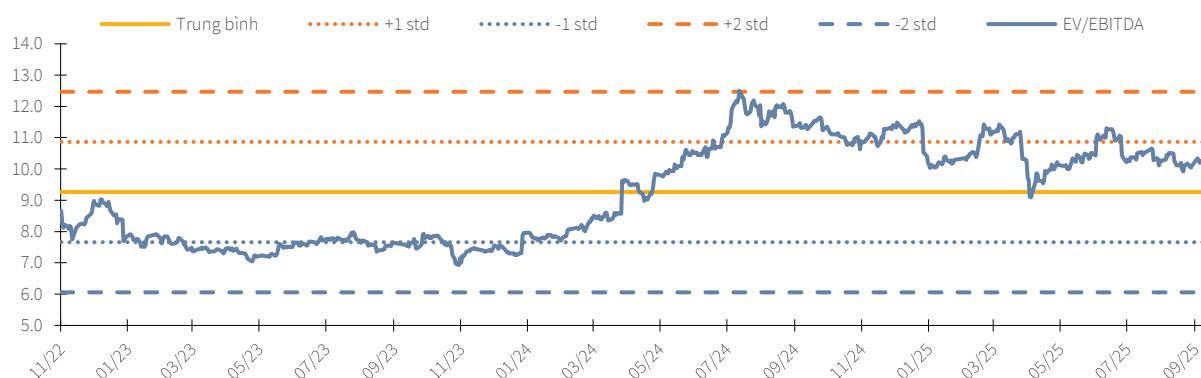
(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	8,395	9,682	15%	10,538	9%	
Năng lượng	3,523	3,783	7%	4,084	8%	
Thủy điện	2,468	2,617	6%	2,724	4%	
Điện mặt trời	254	282	11%	338	20%	
Điện gió	801	884	10%	1,022	16%	
M&E	2,536	3,515	39%	3,936	12%	
Cho thuê văn phòng	1,068	1,306	22%	1,442	10%	
BDS	80	309	286%	300	-3%	Điều chỉnh tiến độ bàn giao dự án Light Square lùi sang năm 2025/2026 với giá trị bàn giao khoảng 150/300 tỷ VNĐ, tương đương 10/20 căn.
Nước	131	137	5%	144	5%	
Lợi nhuận gộp	3,124	3,635	16%	3,948	9%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	37%	38%	1 ppts	37%	-1 ppts	
Thu nhập tài chính	331	321	-3%	419	31%	
Chi phí tài chính	801	828	3%	966	17%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	717	821	15%	813	-1%	
SG&A	695	713	3%	748	5%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,429	2,922	20%	3,200	10%	
Thu nhập khác	-18	-8	-56%	-8	0%	
Lợi nhuận trước thuế	2,690	3,284	22%	3,514	7%	
Lợi nhuận sau thuế	2,397	2,956	23%	3,163	7%	
LNST công ty mẹ	1,994	2,424	22%	2,594	7%	
<i>Biên LNST</i>	29%	31%	2 ppts	30%	-1 ppts	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 68,800 VND/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu REE và đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** với mức giá mục tiêu 68,800 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 3% so với giá đóng cửa ngày 12/09/2025. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro đặc thù của REE là tập đoàn đa ngành hoạt động trong nhiều mảng khác nhau.

Biểu đồ 13. Diễn biến EV/EBITDA của REE



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 14. Định giá SOTP

(tỷ VND)	Phương pháp	Project NPV	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị của REE
Điện				30,948
Thủy điện	DCF	36,987	23-50%	22,630
Nhiệt điện	DCF	4,096	24-30%	990
Điện mặt trời	DCF	819	99.99%	819
Điện gió	DCF	6,527	50-100%	6,453
Phân phối điện (DTV)	BV	56	66.29%	56
Cho thuê văn phòng & BĐS				11,231
Các dự án hiện tại	Tỷ lệ hoàn vốn	8,926	100%	8,883
E.Town 6	DCF	2,501	100%	2,348
M&E	P/E	2,397	100%	2,397
Nước	P/E	3,623	20-44%	3,623
Đầu tư khác	BV	266		266
Tổng giá trị				48,465
(-) Vay nợ ròng công ty				-3,263
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				-3,799
Giá trị VCSH				41,403
Chiết khấu tập đoàn đa ngành				10%
Giá trị hợp lý				37,263
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				541.66
Giá trị cổ phiếu (VND)				68,800
Giá hiện tại (12/09/2025)				66,800
Upside (%)				3.0%

Nguồn: KBSV

Bảo cáo Kết quả HĐKD				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
(Bảo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	8,570	8,384	9,682	10,538
Giá vốn hàng bán	-4,860	-5,259	-6,047	-6,590
Lãi gộp	3,710	3,124	3,635	3,948
Thu nhập tài chính	227	331	321	419
Chi phí tài chính	-1,016	-801	-828	-966
Trong đó: Chi phí lãi vay	-939	-738	-828	-966
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	877	717	821	813
Chi phí bán hàng	-93	-118	-124	-130
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-663	-577	-589	-618
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	3,042	2,676	3,236	3,466
Thu nhập khác	14	15	15	15
Chi phí khác	-22	-33	-33	-33
Thu nhập khác, ròng	36	48	48	48
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	1	1
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	3,078	2,724	3,284	3,514
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-269	-294	-328	-351
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,787	2,397	2,956	3,163
Lợi ích của cổ đông thiểu số	598	402	532	569
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,188	1,994	2,424	2,594
Chỉ số hoạt động	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43.3%	37.3%	37.5%	37.5%
Tỷ suất EBITDA	49.2%	44.5%	42.8%	43.5%
Tỷ suất EBIT	34.5%	29.0%	30.2%	30.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	35.7%	32.1%	33.9%	33.4%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	35.5%	31.9%	33.4%	32.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	32.5%	28.6%	30.5%	30.0%
Bảo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
(Tỷ VNĐ)				
Lãi trước thuế	3,056	2,690	3,284	3,514
Khấu hao TSCĐ	1,264	1,299	1,224	1,380
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-783	-904	-1,142	-1,232
Chi phí lãi vay	943	742	828	966
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	4,480	3,827	4,194	4,628
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-221	701	-1,520	-151
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	21	30	-691	-67
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-137	266	203	264
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-22	-5	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-1,291	-1,024	-1,156	-1,317
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	2,817	3,779	1,030	3,357
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-873	-1,045	-1,768	-5,855
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	15	7	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-699	-423	-684	-509
Tiền thu từ cho vay hoặc từ phát hành công cụ nợ	1,370	509	509	509
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-279	-287	0	0
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khá	32	137	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,075	1,320	946	1,048
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	642	218	-997	-4,807
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	28	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,889	3,510	328	1,790
Tiến trả các khoản đi vay	-3,590	-3,893	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-886	-1,029	-718	-789
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-1,588	-1,384	-390	1,001
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,872	2,613	-357	-449
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,151	3,023	5,608	5,251
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3,023	5,636	5,251	4,802
Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
(Bảo cáo chuẩn)				
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	34,912	36,361	39,204	43,645
TÀI SẢN NGẮN HẠN	9,524	11,286	13,332	13,101
Tiền và tương đương tiền	3,023	5,636	5,251	4,802
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,132	1,060	1,300	1,300
Các khoản phải thu	3,780	3,129	4,642	4,793
Hàng tồn kho, ròng	1,354	1,277	1,955	2,022
TÀI SẢN DÀI HẠN	25,388	25,075	25,872	30,544
Phải thu dài hạn	17	38	38	38
Tài sản cố định	14,917	13,961	13,563	15,777
Tài sản dở dang dài hạn	1,608	1,453	2,447	4,804
Đầu tư dài hạn	1,345	2,542	2,439	2,342
Lợi thế thương mại	513	443	513	513
NỢ PHẢI TRẢ	14,142	13,906	14,414	16,481
Nợ ngắn hạn	3,945	4,052	4,241	4,505
Phải trả người bán	619	724	921	1,185
Người mua trả tiền trước	707	999	999	999
Vay ngắn hạn	1,238	1,244	1,238	1,238
Nợ dài hạn	10,198	9,853	10,173	11,976
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	9,505	9,153	9,487	11,277
VỐN CHỦ SỞ HỮU	20,770	22,455	24,790	27,164
Vốn góp	4,097	4,710	5,419	5,419
Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,013	1,050	1,050
Lãi chưa phân phối	11,802	12,761	14,108	16,213
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	416	464	462	461
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,452	3,555	3,799	4,069
Chỉ số chính	(x, %, VNĐ)			
Chỉ số định giá				
P/E	12.9	16.3	14.4	14.4
P/E pha loãng	12.9	16.3	14.4	14.4
P/B	1.6	1.7	1.8	1.6
P/S	3.3	3.9	3.9	3.5
P/Tangible Book	1.6	1.7	1.8	1.6
P/Cash Flow	10.0	8.6	36.2	11.1
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	9.3	10.9	11.2	10.7
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	13.3	16.7	15.9	15.3
Hiệu quả quản lý				
ROE%	13	11	12	12
ROA%	8	7	8	7
ROIC%	10	9	9	9
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	1.1	1.7	1.5	1.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.0	2.4	2.6	2.4
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.4	2.8	3.1	2.9
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.5	0.4	0.4	0.4
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.2	0.3
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.7	0.6	0.6	0.6
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.4	0.4	0.4
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.2	2.4	2.5	2.2
Hệ số quay vòng HTK	3.5	4.0	3.1	3.3
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.2	3.1	3.3	3.4

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.