Báo cáo cổ phiếu: REE

Năm khô được giá điện cao bù; văn phòng, nước giữ sàn lợi nhuận — định giá rẻ nhất 3 năm nhưng đã gần giá trị hợp lý khi ROE ~12% và chu kỳ vốn gió mới bắt đầu

CTCP Cơ Điện Lạnh (HOSE: REE) · điện, nước, văn phòng cho thuê, cơ điện lạnh · BCTC hợp nhất đến Q2/2026 (soát xét 6T), dự báo Q3, Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 44,95 nghìn đ (16/10/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST MẸ Q3/2026F	LNST MẸ 2026F	P/B	GIÓ MỚI 2026–2027
44,95 nghìn đ · 16/10/2026	**43,9** nghìn đ · **–2%**	**643** tỷ đ · –5% so cùng kỳ	**2.699** tỷ đ · +7% so 2025	**1,29x** z –1,9 · thấp nhất 3 năm	**376** MW · ~16,8 nghìn tỷ vốn

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG CHỐT LỜI	LNST MẸ 2026F
NẮM GIỮ	**44,95** nghìn đ	**43,9** nghìn đ (–2%)	**< 40,1** nghìn đ	**> 57,5** nghìn đ	**2.699** tỷ đ

Tỷ trọng trung bình. Nâng lên TÍCH LŨY khi giá dưới 40,1 nghìn đ (P/B ≤ 1,15x) hoặc khi có phương án tăng sở hữu của Platinum Victory/thủy văn đảo chiều; hạ xuống THEO DÕI nếu LNST mẹ quý 3 dưới 500 tỷ hoặc Duyên Hải 2–3 trễ sang giữa 2027.

KẾT LUẬN

REE là tập đoàn hạ tầng: văn phòng và nước tạo sàn lợi nhuận ~850–950 tỷ/năm, phần còn lại đi theo thủy văn. Năm 2026 khô (El Niño) nhưng giá thị trường điện cao nên LNST mẹ vẫn ~2.699 tỷ (+7%); 2027 đi ngang ~2.707 tỷ khi gió mới mới hòa vốn kế toán và tiền mặt dùng cho đầu tư.

Ở 44,95 nghìn đ, P/B 1,29x thấp nhất 3 năm nhưng gần giá trị hợp lý 43,9 nghìn đ (bình quân P/E, P/B theo ROE và SOTP). Chuyển giao điều hành sang Platinum Victory và room ngoại đã hết làm mất chất xúc tác mua thêm; AAS khuyến nghị NẮM GIỮ, mua thêm dưới 40 nghìn đ.

ĐIỆN: THỦY VĂN + GIÁ

695 tỷ LNST mẹ 6T/2026 (+7%)

- Thủy điện Q3/2026 hệ thống –13%
- Giá thị trường điện gần gấp đôi
- 100 tỷ DT thủy điện ≈ 67 tỷ LNST mẹ

VĂN PHÒNG + NƯỚC

444 tỷ LNST mẹ 6T/2026

- Lấp đầy tòa cũ ~90%, e.town 6 53%+
- DT văn phòng 6T +16,9%
- Nước gần như toàn lãi liên kết

DỰ ÁN GIÓ, DPPA

376 MW gió mới đến 2027

- Bán EVN 1.816–1.990 đ/kWh
- DPPA: chưa có hợp đồng, bất lợi về giá
- Nợ vay +9–10 nghìn tỷ

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **LNST mẹ 6T/2026 1.346 tỷ (+9%)**, đạt 48% kế hoạch; điện +7%, nước +18%, cơ điện lạnh gấp đôi.
2. **Q3/2026F 643 tỷ (−5%), Q4 711 tỷ:** thủy văn xấu (El Niño), giá thị trường điện cao bù một phần.
3. **2026F 2.699 tỷ (96% kế hoạch), 2027F 2.707 tỷ;** gió mới 376 MW hòa vốn kế toán năm đầu, nợ vay tăng ~9–10 nghìn tỷ.
4. **DPPA:** chưa có hợp đồng; giá hòa vốn của khách thấp hơn giá bán EVN ~540–700 đ/kWh → không đóng góp 2026–2028.
5. **Định giá:** P/B 1,29x, giá trị hợp lý 43,9 nghìn đ (−2%); NẮM GIỮ, mua thêm dưới 40 nghìn đ.

1 Mô hình kinh doanh: tập đoàn hạ tầng điện – nước – văn phòng, lợi nhuận đi theo thủy văn; cổ đông lớn nhất Platinum Victory nắm quyền từ 07/2026

- **Bốn mảng, ba khối tài sản hạ tầng:** năm 2025 doanh thu 10.012 tỷ (điện 50%, cơ điện lạnh 35%, BĐS 13%, nước 2%), LNST mẹ 2.529 tỷ (điện 56%, BĐS 20%, nước 14%, cơ điện lạnh 7%). Phần lớn lợi nhuận nước và một phần điện đến từ công ty liên kết (lãi liên kết 2025: 840 tỷ).
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** doanh thu thủy điện (sản lượng theo thủy văn × giá thị trường điện); công suất gió mới (Duyên Hải V1-4 2026, Duyên Hải 2–3 cuối 2026, Phú Cường 2027); lấp đầy e.town 6; hợp đồng cơ điện ký mới; lãi vay khi dự án gió vào vận hành; tỷ lệ cổ đông không kiểm soát mảng điện ~29%.
- **Vốn chạy trong chuỗi:** tiền và tiền gửi 6.644 tỷ, nợ vay 10.195 tỷ (30/06/2026); cam kết đầu tư còn lại 4.362 tỷ, tổng vốn gió mới 2026–2027 ~15 nghìn tỷ (vốn tự có 30%) nên nợ vay sẽ tăng mạnh từ 2027.

NĂNG LƯỢNG (REE ENERGY)

Thủy điện
công ty con + liên kết
VSH 52,6% (Thượng Kon Tum, Sông Hinh, Vĩnh Sơn 356 MW), Thác Bà 60,4%, Mường Hum, Nậm Ban 2; liên kết Thác Mơ, Miền Trung, Sông Ba Hạ, Srok Phu Miêng · Trên BCTC: TSCĐ, lãi liên kết

Gió, mặt trời, nhiệt điện
gió 223 MW + 128 MW đang xây
Thuận Bình 50%, Trà Vinh V1-3, Duyên Hải V1-4 (vận hành 2026); mặt trời mái nhà 118,7 MWp; Phả Lại 20,1% · Trên BCTC: XDCB dở dang 2.040 tỷ

→

HẠ TẦNG NƯỚC

Nước sạch
456 nghìn m³/ngày thuộc REE
Sông Đà (VCW) 36%, Nước sạch Sài Gòn 40%, BOO Thủ Đức 42%, Tân Hiệp 32%, Khánh Hòa 44% · Trên BCTC: đầu tư liên kết, lãi liên kết

Gần như toàn lãi liên kết
190 tỷ LNST mẹ 6T/2026
giá nước điều chỉnh theo lộ trình; không cần vốn mới · Trên BCTC: lãi liên kết

→

VĂN PHÒNG, BẤT ĐỘNG SẢN

12 tòa văn phòng
~182 nghìn m² cho thuê
cụm e.town (Cộng Hòa), REE Tower, Etown Central; e.town 6 hạng A từ 07/2024 · Trên BCTC: BĐS đầu tư 2.379 tỷ (giá gốc trừ khấu hao)

Phát triển BĐS
The Light Square (Thái Bình)
bán chậm; Địa ốc Sài Gòn 21% · Trên BCTC: hàng tồn kho BĐS, lãi liên kết

→

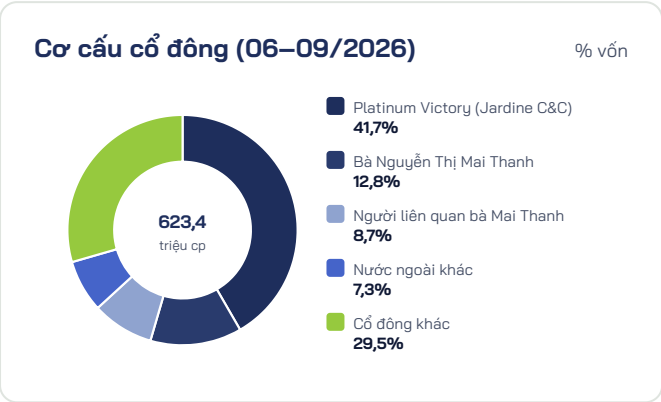
100 ĐỒNG LNST MẸ 6T/2026

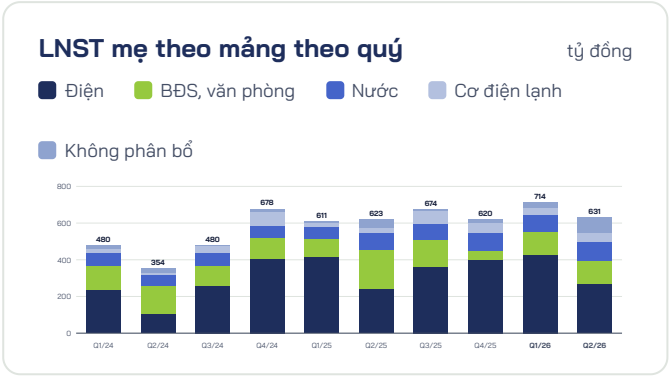
Điện	51,6
BĐS, văn phòng	18,9
Nước	14,1
Cơ điện lạnh	6,6
Không phân bổ (lãi tiền gửi...)	8,8

Cơ điện lạnh (REE M&E, Reetech) chiếm 32% doanh thu nhưng chỉ ~7% lợi nhuận; điện, nước, văn phòng là ba khối tài sản hạ tầng tạo ~90% LNST mẹ.

Nguồn: BCTN 2025, bản tin kết quả kinh doanh 6T/2026, BCTC hợp nhất soát xét 6T/2026 (thuyết minh 1, 16, 37) của REE; AAS tính.

Cổ đông: Platinum Victory 41,7% và nắm ghế Chủ tịch; nhóm bà Mai Thanh ~21,5%; khối ngoại đã hết room 49%





Nguồn: báo cáo quản trị 6T/2026, báo cáo kết quả giao dịch của Platinum Victory (22/09/2026), BCTC quý (thuyết minh bộ phận); room khối ngoại từ kho AAS (305,47 triệu cp, còn trống 0 ngày 16/10/2026).

- **Thay đổi quyền điều hành 2026:** ông Lee Liang Whye (đại diện Platinum Victory) làm Chủ tịch từ 10/07/2026; bà Nguyễn Thị Mai Thanh rời HĐQT, làm Chủ tịch Ủy ban Chiến lược; ông Nguyễn Ngọc Thái Bình (con bà Mai Thanh) làm Tổng giám đốc; ông Ashok Ramachandran thôi Tổng giám đốc (31/05/2026).
- **Platinum Victory đăng ký mua 20,49 triệu cp (24/08–22/09/2026) nhưng không mua được cổ phiếu nào** vì khối ngoại đã hết room; sở hữu 41,67% sau đợt ESOP. Định hướng như mục tiêu 3.000 MW năm 2030, DPPA do HĐQT cũ đặt ra cần HĐQT mới xác nhận lại.

2 Kết quả kinh doanh: LNST mẹ 6T/2026 1.346 tỷ (+9%) dù thủy văn quý 2 xấu; EBITDA ổn định ~1,1–1,3 nghìn tỷ/quý

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	5.810	9.372	8.570	8.384	10.012	4.582	4.897	+7%
LN gộp trước khấu hao	**3.207**	**5.486**	**4.904**	**4.352**	**5.087**	**2.450**	**2.661**	**+9%**
Biên gộp trước khấu hao	55,2%	58,5%	57,2%	51,9%	50,8%	53,5%	54,3%	+0,9 điểm
CPBH, QLDN trừ phân bổ lợi thế TM	−457	−615	−685	−626	−701	−243	−285	n/m
EBITDA	**2.751**	**4.871**	**4.219**	**3.726**	**4.387**	**2.207**	**2.376**	**+8%**
Khấu hao, phân bổ LTTM	−895	−1.225	−1.264	−1.298	−1.385	−683	−734	n/m
EBIT	**1.856**	**3.647**	**2.956**	**2.428**	**3.002**	**1.524**	**1.643**	**+8%**
Lãi liên kết	774	1.077	874	717	840	363	343	−6%
Lãi vay	−662	−879	−939	−738	−690	−341	−370	n/m
DT tài chính, CP tài chính khác, khác	434	31	166	280	370	181	323	+79%
LNTT	**2.400**	**3.879**	**3.056**	**2.688**	**3.520**	**1.727**	**1.938**	**+12%**
Lợi ích CĐKKS	−280	−823	−598	−403	−621	−321	−374	n/m

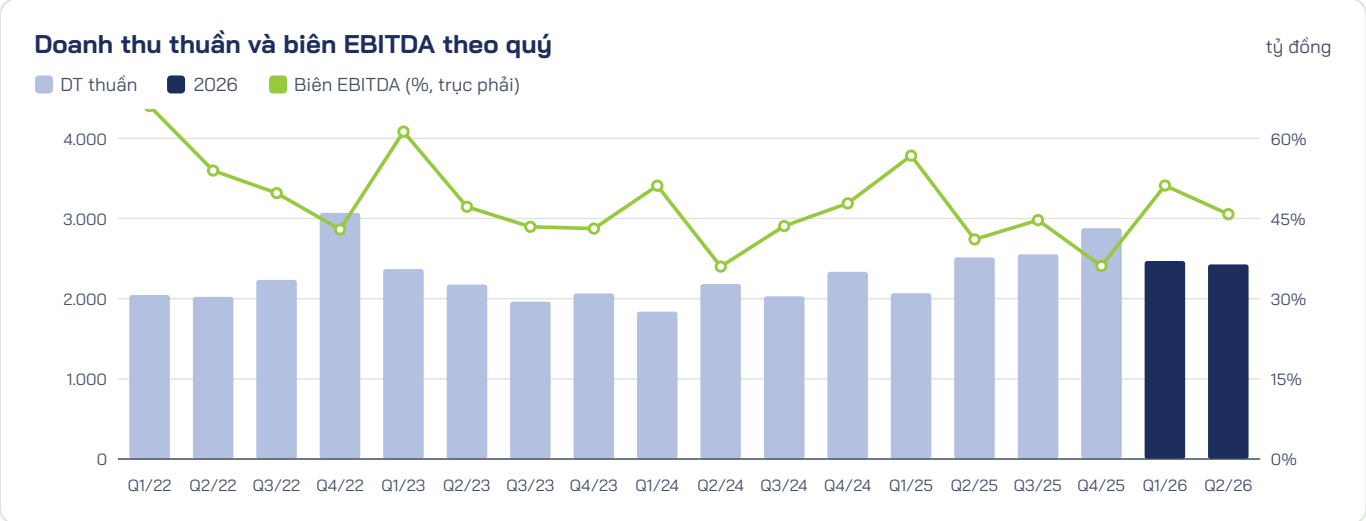
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
LNST cổ đông mẹ	**1.855**	**2.693**	**2.188**	**1.993**	**2.529**	**1.234**	**1.346**	**+9%**
LNST mẹ lõi (bỏ khoản một lần)	1.650	2.690	2.188	1.992	2.447	1.132	1.327	+17%

Nguồn: BCTC hợp nhất REE (năm: kiểm toán; 6T: soát xét; quý: BCTC quý); AAS tính. Khấu hao giá vốn = khấu hao theo yếu tố – phân bổ lợi thế thương mại (nằm trong QLDN); REE không công bố khấu hao TSCĐ trong CPBH, QLDN nên giả định bằng 0.

Khấu hao: tăng theo dự án gió mới; khấu hao trong CPBH, QLDN không được công bố

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Khấu hao theo yếu tố (gồm phân bổ LTTM)	1.225,3	1.263,9	1.298,5	1.384,9	682,6	733,7
– phân bổ lợi thế thương mại (trong QLDN)	53,9	70,4	70,4	72,7	35,2	37,5
– khấu hao TSCĐ trong CPBH, QLDN	không công bố	không công bố	không công bố	không công bố	không công bố	không công bố
= Khấu hao trong giá vốn (giả định)	**1.171,4**	**1.193,5**	**1.228,1**	**1.312,2**	**647,4**	**696,2**
Chi mua sắm TSCĐ, XDCB	738,1	872,5	1.035,0	2.022,5	499,5	1.258,7

Nguồn: thuyết minh chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố, chi phí bán hàng và QLDN (BCTC kiểm toán 2023–2025, soát xét 6T/2025, 6T/2026); LCTT. Khấu hao theo yếu tố khớp LCTT từng kỳ (lệch ≤ 0,4 tỷ).



Nguồn: BCTC quý REE; AAS tính.

- **6T/2026 tăng nhờ cơ điện lạnh, nước và giá điện:** LNST mẹ cơ điện lạnh 89 tỷ (gấp đôi cùng kỳ: nghiệm thu, hoàn nhập dự phòng), nước 190 tỷ (+18%), điện 695 tỷ (+7%); BĐS giảm còn 254 tỷ vì 6T/2025 có bán đất The Light Square.

3 Bức tranh theo mảng: điện quyết định biến động; văn phòng, nước là phần nền ~800–900 tỷ/năm

LNST mẹ, tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Điện	1.666	1.315	1.007	1.412	652	695
BĐS, văn phòng	579	562	509	513	320	254
Nước	339	324	267	355	161	190
Cơ điện lạnh	133	−9	149	164	42	89
Không phân bổ (tài chính, thuế cấp tập đoàn)	−25	−4	62	84	59	118
LNST mẹ	**2.692,5**	**2.188,3**	**1.993,4**	**2.529,1**	**1.234,3**	**1.345,5**

Nguồn: thuyết minh báo cáo bộ phận (BCTC kiểm toán 2023, 2025; soát xét 6T/2026). LNST bộ phận đã gồm lãi công ty liên kết; tổng các mảng + không phân bổ = LNST mẹ hợp nhất.

- **Mảng điện dao động 1,0–1,7 nghìn tỷ LNST mẹ/năm theo thủy văn;** văn phòng (~460–520 tỷ) và nước (~270–360 tỷ) gần như không phụ thuộc chu kỳ, đóng vai trò sàn lợi nhuận.

4 Mảng điện: Q3–Q4/2026 thủy văn xấu nhưng giá thị trường điện cao bù một phần; gió mới thêm 376 MW đến 2027, DPPA chưa đóng góp

- **Lợi nhuận thủy điện đi theo doanh thu (sản lượng × giá), không chỉ sản lượng:** quý 2/2026 sản lượng thủy điện giảm ~23% nhưng doanh thu/kWh tăng từ 488 lên 679 đ nên LNST mẹ thủy điện vẫn tăng 12%. Mỗi 100 tỷ doanh thu thủy điện tăng thêm ≈ 67 tỷ LNST mẹ.
- **Thủy văn quý 3/2026 xấu:** thủy điện toàn hệ thống tháng 7–8/2026 giảm ~13% so cùng kỳ; lưu vực sông Kôn, sông Ba (Vĩnh Sơn, Sông Hinh, Sông Ba Hạ) thấp hơn trung bình nhiều năm 40–80%; El Niño rất mạnh (Nino3.4 ~+2,2°C), mưa tháng 10–11 Nam Trung Bộ, Tây Nguyên dự báo thấp hơn 20–40%.
- **Giá thị trường điện cao:** giá toàn phần tháng 7/2026 ~1.250 đ/kWh so với ~640 đ/kWh tháng 7/2025. Thủy điện Miền Nam (SHP, REE nắm 11%) công bố quý 3/2026 LNST +3% dù năm khô; thủy điện nhỏ miền Trung giảm 50–80%.

LNST mẹ theo nguồn, tỷ	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Thủy điện	61	90	242	353	236	212	311	327	263	238
Gió	147	−9	18	59	111	7	42	51	129	−2
Mặt trời	16	27	15	−22	51	29	21	8	23	29
Nhiệt điện (Phả Lại)	24	13	−3	30	12	−12	−4	25	18	9
Mảng điện	**238**	**106**	**258**	**405**	**413**	**239**	**361**	**398**	**425**	**270**
Sản lượng thủy điện (triệu kWh)	953	1.010	1.700	1.766	1.244	1.486	2.149	2.176	1.323	1.147
DT thủy điện/kWh (đ)	505	515	368	466	598	488	376	378	627	679

Nguồn: bản tin kết quả kinh doanh REE (6T/2024–6T/2026; quý = hiệu lũy kế); thuyết minh bộ phận; AAS tính. Sản lượng, doanh thu thủy điện gồm cả công ty liên kết.

Dự án điện mới: 376 MW gió gần bờ trong 2026–2027, đều bán cho EVN; lợi nhuận năm đầu mỏng vì khấu hao và lãi vay

Dự án	Loại	MW	Sở hữu	Vốn đầu tư (tỷ)	Vận hành	Giá bán
Duyên Hải V1-4	Gió gần bờ	48	70%	~1.500	Đã vận hành 6T/2026	1.816 đ/kWh (giá chuyển tiếp), IRR ~12%
Duyên Hải 2 (V1-3 GĐ2) + 3 (V1-5, V1-6)	Gió gần bờ	128	100%	6.121	Kế hoạch 30/10/2026; rủi ro trễ	bán EVN ~1.913 đ/kWh (trần 2025: 1.987), IRR ~10%
Phú Cường 1A&1B (Cần Thơ)	Gió gần bờ	200	99,99%	~9.140	Cuối 2027 (có thể 2028)	chưa công bố; ~526 triệu kWh/năm
Trà Khúc 2	Thủy điện	30	99,99%	~1.200	Đầu 2027	700–1.110 đ/kWh; ~120 triệu kWh/năm
V3-5, V3-7; cụm ~650 MW; Nam Bộ 3 (ngoài khơi); đốt rác Củ Chi	Gió, rác	~1.200	–	–	Sau 2028	đang xin chủ trương/khảo sát
Phả Lại (PPC) 20,12%	Nhiệt điện than	1.040	20,12%	–	Đang vận hành	HĐQT có chủ trương thoái vốn

Nguồn: BCTN 2025; biên bản ĐHĐCĐ 2025, 2026; BCTC soát xét 6T/2026 (thuyết minh 4, 14, 36); quyết định khung giá phát điện của Bộ Công Thương (QĐ 21/QĐ-BCT 2023, QĐ 1508/QĐ-BCT 2025); thông tin của UBND TP Cần Thơ, tỉnh Vĩnh Long.

- **Duyên Hải 2 + 3 năm 2027:** ~350–370 triệu kWh × ~1.913 đ ≈ 690 tỷ doanh thu; khấu hao ~306 tỷ, lãi vay ~350 tỷ (vay 70%), vận hành ~50 tỷ → lợi nhuận kế toán gần hòa vốn năm đầu dù IRR dự án ~10%. AAS để đóng góp 2027 cơ sở ~0 (thấp −60, cao +60 tỷ).
- **Nợ vay sẽ tăng ~9–10 nghìn tỷ:** vốn còn phải chi cho Duyên Hải 2–3, Phú Cường, Trà Khúc 2 ~14 nghìn tỷ (2026–2028), vốn tự có 30%; tiền và tiền gửi 6.644 tỷ hiện tạo lãi ~100–185 tỷ/quý ở dòng "không phân bổ" sẽ giảm dần.

Bán điện trực tiếp (DPPA): REE gần như không hưởng lợi trong 2026–2028

Nội dung	Kết quả	Hệ quả cho REE
Khung pháp lý	NĐ 80/2024 → NĐ 57/2025 → NĐ 243/2026 (26/06/2026); DPPA qua lưới quốc gia: nguồn gió/mặt trời ≥ 10 MW, khách ≥ 22 kV, ≥ 200.000 kWh/tháng	Đủ điều kiện về loại nguồn
Nhà máy đang bán EVN	Phải chấm dứt hợp đồng với EVN mới tham gia DPPA	Gió, mặt trời FIT/giá chuyển tiếp hiện hữu không chuyển
Giá hòa vốn của khách (DPPA ảo)	Phí hệ thống, điều độ ~523 đ/kWh (mức 2025) → khách chỉ trả được ~1.280–1.450 đ/kWh	Thấp hơn giá gió bán EVN 1.816–1.990 đ/kWh khoảng 540–700 đ
Hợp đồng đã ký	Không tìm thấy; ĐHĐCĐ 03/2026: DPPA "đang lắng xuống", vênh giá	DH2, DH3, V1-4 thế chấp phải thu HĐ với EVN
Cơ hội	Mái nhà/đường dây riêng (NĐ 243 bỏ trần giá); dự án gió sau 2028 nếu khách FDI trả thêm cho điện xanh	Quy mô nhỏ: 10 MWp ≈ 18 tỷ DT/năm

Nguồn: Nghị định 57/2025/NĐ-CP, 243/2026/NĐ-CP; biên bản ĐHĐCĐ REE 2025, 2026; báo cáo quản trị 6T/2026; biểu giá bán lẻ điện (QĐ 1279/QĐ-BCT); AAS tính.

5 Văn phòng, nước, cơ điện lạnh: e.town 6 là động lực tăng duy nhất của văn phòng; nước ổn định; cơ điện ký mới mạnh

Năm	Lấp đầy bình quân	DT văn phòng (tỷ)	LNST văn phòng (tỷ)	Ghi chú
2019	98,7%	927	461	
2021	98,5%	896	461	giảm 20% tiền thuê do COVID
2022	97,5%	1.037	517	
2023	95,3%	1.049	537	
2024	92,4%*	1.069	476	e.town 6 vận hành 07/2024, chịu khấu hao đủ
2025	91,9%*	1.155	460	e.town 6 cho thuê 53% cuối năm
6T/2026	~90% (03/2026)*	628	260	+16,9% DT so cùng kỳ
KH 2026	**mục tiêu 97%**	**1.319**	**567**	**kế hoạch ĐHĐCĐ**

Nguồn: BCTN 2019–2025, bản tin kết quả kinh doanh 6T/2026, biên bản ĐHĐCĐ 2026. (*) không gồm e.town 6.

- **Tòa cũ chịu sức ép, khu Bắc không có nguồn cung mới:** lấp đầy giảm từ 98,7% (2019) xuống ~90% (03/2026) khi khách dời sang tòa mới chất lượng cao; nhưng khu Bắc (Tân Bình, nơi có cụm e.town) không có nguồn cung mới đến 2029, nên AAS giả định lấp đầy tòa cũ đi ngang 90–92%, giá tăng 2–3%/năm.
- **e.town 6 (36.798 m², hạng A):** cho thuê 53% cuối 2025, mục tiêu 100% cuối 2026; nhịp thực tế ~25–30 điểm %/năm nên AAS giả định 75–85% cuối 2026, 90–95% cuối 2027; mỗi 10 điểm % lấp đầy ≈ 36 tỷ DT/năm (~25 USD + 6 USD phí).
- **Nước:** LNST mẹ ~81 tỷ/quý, 6T/2026 +18% nhờ Sông Đà (VCW) và Nước sạch Sài Gòn; sản lượng nước thương phẩm 6T/2026 +5,8%.
- **Cơ điện lạnh:** hợp đồng ký mới 6T/2026 5.865 tỷ (cả năm 2025: 3.809 tỷ; trung tâm dữ liệu An Khánh, nhà hát Ngọc Trai, Phú Quốc); backlog năm 2025 (giá trị hợp đồng chuyển sang 2026) là 5.913 tỷ. Biên lợi nhuận ròng chỉ ~4–5%, năm 2025 trích ~160 tỷ dự phòng nợ khó đòi → giá trị chủ yếu ở doanh thu và dòng tiền, không ở lợi nhuận.

6 Sức khỏe tài chính: nợ ròng thấp hôm nay (3.551 tỷ) nhưng sẽ tăng ~9–10 nghìn tỷ khi xây gió; dòng tiền kinh doanh ~2,7–3,8 nghìn tỷ/năm

Khoản vay (30/06/2026)	Dư nợ (tỷ)	Ghi chú
Vay dài hạn VND (gồm đến hạn)	7.396	lãi suất 7,0–9,53%; VCB gió Duyên Hải 1.356,5, BIDV + VCB Thượng Kon Tum ~2.214, VCB V1-3 819,6, VIB Thuận Bình 782,8, HSBC e.town 6 576,2
Trái phiếu REEH1929001	2.308	mệnh giá 2.318 tỷ, CGIF bảo lãnh (phí 1,4%/năm), đáo hạn 01/2029
Vay ngắn hạn	294	6,9–9,1%, tín chấp
Ngoại tệ	~197	USD 2,93 triệu (VSH), EUR 4,06 triệu (Thuận Bình)
Tổng vay	**10.195**	**tiền + tiền gửi 6.644 tỷ; nợ ròng/VCSH ~14%**

Nguồn: thuyết minh 25 BCTC soát xét 6T/2026; AAS tính.

- **Dòng tiền:** CFO 2023–2025 lần lượt 2.817, 3.784, 2.711 tỷ; 6T/2026 2.583 tỷ; chi đầu tư 6T/2026 1.259 tỷ; cổ tức tiền 10%/năm (~620 tỷ).
- **Rủi ro pháp lý FIT:** Thuận Bình (Phú Lạc 2, Lợi Hải 2) hưởng FIT 8,5 US cent/kWh; Thanh tra Chính phủ nêu vi phạm quy hoạch Phú Lạc GĐ2 (584,7 tỷ TSCĐ), ban giám đốc đánh giá không trọng yếu; không thấy trích lập giảm doanh thu FIT (REE nắm 50% Thuận Bình).

7 Dự báo: LNST mẹ Q3/2026 ~643 tỷ (–5%), Q4 ~711 tỷ; năm 2026 ~2.699 tỷ (+7%, 96% kế hoạch), 2027 đi ngang ~2.707 tỷ

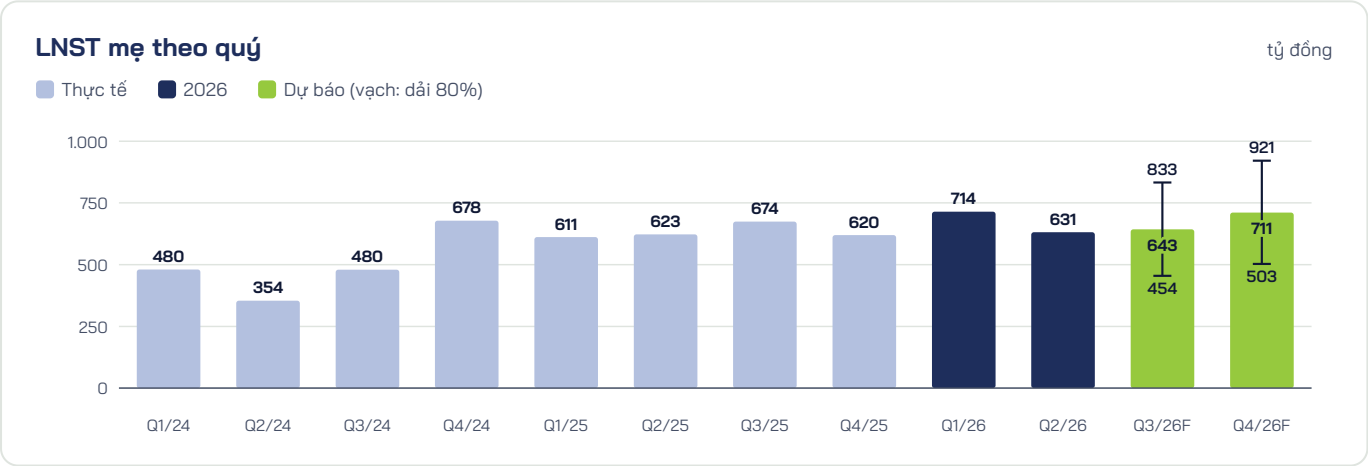
LNST mẹ 2026F cơ sở 2.699 tỷ (kịch bản 2.262–3.125 tỷ; dải 80% 2.303–3.099 tỷ); Q3 643 tỷ (454–833), Q4 711 tỷ (503–921). Năm 2027 cơ sở 2.707 tỷ (2.052–3.292): gió mới và e.town 6 bù cho lãi tiền gửi giảm và thủy văn trở về bình quân.

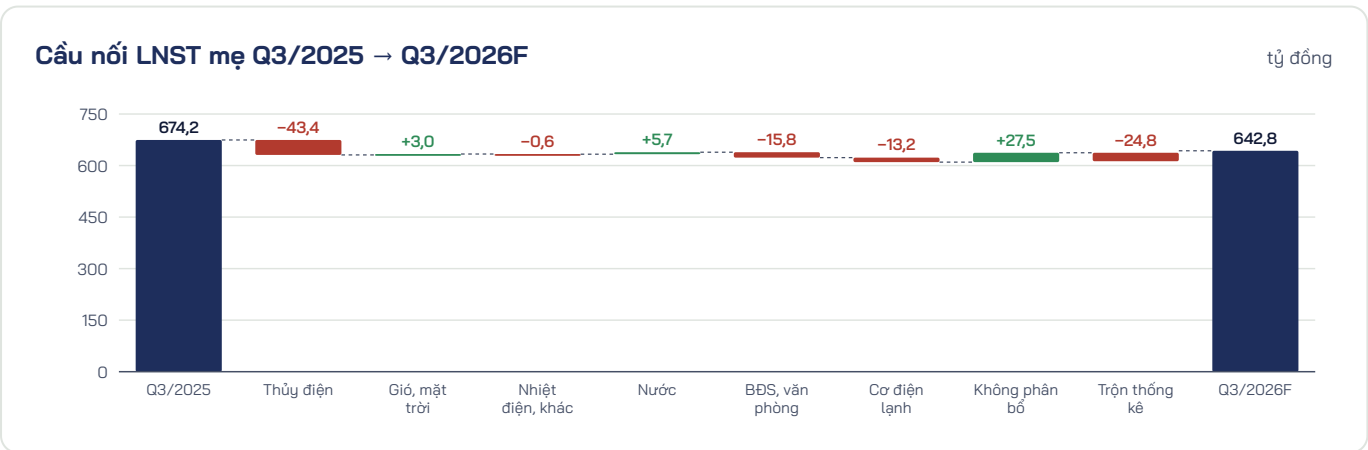
LNST mẹ, tỷ đồng	Q3 thấp	Q3 cơ sở	Q3 cao	Q4 thấp	Q4 cơ sở	Q4 cao
Thủy điện	139	268	379	152	283	430
Gió	38	44	50	55	72	85
Mặt trời	18	22	26	5	10	15
Nhiệt điện, bán lẻ điện	7	17	27	17	27	37
Mảng điện	**202**	**351**	**482**	**229**	**392**	**567**
Nước	88	97	105	95	103	110
BĐS, văn phòng	118	130	140	95	115	140
Cơ điện lạnh	35	55	70	30	60	80
Không phân bổ	20	35	50	5	20	35
LNST mẹ – dự báo AAS	**463**	**643**	**847**	**454**	**711**	**932**
So cùng kỳ	–31%	–5%	+26%	–27%	+15%	+50%

Nguồn: AAS dự báo.

LNST mẹ, tỷ đồng	2025	6T/2026	2026F thấp	2026F cơ sở	2026F cao	2027F thấp	2027F cơ sở	2027F cao
Điện	1.412	695		1.438		942	1.427	1.837
Nước	355	190		390		380	410	435
BĐS, văn phòng	513	254		499		500	540	600
Cơ điện lạnh	164	89		204		170	230	280
Không phân bổ	84	118		172		60	100	140
LNST mẹ	**2.529**	**1.346**	**2.262**	**2.699**	**3.125**	**2.052**	**2.707**	**3.292**
So năm trước			−11%	+7%	+24%	−24%	+0%	+22%
EPS (đ, 623,4 triệu cp)	4.057		3.629	4.330	5.012	3.291	4.342	5.280
Kế hoạch 2026 (LNST mẹ)				2.814				

Nguồn: BCTC REE, nghị quyết ĐHĐCĐ 2026 (kế hoạch LNST 2.814 tỷ); AAS dự báo. 2026F cơ sở = trộn; theo mảng là kịch bản cơ sở.





Nguồn: AAS tính.

- **Quý 3/2026:** thủy điện giảm ~43 tỷ so cùng kỳ (sản lượng −20%, giá +15%); văn phòng, nước, cơ điện lạnh bù một phần. Kết quả quý 3 của VSH, Thác Bà, Thác Mơ, Sông Ba Hạ (công bố cuối 10/2026) là mốc kiểm tra đầu tiên.
- **Quý 4 rủi ro lệch xuống:** mùa mưa miền Trung (Vĩnh Sơn, Sông Hinh, A Lưới, Sông Ba Hạ) rơi vào quý 4; El Niño mạnh làm dự báo dòng chảy sông Ba tháng 10–12 thấp hơn 20–36%. Mỗi 10% sản lượng thủy điện quý 4 ≈ 63 tỷ LNST mẹ.

- **Ba yếu tố theo dõi:** (1) thủy văn và giá thị trường điện quý 4; (2) ngày vận hành Duyên Hải 2–3; (3) lấp đầy e.town 6 và hợp đồng cơ điện ký mới.

Yếu tố hỗ trợ

- **Định giá:** P/B 1,29x, z P/B −1,90 – thấp nhất 3 năm.
- **Tài sản hạ tầng:** văn phòng, nước tạo sàn lợi nhuận ~850–950 tỷ/năm.
- **Giá thị trường điện cao** trong năm khô bù một phần sản lượng.
- **Gió mới 376 MW** và e.town 6 lấp đầy nâng lợi nhuận từ 2028.

Rủi ro

- **Thủy văn:** El Niño rất mạnh, quý 4 là mùa nước miền Trung.
- **Nợ vay tăng ~9–10 nghìn tỷ** cho dự án IRR ~10–12%; lãi tiền gửi giảm.
- **Quản trị:** chuyển giao quyền điều hành sang Platinum Victory; định hướng đầu tư có thể đổi.
- **Pháp lý FIT** Thuận Bình (Phú Lạc GĐ2) chưa trích lập.

8 Định giá: P/B 1,29x thấp nhất 3 năm nhưng gần giá trị hợp lý 43,9 nghìn đ khi ROE chỉ ~12%

Chỉ số (16/10/2026)	Hiện tại	Trung vị từ 2014	Trung vị 3 năm	Phân vị hiện tại (3 năm)	z (3 năm)
P/E (LNST mẹ lõi 4 quý)	10,6x	9,1x	14,2x	12%	−1,22
P/B (vốn chủ thuộc mẹ)	1,29x	1,45x	1,66x	1%	−1,90
Vốn hóa (tỷ đ)	27.999				
Giá trị sổ sách/cp (đ)	34.872				

Nguồn: AAS tính; vốn hóa = giá × 622,9 triệu cp; P/E dùng LNST mẹ lõi 4 quý, P/B dùng vốn chủ thuộc cổ đông mẹ; BCTC lấy sau 45 ngày.

Phương pháp	Bội số	Cơ sở	Giá trị (nghìn đ/cp)
P/E × EPS 4 quý tới	11,5x	giữa trung vị từ 2014 (9,1x) và 3 năm (14,2x); EPS 4.343 đ (Q3/26F–Q2/27F)	49,9
P/B × BVPS cuối 2026F	1,20x	P/B hợp lý theo ROE 12,4% (chi phí vốn 12%, tăng trưởng 4%), không thấp hơn tứ phân vị dưới lịch sử; BVPS 36.043 đ	43,3
Cộng giá trị từng phần (SOTP)	−20%	tổng 30.073 tỷ (48,2 nghìn đ/cp) trừ chiết khấu tập đoàn 20%	38,6
Giá trị hợp lý		**bình quân 3 cách**	**43,9**

Nguồn: AAS tính.

- **Vì sao không kỳ vọng P/E 3 năm (14,2x):** giai đoạn 2023–2025 thị trường trả giá cao cho câu chuyện năng lượng tái tạo và kỳ vọng Platinum Victory tăng sở hữu; nay room ngoại đã hết, Platinum không mua thêm được, ROE ~12% gần chi phí vốn và cần ~14 nghìn tỷ vốn cho gió mới với IRR ~10–12%.
- **SOTP cho thấy phần "ẩn":** văn phòng ghi sổ theo giá gốc 2.379 tỷ nhưng tạo EBITDA ~920 tỷ/năm; cổ phần niêm yết theo giá thị trường 12.543 tỷ. Chiết khấu tập đoàn 20% phản ánh việc REE không bán các cổ phần này và vốn được tái đầu tư vào dự án IRR thấp.

Cộng giá trị từng phần: cổ phần niêm yết đã chiếm ~45% vốn hóa REE

Thành phần	Giá trị (tỷ đ)	Cách tính
Cổ phần niêm yết (15 công ty, giá 16/10/2026)	12.543	giá thị trường × tỷ lệ sở hữu
Liên kết chưa niêm yết/ít giao dịch (VCW, BOO Thủ Đức, Tân Hiệp, Bình Điền…)	1.658	giá trị sổ 30/06/2026
Gió, mặt trời, bán lẻ điện đang vận hành	3.240	LNST mẹ 2026F 360 tỷ × P/E 9x
Thủy điện con chưa niêm yết	1.512	LNST mẹ 2025 168 tỷ × P/E 9x
Dự án đang xây (DH2, DH3, Phú Cường, Trà Khúc 2)	1.568	vốn chủ đã góp/giá mua, không cộng lãi kỳ vọng
Văn phòng cho thuê (12 tòa, ~182 nghìn m²)	8.771	EBITDA ~923 tỷ ÷ tỷ suất vốn hóa 10%, × 95% (CĐKKS Etown Central)
Cơ điện lạnh (REE M&E, Reetech, REEPRO)	1.631	LNST mẹ 2026F 204 tỷ × P/E 8x
Nợ ròng ngoài các công ty con niêm yết	−851	nợ ròng hợp nhất 3.551 tỷ − ước phần VSH (~2.300), TBC (~400) đã nằm trong giá thị trường
Tổng trước chiết khấu	**30.073**	**48,2 nghìn đ/cp; sau chiết khấu 20%: 38,6 nghìn đ/cp**

Nguồn: kho AAS (giá đóng cửa gần nhất, vốn góp 30/06/2026 của từng công ty); BCTC soát xét 6T/2026 REE (tỷ lệ sở hữu, giá trị sổ); AAS tính. Văn phòng định giá theo dòng tiền cho thuê thay vì giá trị sổ (BĐS đầu tư ghi theo giá gốc).

Vùng giá → hành động

Giá (nghìn đ)	P/B tương ứng	Hành động
< 40,1	< 1,15x	TÍCH LŨY: P/B dưới mức này lịch sử cho lợi suất 250 phiên bình quân +36% (P/B 1,0–1,2x)
40,1 – 43,9	1,15–1,26x	NẮM GIỮ: mua thêm từng phần khi BCTC Q3 xác nhận LNST ≥ 600 tỷ
43,9 – 57,5	1,26–1,65x	NẮM GIỮ, không mua thêm
> 57,5	> 1,65x	CHỐT LỜI TỪNG PHẦN: trên trung vị 3 năm, lịch sử lợi suất 250 phiên ~0–5%

Nguồn: AAS tính trên BVPS 34.872 đ (30/06/2026).

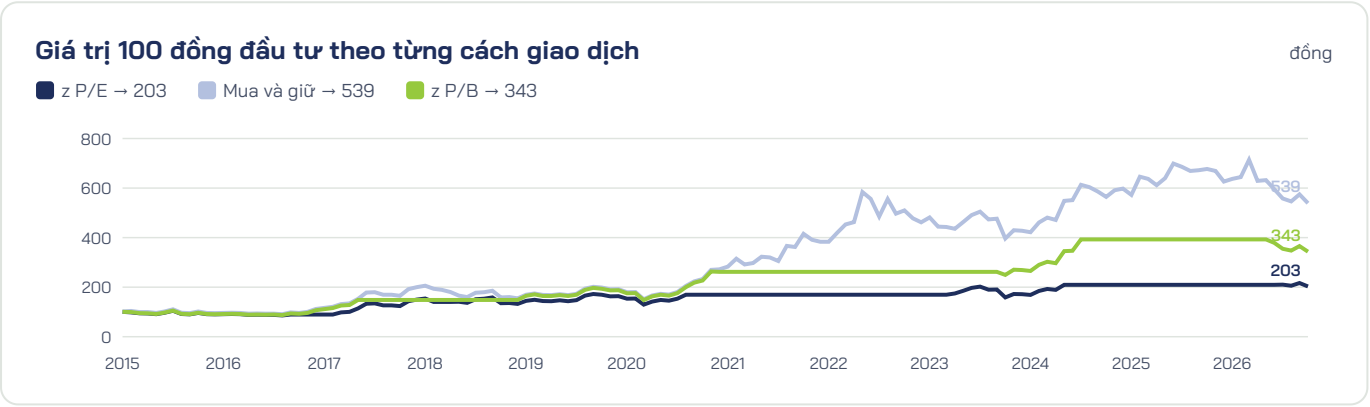
9 Giao dịch: mua và giữ REE tốt hơn giao dịch theo định giá; mua thêm chỉ ở vùng P/B ≤ 1,15x

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < −1 là rẻ bất thường so với chính REE. Hiện z P/E −1,22, z P/B −1,90: P/B ở vùng rẻ nhất 3 năm.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc đặt trước, chạy từ 01/2015 trên giá điều chỉnh gồm cổ tức; BCTC lấy sau 45 ngày; khớp phiên sau tín hiệu; phí 0,4%/chiều; không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua và giữ REE cho +15,4%/năm, tốt hơn cả hai quy tắc z (P/B +11,0%/năm, P/E +6,2%/năm) vì REE tăng trưởng đều và các quy tắc đứng ngoài thị trường nhiều năm; quy tắc z P/B có sụt giảm tối đa thấp hơn (−28% so với −39%).
- **Hạn chế:** chỉ 4 lệnh trong gần 12 năm; quy tắc z P/B đang mở lệnh mua.

- **Ý nghĩa hiện tại:** định giá rẻ là lý do giữ REE; mua thêm ở P/B ≤ 1,15x (dưới ~40 nghìn đ), nơi lịch sử cho lợi suất 250 phiên bình quân +36%.

Quy tắc (01/2015–10/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	203	+6,2%	−28%	5	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	343	+11,0%	−28%	4	Có
Mua và giữ	**539**	**+15,4%**	**−39%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 16/10/2026; phí 0,4% mỗi chiều.



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh gồm cổ tức, đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH REE

- **Đang nắm giữ:** giữ; giá trị hợp lý 43,9 nghìn đ ≈ giá hiện tại, cổ tức tiền 10%/năm (~2,2%); chốt lời từng phần trên 57,5 nghìn đ (P/B > 1,65x).
- **Chưa có:** chia 3 phần — phần 1 dưới 42 nghìn đ, phần 2 dưới 40 nghìn đ (P/B ≤ 1,15x), phần 3 khi BCTC quý 4 xác nhận LNST mẹ 2026 ≥ 2,6 nghìn tỷ và Duyên Hải 2–3 đã vận hành.
- **Nâng/hạ hạng:** lên TÍCH LŨY khi giá ≤ 40 nghìn đ hoặc Platinum Victory có phương án tăng sở hữu; xuống THEO DÕI nếu LNST mẹ quý 3 < 500 tỷ, Duyên Hải 2–3 trễ sang giữa 2027 hoặc trích lập FIT Thuận Bình.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 18/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.