

CTCP Cơ điện lạnh (HOSE: REE)**Khuyến nghị****MUA**

Giá hiện tại	50,400
Giá mục tiêu	63,700
% tăng giá	26.4%
Ngày báo cáo	21/6/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	31,394
KLGD TB/ngày (10n)	338,690
% sở hữu NĐTNN	49%
SLCP lưu hành	622,899,036
SLCP niêm yết	622,899,036
P/E trailing	11.93
P/B (gần nhất)	1.29
ROA	6.78%
ROE	10.92%
EPS	4,857
Book value	38,855

Tổng quan doanh nghiệp

Tiền thân là công ty nhà nước được thành lập vào năm 1977, REE đã thực hiện cổ phần hóa vào năm 1993 và trở thành một trong những công ty đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2000. Trải qua gần nửa thế kỷ phát triển, REE hiện là một trong những nhà phát triển năng lượng hàng đầu và là nhà thầu cơ điện lạnh số 1 Việt Nam với nhiều dự án nổi bật. Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn nắm giữ cổ phần tại các đơn vị cấp nước quan trọng ở Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh, đồng thời sở hữu danh mục bất động sản văn phòng cho thuê quy mô gần 182,000 m² tại các khu vực trung tâm và vị trí chiến lược

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Backlog lớn mảng M&E, tuy nhiên điều kiện thủy văn 2026 kém thuận lợi hơn

Chúng tôi thực hiện định giá CTCP Cơ điện lạnh (HOSE: REE) bằng phương pháp định giá từng phần (SOTP). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **63,700 VND/cổ phiếu**, với mức upside tiềm năng **26.4%** so với mức giá đóng cửa ngày 19/06/2026. Triển vọng của REE trong 2026 đến từ:

- Mảng cơ điện: Backlog khủng tạo tiền đề doanh thu 2026
- Mảng năng lượng: Diễn biến thủy văn kém thuận lợi + Gia tăng công suất điện gió
- Bất động sản: Triển vọng chính ở BĐS cho thuê

Mảng cơ điện: Backlog khủng tạo tiền đề doanh thu 2026

REE đang tái định vị mảng M&E theo hướng mở rộng hiện diện trong lĩnh vực xây lắp công nghiệp, sản xuất công nghệ cao và các dự án năng lượng nhằm đón đầu làn sóng đầu tư FDI vào Việt Nam. Haseco dự báo doanh thu mảng M&E của REE có thể tăng trưởng khoảng 30% trong năm 2026, đạt 4,577 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi lượng backlog lớn chuyển tiếp từ cuối năm 2025 cùng triển vọng kỳ mới trên 6,000 tỷ đồng từ các dự án trọng điểm.

Mảng năng lượng: Diễn biến thủy văn kém thuận lợi + Gia tăng công suất điện gió

Haseco cho rằng 2026-2027 sẽ là chu kỳ thủy văn không thuận lợi đối với ngành thủy điện, qua đó ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng phát điện của các nhà máy trong danh mục năng lượng của REE. Tuy nhiên, sự suy giảm sản lượng của thủy điện có thể bù đắp phần nào bởi mảng điện gió. Nhà máy Điện gió Duyên Hải đã chính thức vận hành thương mại từ tháng 3/2026 và dự kiến đóng góp hơn 100 triệu kWh sản lượng điện ngay trong năm đầu tiên. Sau năm 2026, REE tiếp tục phát triển các dự án điện gió như cụm điện gió Phú Cường (200 MW) và Vĩnh Tân (200 MW).

Bất động sản: Triển vọng chính ở BĐS cho thuê

Chúng tôi dự báo tỷ lệ lấp đầy của E.Town 6 cải thiện đáng kể từ mức 10% (2024) và 53% (2025) lên gần 90% vào năm 2026. Kỳ vọng này đến từ (1) Triển vọng tích cực của thị trường văn phòng TP. HCM; (2) Chi phí thuê hấp dẫn hơn so với nhiều tòa cùng phân khúc trong khu vực. Nhờ đó, tỷ lệ lấp đầy bình quân toàn bộ danh mục văn phòng được dự báo tăng từ khoảng 92% trong năm 2025 lên 96% trong năm 2026.

Khuyến nghị

Haseco đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu REE với giá trị hợp lý cho năm 2026 là **63,700 VND/cổ phiếu**, tương đương upside **26.4%** so với giá đóng cửa ngày 19/06/2026 dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

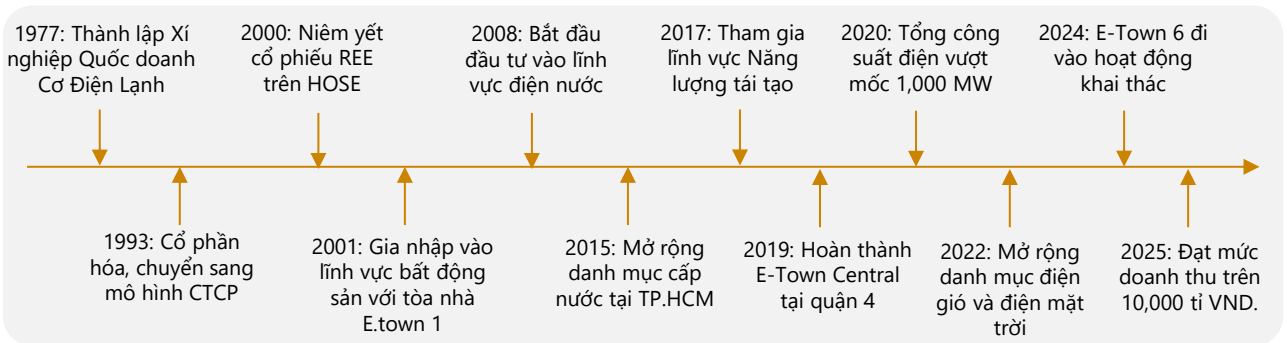
A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành



Tiền thân là công ty nhà nước thành lập năm 1977, REE đã thực hiện cổ phần hóa vào năm 1993 và trở thành một trong những công ty đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2000. Trải qua gần nửa thế kỷ phát triển, REE hiện là một trong những nhà phát triển năng lượng hàng đầu và là nhà thầu cơ điện lạnh số 1 Việt Nam. Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn nắm giữ cổ phần tại các đơn vị cấp nước quan trọng ở Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh, đồng thời sở hữu danh mục bất động sản văn phòng cho thuê quy mô gần 182,000 m² tại các khu vực trung tâm và vị trí chiến lược.

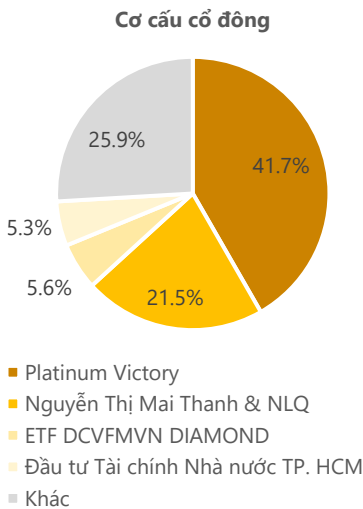
Lịch sử hình thành



Nguồn: REE

II. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của REE tương đối cô đặc. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài của công ty đã ở mức tối đa là 49%, trong đó nhóm cổ đông ngoại Platinum Victory là cổ đông lớn nhất nắm giữ 41.7% cổ phần. Gia đình bà Nguyễn Thị Mai Thanh nắm giữ 21.5%, trong đó riêng chủ tịch sở hữu 12.8% cổ phần.



Nguồn: REE

➤ **Nhóm Platinum Victory:** quỹ đầu tư trực thuộc Jardine Cycle & Carriage (JC&C) - một trong những tập đoàn hàng đầu Singapore. Platinum Victory bắt đầu trở thành cổ đông của REE từ năm 2012 thông qua mua cổ phần và trái phiếu chuyển đổi do REE phát hành. Kể từ đó, quỹ liên tục gia tăng tỷ lệ sở hữu và đến nay nắm khoảng 41.7%, tăng đáng kể so với mức 35% trong năm 2024 để đạt tỷ lệ phủ quyết tại REE.

➤ **Nhóm bà Nguyễn Thị Mai Thanh:** Hiện đang là chủ tịch HĐQT và là cổ đông đời đầu của REE từ khi doanh nghiệp cổ phần hoá.

Cả 2 nhóm cổ đông đều có ảnh hưởng đáng kể đến định hướng phát triển của REE. Vì vậy, bất kỳ sự xung đột về lợi ích giữa hai bên đều có thể tác động trực tiếp đến quản trị và vận hành doanh nghiệp. Tuy nhiên, Platinum Victory và bà Thanh đã đồng hành cùng REE trong hơn một thập kỷ. Động thái gia tăng sở hữu của quỹ chủ yếu nhằm củng cố quyền lợi cổ đông và duy trì việc tham gia vào các quyết định quan trọng của công ty, hơn là mục tiêu thâm tóm hoặc giành quyền kiểm soát từ nhóm cổ đông sáng lập.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

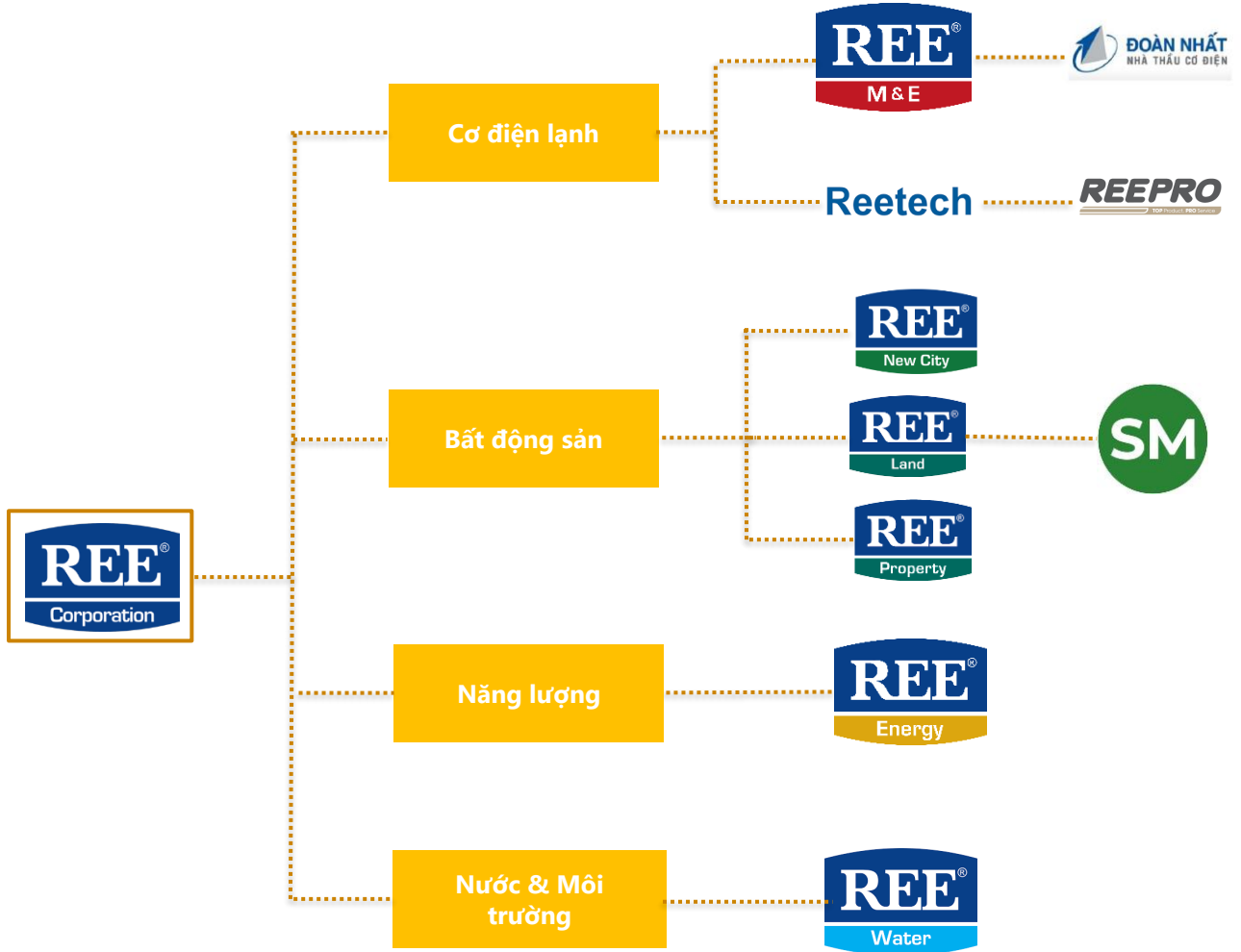
Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

III. Mô hình kinh doanh

Mô hình của REE được cấu trúc dưới dạng công ty Holding, sở hữu loạt công ty con và công ty liên kết. Trong đó, bao gồm 4 sub-holding chính ở các lĩnh vực Cơ điện lạnh, Bất động sản, Năng lượng và Nước.

Cơ cấu tổ chức



Nguồn: REE

1. Cơ điện lạnh

Mảng cơ điện lạnh (M&E) là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi và cũng là nền tảng hình thành nên REE. Mảng M&E có đặc điểm biên lợi nhuận không cao so với các lĩnh vực đầu tư hạ tầng của REE, tuy nhiên đóng vai trò quan trọng trong việc tạo doanh thu ổn định, duy trì dòng tiền, giúp doanh nghiệp xây dựng quan hệ với các chủ đầu tư lớn và duy trì vị thế là thương hiệu M&E uy tín nhất tại Việt Nam. Hiện REE sở hữu 100% hai công ty con trong mảng cơ điện lạnh, bao gồm REE M&E và REETech.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

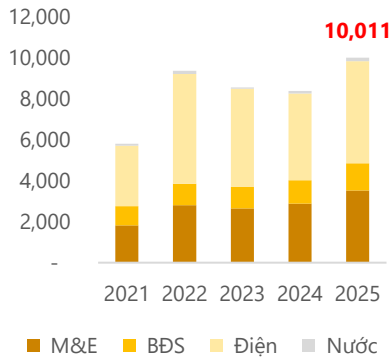
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

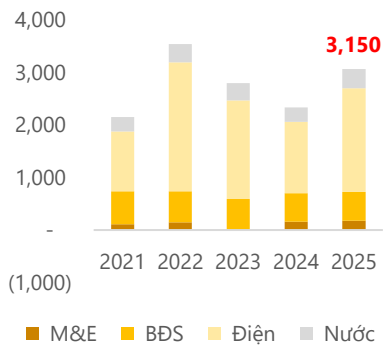
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Cơ cấu doanh thu



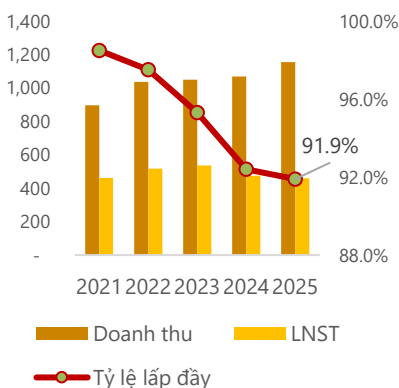
Nguồn: REE

Cơ cấu LNST



Nguồn: REE

Mảng cho thuê văn phòng



Nguồn: REE

- **REE M&E:** một trong những nhà thầu cơ điện lớn nhất Việt Nam, chuyên cung cấp các giải pháp thiết kế, thi công, lắp đặt và bảo trì hệ thống cơ điện cho các công trình dân dụng, thương mại và công nghiệp. Phạm vi công việc bao gồm hệ thống điều hòa không khí (HVAC), điện, cấp thoát nước, phòng cháy chữa cháy, hệ thống quản lý tòa nhà thông minh (BMS), năng lượng tái tạo và các hạ tầng kỹ thuật khác. Nhờ kinh nghiệm gần 50 năm trong ngành, REE M&E đã tham gia hàng loạt dự án quy mô lớn như sân bay, bệnh viện, trung tâm thương mại, nhà máy công nghiệp, khách sạn và các tòa nhà văn phòng hạng A trên cả nước.
- **REETech:** thương hiệu điều hòa không khí của REE, sở hữu công ty con là REEPro cung cấp một số sản phẩm và dịch vụ như vật tư thiết bị cơ khí, máy lạnh tủ điện và dịch vụ lắp đặt, thi công, hệ thống năng lượng mặt trời.

2. Bất động sản

Mảng bất động sản của REE bao gồm 2 mảng chính: BĐS cho thuê và BĐS thương mại, trong đó BĐS cho thuê là động lực tăng trưởng chính. Khác với nhiều doanh nghiệp bất động sản theo đuổi mô hình phát triển dự án để bán, REE lựa chọn chiến lược nắm giữ dài hạn các tài sản thương mại nhằm tạo thu nhập cho thuê định kỳ. Danh mục bất động sản của công ty hiện bao gồm chuỗi tòa nhà E-Town tại khu vực Tây Bắc TP.HCM cùng các dự án văn phòng hạng A như E.town Central và E-Town 6, với tổng diện tích sàn cho thuê xấp xỉ 182,000 m² và khách hàng lên đến hơn 200 doanh nghiệp, chủ yếu là doanh nghiệp đa quốc gia, công ty công nghệ, tài chính. Tính đến năm 2025, tổng giá trị ròng các tòa nhà đang vận hành đạt 2,542 tỷ đồng, trong đó công ty mẹ REE trực tiếp nắm giữ 73.8% giá trị ròng của dự án tương đương 1,877 tỷ đồng; 26.2% còn lại tương đương 665 tỷ đồng do CTCP BĐS Song Mai nắm giữ (chủ sở hữu 100% của tòa E.Town Central). Trong đó, doanh thu cho thuê BĐS văn phòng từ các tòa nhà REE sở hữu toàn bộ giá trị (trừ tòa E.Town Central) chiếm đến 65-70% cơ cấu doanh thu mảng BĐS, còn doanh thu từ BĐS Song Mai đem lại cho REE khoảng 30% doanh thu cho thuê mỗi năm.

3. Nước & Môi trường

Thay vì trực tiếp vận hành toàn bộ chuỗi giá trị, REE thông qua REE Water (sở hữu 100%) đầu tư dài hạn vào các công ty sản xuất và phân phối nước sạch có vị thế độc quyền tự nhiên tại các khu đô thị lớn. Mảng nước có đặc điểm nổi bật là nhu cầu tiêu thụ ổn định, ít chịu ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế và được bảo vệ bởi rào cản gia nhập ngành rất cao do liên quan đến hạ tầng thiết yếu và cơ chế cấp phép của địa phương. Nhờ đó, các doanh nghiệp cấp nước thường duy trì dòng tiền đều đặn, tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao và khả năng tăng trưởng ổn định theo tốc độ đô thị hóa và gia tăng dân số. Đối với REE, đây là mảng đầu tư mang tính phòng thủ cao, tạo nguồn lợi nhuận bền vững và đóng vai trò cân bằng rủi ro cho danh mục năng lượng vốn chịu ảnh hưởng bởi điều kiện thời tiết và biến động thị trường điện. Mặc dù chỉ chiếm khoảng 1.7% doanh thu REE trong 2025, nhưng mảng nước lại đóng góp đến 11.5% LNST.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Mạng nước REE

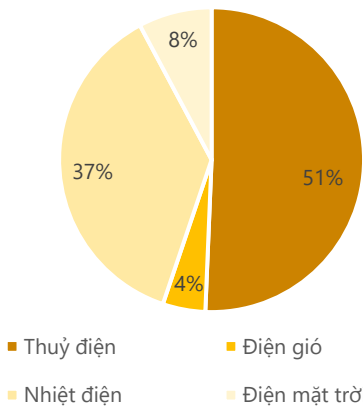


Nguồn: REE

- **Nhóm sản xuất nước:** REE Water hiện sở hữu danh mục đầu tư tại các nhà máy nước trọng điểm với tổng công suất thiết kế khoảng 900,000 m³/ngày, tương đương gần 37.5% tổng công suất cấp nước của TP.HCM (bao gồm cụm Nhà máy nước Tân Hiệp với công suất 300,000 m³/ngày và cụm Nhà máy nước Thủ Đức với công suất 600,000 m³/ngày). Bên cạnh thị trường phía Nam, REE Water còn mở rộng hiện diện tại Hà Nội thông qua việc nắm giữ 35.9% cổ phần tại CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà (Viwasupco - VCW). Doanh nghiệp này là chủ đầu tư và vận hành Nhà máy nước Sông Đà có công suất khoảng 300,000 m³/ngày, đóng góp gần 20% tổng công suất nước sạch của Hà Nội và cung cấp nước cho khoảng 10 quận, huyện khu vực phía Tây Nam thành phố. Hoạt động của Viwasupco chủ yếu tập trung vào mảng bán buôn nước sạch, với các khách hàng lớn gồm VIWACO, Hadowa và HAWACOM. Nhờ sở hữu các tài sản sản xuất nước quy mô lớn tại hai đô thị đông dân nhất cả nước, REE Water đang từng bước xây dựng vị thế là một trong những nhà đầu tư hạ tầng nước sạch hàng đầu Việt Nam.

- **Nhóm phân phối nước:** REE hiện nắm giữ cổ phần tại một số doanh nghiệp như CTCP Cấp nước Thủ Đức, CTCP Cấp nước Nhà Bè và CTCP Cấp nước Gia Định. Thông qua mạng lưới phân phối của các đơn vị này, nguồn nước sạch từ các nhà máy nước thuộc hệ sinh thái REE được cung cấp đến khoảng 3 triệu người dân, tương đương gần một phần ba dân số TP.HCM.

Công suất điện các mảng



Nguồn: REE

4. Năng lượng

REE thông qua REE Energy (nắm giữ 100%) đầu tư đa dạng trải rộng trên nhiều loại hình phát điện gồm thủy điện, nhiệt điện, điện gió và điện mặt trời với tổng công suất đạt khoảng 2,857 MW và khoảng 1,250 MW theo tỷ lệ sở hữu. Doanh thu và LNST mảng điện năm 2025 đạt 4,979 tỷ đồng và 1,976 tỷ đồng, tương ứng chiếm khoảng 49.7% và 62.7% tổng doanh thu và LNST hợp nhất của REE.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

❖ Thủy điện

Hiện tại, REE Energy đang sở hữu cổ phần tại 13 doanh nghiệp thủy điện (bao gồm 5 công ty con và 8 công ty liên kết) trải dài khắp cả nước với tổng công suất đạt 1,423 MW. Trong đó, có 6 doanh nghiệp lớn đóng góp đến 85% công suất trong danh mục thủy điện của REE, bao gồm TBC, VSH, TMP, SBH, CHP và SHP.

Danh mục đầu tư thủy điện REE

Hình thức sở hữu	Tên công ty	Tỷ lệ nắm giữ (%)	Công suất (MW)
Công ty con	CTCP Phát triển điện Đông Dương (IDE)	99.99%	22
	CTCP GE Tây Nguyên (GE)	99.99%	7
	CTCP Thủy điện Mường Hum (MHP)	79.87%	35
	CTCP Thủy điện Thác Bà (TBC)	60.42%	120
	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (VSH)	52.58%	356
Công ty liên kết	CTCP Thủy điện Thác Mơ (TMP)	42.63%	170
	CTCP Thủy điện Thác Bà 2 (TBC 2)	35.60%	18.9
	CTCP Thủy điện Sử Pán 2 (SP2)	34.99%	34.5
	CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng - IDICO (ISH)	34.30%	51
	CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ (SBH)	25.76%	220
	CTCP Thủy điện Bình Điền (BDH)	25.47%	44
	CTCP Thủy điện miền Trung (CHP)	24.25%	222
	CTCP Thủy điện miền Nam (SHP)	11.09%	123

Nguồn: REE

- TBC: vận hành nhà máy thủy điện Thác Bà tại Yên Bái với công suất lắp đặt khoảng 120 MW, khai thác nguồn nước từ hồ Thác Bà có diện tích mặt nước hơn 23,000 ha. Do đặc điểm là thủy điện hồ chứa lớn tại miền Bắc, kết quả kinh doanh của TBC phụ thuộc đáng kể vào tình hình thủy văn và lượng nước về hồ hàng năm, nhưng nhìn chung vẫn ổn định hơn nhiều nhà máy thủy điện chạy theo lưu lượng nước.
- VSH: khoản đầu tư thủy điện lớn và quan trọng nhất trong danh mục của REE. VSH hiện vận hành cụm nhà máy thủy điện gồm Vĩnh Sơn, Sông Hinh và đặc biệt là dự án Thượng Kon Tum (dự án có vốn đầu tư lớn nhất của VSH ~9,000 tỷ đồng với công suất 220 MW), giúp nâng tổng công suất của VSH lên 356 MW.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

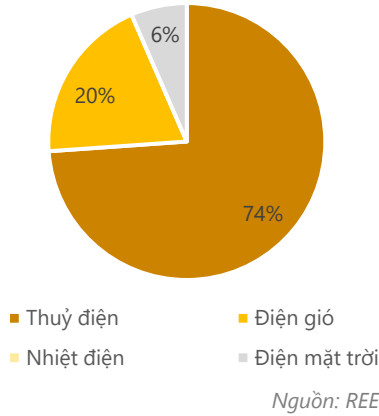
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

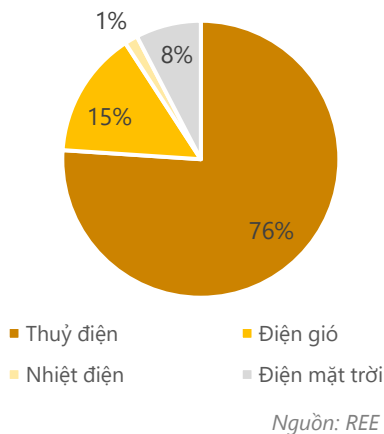
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Doanh thu mảng điện 2025



LNST mảng điện 2025



- **TMP:** vận hành Nhà máy Thủy điện Thác Mơ tại Bình Phước với công suất lắp đặt 170 MW, bao gồm hai tổ máy phát điện khai thác nguồn nước từ hồ Thác Mơ trên sông Bé. Đây là một trong những nhà máy thủy điện quan trọng của khu vực Đông Nam Bộ, cung cấp điện cho vùng kinh tế trọng điểm phía Nam.
- **SBH:** vận hành Nhà máy Thủy điện Sông Ba Hạ nằm trên hệ thống sông Ba, tỉnh Phú Yên, với công suất lắp đặt 220 MW gồm hai tổ máy phát điện. Nhà máy chính thức vận hành thương mại từ năm 2009 và hiện là một trong những nguồn cung điện quan trọng cho khu vực miền Trung và Tây Nguyên.
- **CHP:** vận hành Nhà máy Thủy điện A Lưới tại Huế với công suất lắp đặt 222 MW, khai thác nguồn nước từ lưu vực sông A Sáp và sông Bồ, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp điện cho khu vực miền Trung.
- **SHP:** tập trung tại khu vực Tây Nguyên và Nam Trung Bộ. Công ty hiện sở hữu 3 nhà máy thủy điện gồm Đa M’bri, Đa Dâng 2 và Đa Siat với tổng công suất khoảng 123 MW.

Danh mục thủy điện của REE có hiệu suất vận hành vượt trội so với mặt bằng chung của ngành. Các nhà máy trong danh mục đạt số giờ phát điện bình quân khoảng 4,250 giờ mỗi năm với hệ số công suất trung bình khoảng 48.5%. Mức này cao hơn đáng kể so với trung bình ngành thủy điện Việt Nam, vốn chỉ dao động quanh 3,500-3,600 giờ vận hành mỗi năm với hệ số công suất khoảng 40%.

❖ Điện gió

REE bắt đầu đẩy mạnh đầu tư vào điện gió từ giai đoạn 2019-2021, thời điểm Chính phủ ban hành cơ chế giá FIT ưu đãi cho các dự án năng lượng tái tạo. Hiện tại, REE sở hữu 3 dự án điện gió với tổng công suất 175 MW:

- **REE Trà Vinh:** REE sở hữu 100%, có công suất 48 MW. Đây là dự án điện gió gần bờ vận hành thương mại trước T10/2021 nên được hưởng giá FIT 9.8 US cents/kWh.
- **Duyên Hải V1-4:** REE sở hữu 70%, công suất 48 MW, đã vận hành từ 16/3/2026.
- **Phong Điện Thuận Bình:** REE sở hữu 50%, gồm 3 nhà máy điện gió trên bờ với tổng công suất 79 MW: Phú Lạc 1 (24 MW), Phú Lạc 2 (25.2 MW), Lợi Hải 2 (28.8 MW). Cả 3 nhà máy đều được hưởng giá FIT 8.5 US cents/kWh.

Danh mục điện gió của REE được đặt chủ yếu tại các khu vực ven biển có nguồn tài nguyên gió thuộc nhóm tốt nhất Việt Nam, nổi bật là khu vực Trà Vinh (Duyên Hải) và tại dải duyên hải Nam Trung Bộ như Ninh Thuận, Bình Thuận. Đây là những địa bàn có tốc độ gió trung bình cao, dao động khoảng 6.5-9 m/s. Đặc biệt, khu vực ven biển Trà Vinh được hưởng lợi từ gió biển ổn định quanh năm từ biển Đông, ít bị cản trở bởi địa hình, giúp các dự án điện gió duy trì hệ số công suất ở mức tương đối cao so với mặt bằng chung ngành. Trong khi đó, Ninh Thuận và Bình Thuận được xem là “thủ phủ gió” của Việt Nam với điều kiện gió mạnh và ổn định hàng đầu Đông Nam Á.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

❖ Nhiệt điện

Mặc dù đóng góp đến 37% tổng công suất danh mục điện của REE, mảng Nhiệt điện chỉ đóng góp 1% LNST năm 2025. Điều này một phần đến từ việc tính đến hết năm 2024, REE đã thoái vốn hết hoàn toàn 29.45% cổ phần tại Nhiệt điện Ninh Bình (NBP) với mục đích chính để dịch chuyển danh mục đầu tư sang NLTT. Vậy nên, LNST từ mảng này đều đến từ nhà máy nhiệt điện Phả Lại (PPC) với tổng công suất 1,040 MW (dây chuyền 1: 440 MW và dây chuyền 2: 600 MW), đặt tại TP Hải Phòng. Nhà máy nhiệt điện than Phả Lại đã vận hành lâu năm, suất hao nhiệt cao. Tuy nhiên do nằm ở khu vực miền Bắc thường gặp tình trạng thiếu điện cùng với vị trí của PPC nằm ở nút giao phụ tải quan trọng, nên PPC vẫn được kì vọng duy động nhiều.

❖ Điện mặt trời

REE bắt đầu tham gia mạnh vào lĩnh vực này trong giai đoạn 2018-2020 thông qua việc đầu tư và mua cổ phần tại nhiều dự án điện mặt trời được hưởng cơ chế giá FIT ưu đãi của Chính phủ. Danh mục điện mặt trời của REE tập trung chủ yếu tại các tỉnh Nam Trung Bộ và Tây Nguyên như Ninh Thuận, Bình Thuận và Gia Lai - những khu vực có cường độ bức xạ mặt trời cao nhất cả nước với số giờ nắng dao động từ 2,000-3,000 giờ mỗi năm. REE hiện sở hữu 219 MW điện mặt trời tương ứng khoảng 8% tổng công suất điện trong danh mục năng lượng của REE. Điểm mạnh của điện mặt trời là chi phí vận hành rất thấp sau khi hoàn thành đầu tư ban đầu, không tiêu tốn nhiên liệu và ít chịu ảnh hưởng bởi biến động giá nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên, đặc thù của lĩnh vực này là yêu cầu vốn đầu tư lớn, phụ thuộc vào bức xạ mặt trời, khiến sản lượng có tính chu kỳ theo thời tiết và mùa vụ.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

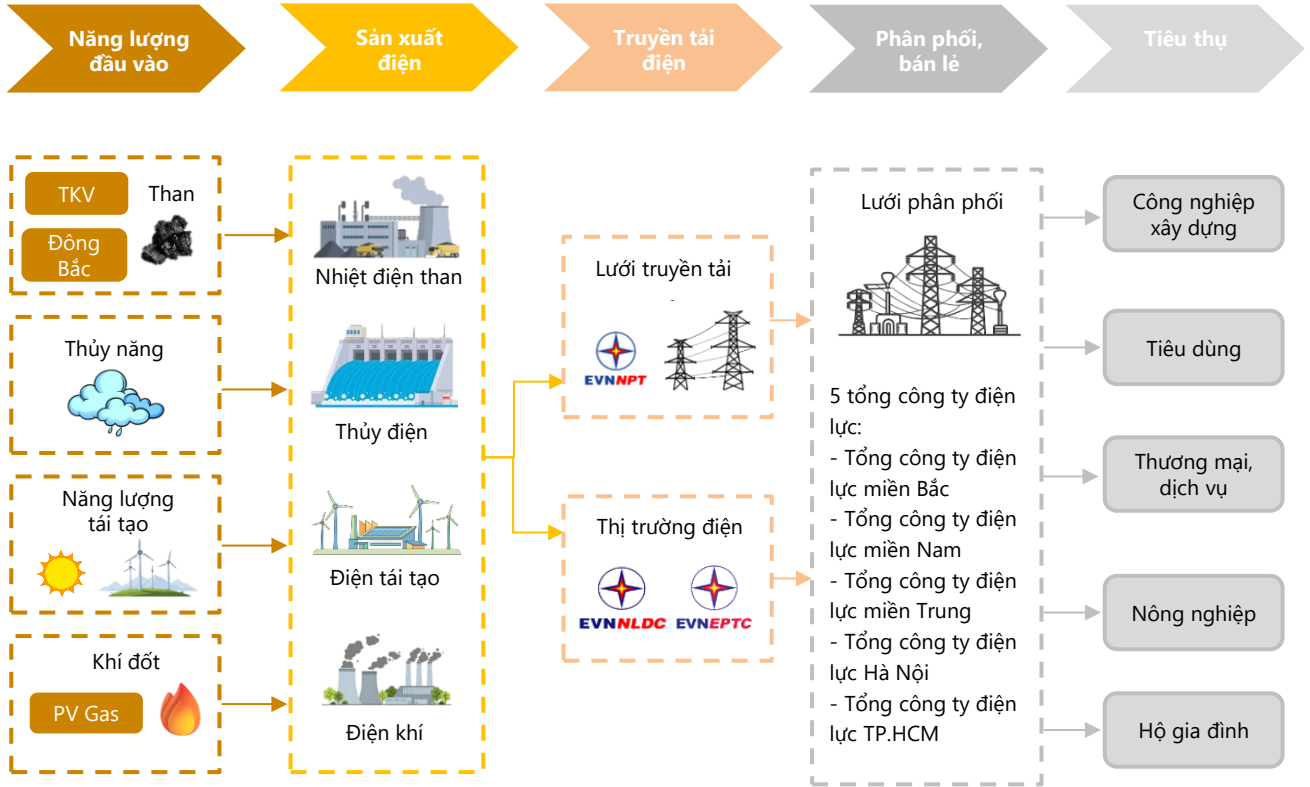
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

B. TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM

I. Tổng quan

1. Chuỗi giá trị ngành điện Việt Nam



Nguồn: Haseco tổng hợp

- Đầu vào: bao gồm nhiên liệu hoá thạch (than, dầu khí) và năng lượng tái tạo (thủy năng, gió, mặt trời).
- Sản xuất điện: quá trình chuyển đổi năng lượng thành điện năng, bao gồm điện than, thủy điện, điện tái tạo hay điện khí.
- Truyền tải điện: Điện năng được đưa từ nhà máy tới nơi tiêu thụ thông qua mạng lưới truyền tải điện và máy biến áp. Lưới truyền tải thường gắn với khâu sản xuất điện, đưa điện từ các nhà máy tới các trung tâm phụ tải.
- Phân phối, bán lẻ: Lưới phân phối kết nối các tổng công ty điện lực tới các khách hàng tiêu thụ điện.
- Tiêu thụ: Đầu ra duy nhất là điện năng và được sử dụng trong hầu hết mọi lĩnh vực. Các khách hàng tiêu thụ điện thường được chia thành các nhóm gồm: công nghiệp, dân dụng, nông nghiệp và thương mại dịch vụ.

Chuỗi giá trị ngành Điện Việt Nam vẫn còn tính độc quyền cao. EVN có vị thế độc quyền trong các khâu trên và cũng nắm giữ tỷ lệ sở hữu rất lớn trong khâu sản xuất điện.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

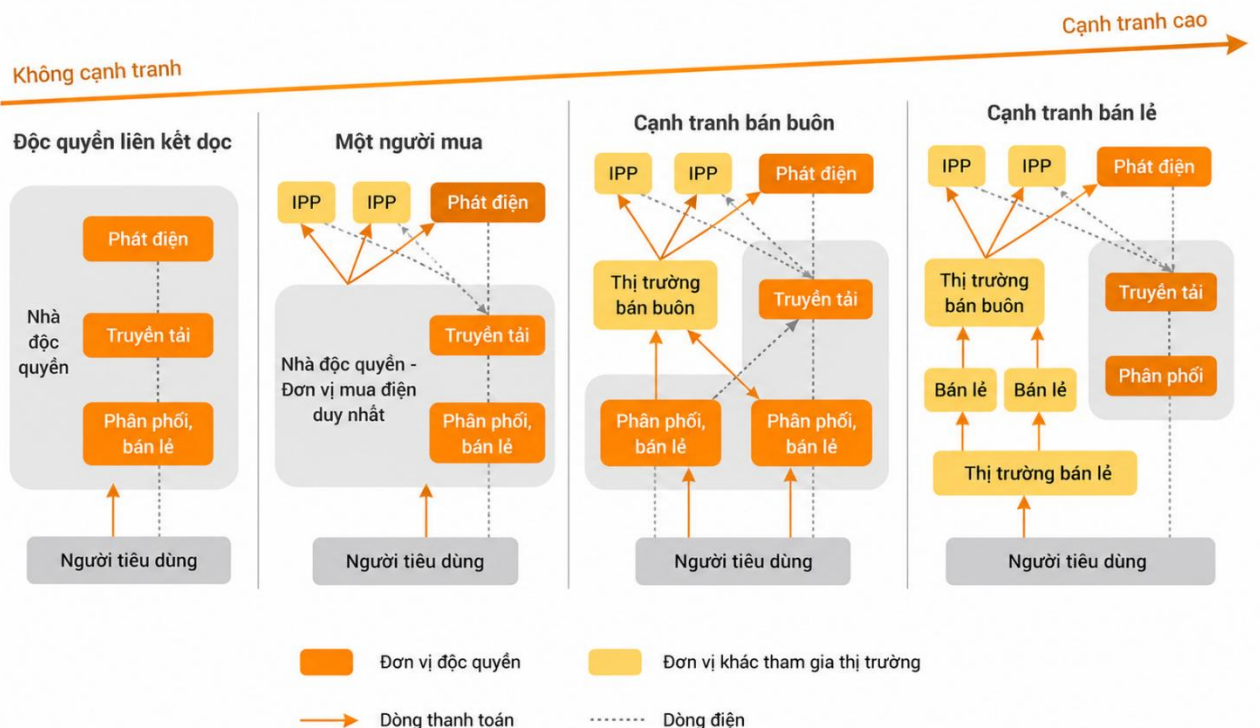
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

2. Cấu trúc thị trường điện Việt Nam

Trước năm 2012, ngành điện Việt Nam vận hành theo mô hình độc quyền tích hợp theo chiều dọc, trong đó EVN nắm giữ và kiểm soát toàn bộ chuỗi giá trị từ phát điện, truyền tải, điều độ hệ thống, phân phối cho đến bán lẻ điện cho người dùng cuối. Mô hình này giúp việc quản lý hệ thống điện quốc gia được thực hiện tập trung, đồng bộ, đồng thời tận dụng lợi thế quy mô để tối ưu chi phí vận hành và đầu tư trên toàn hệ thống. Tuy nhiên, khi nhu cầu điện tăng nhanh cùng với sự phát triển của nền kinh tế, cấu trúc độc quyền cũng bộc lộ nhiều hạn chế như nguy cơ lạm dụng vị thế thị trường, thiếu áp lực cạnh tranh để nâng cao hiệu quả hoạt động và hạn chế động lực đầu tư, cải tiến hạ tầng điện lực. Nhằm nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn lực và thu hút sự tham gia của khu vực tư nhân, Việt Nam đã từng bước triển khai lộ trình tự do hóa ngành điện, bắt đầu với việc vận hành Thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) từ ngày 01/07/2012 và tiếp tục chuyển sang mô hình Thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM) từ năm 2019. Đến nay, khâu phát điện đã hình thành môi trường cạnh tranh với sự tham gia của nhiều doanh nghiệp thuộc các thành phần kinh tế khác nhau, trong khi thị trường bán lẻ điện đang từng bước được mở cửa. Ngược lại, các hoạt động truyền tải điện và điều độ hệ thống vẫn duy trì tính độc quyền tự nhiên dưới sự quản lý của Nhà nước do đặc thù liên quan đến an ninh năng lượng và yêu cầu đầu tư hạ tầng quy mô lớn.

Các mô hình thị trường điện



Nguồn: Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

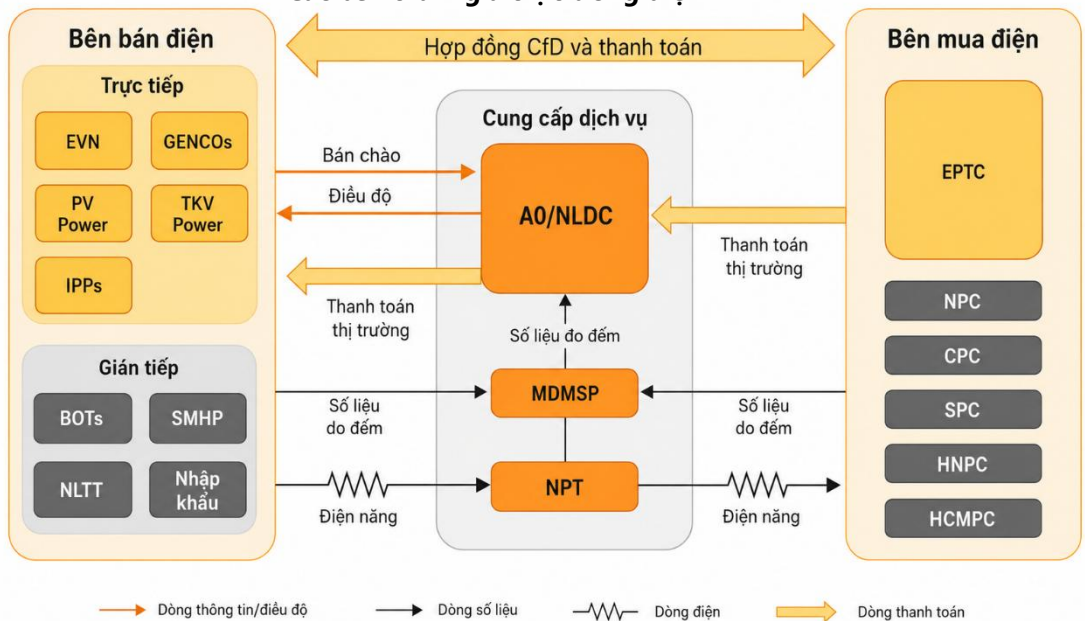
Hiện nay, thị trường điện Việt Nam vẫn vận hành theo mô hình bán buôn điện cạnh tranh và hướng tới thị trường bán lẻ vào 2027. Cụ thể theo mô hình này, thị trường không còn chỉ có một người mua duy nhất là EVN như trước đây, mà các đơn vị phân phối điện được phép tham gia trực tiếp vào hoạt động mua điện trên thị trường.

Về cơ cấu vận hành, các đơn vị phát điện như thủy điện, nhiệt điện, điện gió và điện mặt trời sẽ chào giá bán điện lên thị trường. Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (A0) thực hiện huy động các nhà máy theo nguyên tắc tối ưu chi phí và đảm bảo an toàn hệ thống. Điện năng sau đó được giao dịch thông qua thị trường bán buôn trước khi được các tổng công ty điện lực mua để phân phối cho khách hàng cuối cùng.

Điểm khác biệt lớn nhất so với giai đoạn "một người mua" là 5 Tổng công ty Điện lực thuộc EVN (EVNNPC, EVNCPC, EVNSPC, EVNHANOI và EVNHCMC) không còn hoàn toàn phụ thuộc vào EVN trong vai trò trung gian mua điện mà trở thành các đơn vị tham gia thị trường bán buôn. Các đơn vị này phải dự báo nhu cầu phụ tải, lập kế hoạch mua điện và chịu trách nhiệm về hiệu quả kinh doanh điện năng của mình.

Tuy nhiên, mức độ cạnh tranh của VVEM vẫn còn tương đối hạn chế so với các thị trường điện phát triển. Trên thực tế, EVN vẫn là chủ thể chi phối phần lớn hệ thống thông qua việc sở hữu các tổng công ty phân phối, kiểm soát lưới truyền tải và đóng vai trò trung tâm trong hoạt động điều độ hệ thống. Đồng thời, phần lớn sản lượng điện của các nhà máy vẫn được bán thông qua các hợp đồng mua bán điện dài hạn (PPA), chỉ một phần sản lượng tham gia giao dịch theo giá thị trường giao ngay (spot market). Vì vậy, giá điện trên thị trường chưa hoàn toàn phản ánh cung cầu như tại các thị trường điện tự do.

Các bên tham gia thị trường điện



Nguồn: Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

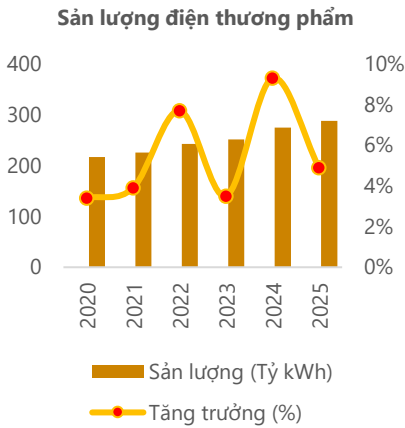
Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

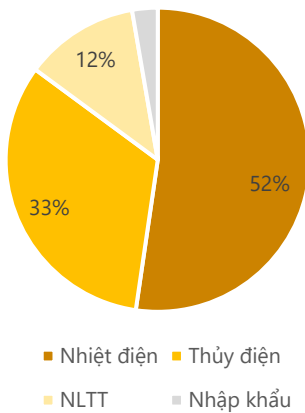
II. Triển vọng ngành điện

1. Diễn biến ngành điện 2025



Nguồn: EVN

Cơ cấu huy động 2025



Nguồn: EVN

Ngành điện Việt Nam đã phát triển mạnh trong hai thập kỷ vừa qua khi nâng tổng công suất lắp đặt chỉ 11 GW vào năm 2005 lên khoảng 87.6 GW vào năm 2025. Trong quá trình phát triển đó, nhiệt điện than và thủy điện đóng góp lớn nhất với công suất lần lượt là 28.1 GW và 24.6 GW. Trong những năm gần đây Việt Nam đang tập trung thúc đẩy và mở rộng các nguồn năng lượng tái tạo khác (điện gió và mặt trời) với tốc độ và quy mô đáng chú ý. Xuất phát từ năm 2018, công suất điện gió và mặt trời đã tăng lên 21 GW năm 2021, chiếm 27% tổng công suất lắp đặt của cả nước. Tuy nhiên giai đoạn 2022 - 2025 tốc độ tăng trưởng công suất các nguồn năng lượng tái tạo đang chậm lại do các vướng mắc về mặt chính sách hỗ trợ ngành. Tổng công suất nguồn điện (không tính nhập khẩu), tăng thêm 6.4 GW lên 87.6 GW (+7.9% YoY). Quy mô hệ thống điện Việt Nam hiện đứng thứ 2 khu vực ASEAN.

Trong năm 2025, sản lượng điện thương phẩm toàn hệ thống ước đạt khoảng 287.9 tỷ kWh, tăng 4.9% so với năm trước. Trong đó, nhiệt điện và thủy điện chiếm tới 85% sản lượng toàn hệ thống. Điều kiện thủy văn thuận lợi đã tạo động lực đáng kể cho nhóm thủy điện khi các hồ chứa ghi nhận lượng nước về dồi dào, giúp nguồn điện này được huy động ở mức cao, đặc biệt là giai đoạn cuối năm khi bước vào mùa mưa lũ cao điểm. Trong khi đó, sản lượng huy động từ điện than và điện khí vẫn tăng trưởng so với cùng kỳ, nhưng có xu hướng giảm so với những tháng đầu năm do hệ thống ưu tiên khai thác nguồn thủy điện có chi phí phát điện thấp hơn. Đối với điện gió, sản lượng phát điện được hỗ trợ bởi điều kiện gió thuận lợi hơn, nhất là trong các đợt bão và áp thấp nhiệt đới, đồng thời hưởng lợi từ việc đưa thêm các dự án mới vào vận hành. Nhờ đó, tổng công suất điện gió ước tăng khoảng 23% so với cùng kỳ.

Mặc dù ngành điện Việt Nam vẫn đối mặt với nhiều điểm nghẽn như tiến độ triển khai các dự án nguồn điện chậm hơn kế hoạch và tình trạng quá tải cục bộ của hạ tầng truyền tải, năm 2025 được xem là một cột mốc quan trọng trong quá trình cải cách và phát triển ngành khi hàng loạt cơ chế, chính sách mới được ban hành nhằm hoàn thiện khung pháp lý. Nổi bật là Nghị quyết 253/2025/QH15, trong đó cho phép điều chỉnh linh hoạt Quy hoạch điện VIII, bổ sung cơ chế chỉ định nhà đầu tư đối với các dự án năng lượng chiến lược, bao gồm điện gió ngoài khơi, đồng thời làm rõ nguyên tắc xác định giá trúng thầu là giá trong hợp đồng mua bán điện (PPA). Nghị quyết cũng mở đường cho việc thí điểm các công nghệ điện hạt nhân sử dụng lò phản ứng mô-đun nhỏ (SMR) và mở rộng phạm vi áp dụng cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA), qua đó thúc đẩy thu hút đầu tư tư nhân và đẩy nhanh tiến độ phát triển nguồn điện trong giai đoạn 2026-2030. Bên cạnh đó, Quyết định 2634/QĐ-TTg về phê duyệt danh mục các dự án năng lượng quan trọng quốc gia cũng góp phần tạo nền tảng pháp lý và định hướng rõ ràng hơn cho việc triển khai các dự án nguồn điện và lưới điện quy mô lớn trong những năm tới.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh



Những thông tư, nghị định quan trọng của ngành điện 2025

Thông tư, nghị định	Nội dung	Những thay đổi chính	Ngày hiệu lực
100/2025/NĐ-CP	Điều chỉnh cơ chế sản lượng điện theo hợp đồng dài hạn	Cập nhật, hoàn thiện các quy định liên quan đến cơ chế bao tiêu khí trong nước, sửa đổi phương thức chuyển ngang chi phí nhiên liệu nhằm phù hợp với điều kiện vận hành thị trường điện.	5/2025
6660/BCT-ĐL	Lộ trình triển khai thị trường bán lẻ điện cạnh tranh	Bộ Công Thương lấy ý kiến về kế hoạch triển khai thị trường bán lẻ điện, trong đó đề xuất áp dụng cơ chế giá bán lẻ điện theo từng thành phần nhằm từng bước mở rộng cạnh tranh trong khâu bán lẻ.	9/2025
328/NQ-CP	Chương trình hành động bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia	Ban hành kế hoạch thực hiện Nghị quyết 70-NQ/TW với mục tiêu củng cố an ninh năng lượng, bảo đảm cung ứng điện ổn định và phát triển bền vững ngành năng lượng đến năm 2030, định hướng đến năm 2045.	10/2025
98/2025/TT-BTC	Quy định hồ sơ mời thầu lựa chọn nhà đầu tư	Ban hành bộ mẫu hồ sơ và hướng dẫn mới về quy trình lựa chọn nhà đầu tư đối với các dự án PPP và dự án đầu tư kinh doanh, góp phần chuẩn hóa công tác đấu thầu trong lĩnh vực hạ tầng năng lượng.	10/2025
2634/QĐ-TTg	Danh mục dự án năng lượng trọng điểm quốc gia	Phê duyệt các dự án năng chiến lược và ưu tiên triển khai, tạo cơ sở thúc đẩy đầu tư các dự án nguồn điện và hạ tầng năng lượng quy mô lớn.	11/2025
253/2025/QH15	Cơ chế đặc thù tháo gỡ vướng mắc phát triển điện lực giai đoạn 2026-2030	Thiết lập các cơ chế, chính sách đặc biệt nhằm xử lý các điểm nghẽn về quy hoạch, đầu tư và lựa chọn nhà đầu tư; đồng thời tạo điều kiện đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án năng lượng trọng điểm quốc gia.	3/2026 - 12/2030

Nguồn: Chính phủ, Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

2. Triển vọng ngành điện 2026

❖ **Rủi ro căng thẳng từ Trung Đông**

Những diễn biến phức tạp tại Trung Đông tiếp tục là một trong những rủi ro lớn đối với thị trường năng lượng toàn cầu trong năm 2026, đặc biệt đối với nguồn cung dầu thô và LNG. Với vai trò là khu vực sản xuất và xuất khẩu năng lượng trọng yếu của thế giới, bất kỳ sự leo thang căng thẳng địa chính trị, xung đột quân sự hay gián đoạn các tuyến hàng hải chiến lược nào cũng có thể kéo theo biến động mạnh về giá nhiên liệu trên thị trường quốc tế. Đối với Việt Nam, xu hướng gia tăng nhập khẩu than và LNG nhằm đáp ứng nhu cầu điện ngày càng cao đang khiến hệ thống năng lượng trở nên nhạy cảm hơn trước các cú sốc từ bên ngoài. Các biến động về giá và nguồn cung nhiên liệu không chỉ làm gia tăng chi phí sản xuất điện mà còn tạo áp lực đáng kể lên mục tiêu đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. Điều này cho thấy mức độ phụ thuộc ngày càng lớn của Việt Nam vào chuỗi cung ứng năng lượng toàn cầu, đồng thời làm gia tăng rủi ro trước các sự kiện gián đoạn mang tính quốc tế.

Điều này càng nhấn mạnh sự cần thiết phải tái cơ cấu nguồn cung năng lượng theo hướng đa dạng và bền vững hơn. Đây là động lực quan trọng thúc đẩy Việt Nam đẩy nhanh quá trình giảm phụ thuộc vào nhiên liệu nhập khẩu thông qua phát triển mạnh các nguồn năng lượng tái tạo trong nước, mở rộng hạ tầng LNG đi kèm chiến lược đa dạng hóa nguồn cung và tăng cường năng lực dự trữ nhiên liệu chiến lược. Song song với đó, việc hoàn thiện khung pháp lý, nâng cao hiệu quả vận hành thị trường điện và cải thiện năng lực quản trị ngành sẽ góp phần tăng khả năng chống chịu của hệ thống năng lượng trước các biến động về giá cả và nguồn cung trên thị trường quốc tế, từ đó củng cố nền tảng an ninh năng lượng trong dài hạn.

❖ **Tiếp tục sửa đổi cơ chế DPPA**

Tháng 10/2025, Bộ Công Thương đã đề xuất sửa đổi Nghị định 56 theo hướng thúc đẩy quá trình triển khai cơ chế DPPA. Cụ thể:

- DPPA (từ đường dây đấu nối riêng): (1) Ngoài doanh nghiệp NLTT và khách hàng tiêu thụ điện lớn với sản lượng sử dụng tối thiểu 200 MWh/tháng, các đơn vị bán lẻ điện hoạt động trong KCN cũng được cho phép ký hợp đồng mua điện trực tiếp từ các nhà phát triển năng lượng tái tạo trong cùng khu vực; (2) Đề xuất gỡ bỏ cơ chế áp trần đối với giá hợp đồng mua bán điện (PPA) cũng như giá bán phần điện dư phát lên lưới đối với các dự án điện mặt trời mái nhà; (3) Các doanh nghiệp phát điện NLTT được phép bán tối đa 50% sản lượng điện dư vào lưới điện của EVN.
- DPPA (từ lưới điện quốc gia): (1) Đơn vị bán lẻ điện trong KCN được phép tham gia mà không cần phải nhận ủy quyền từ các khách hàng tiêu thụ điện lớn như quy định trước đây; (2) Các trung tâm dữ liệu cũng được công nhận là đối tượng đủ điều kiện tham gia DPPA ảo; (3) EVN phải định kỳ báo cáo cho NSMO các khoản phí dịch vụ hệ thống và chênh lệch thanh toán phát sinh từ cơ chế DPPA trước 20/3 hằng năm. Báo cáo này phải bao gồm cả dữ liệu lịch sử trong vòng 10 năm và dự báo cho 5 năm tiếp theo.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

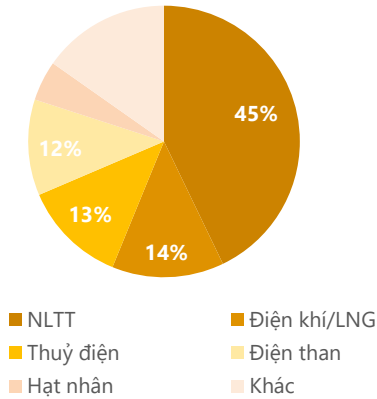
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

❖ Triển vọng từng loại hình phát điện

(1) Thủy điện

Cơ cấu nguồn điện đến 2030

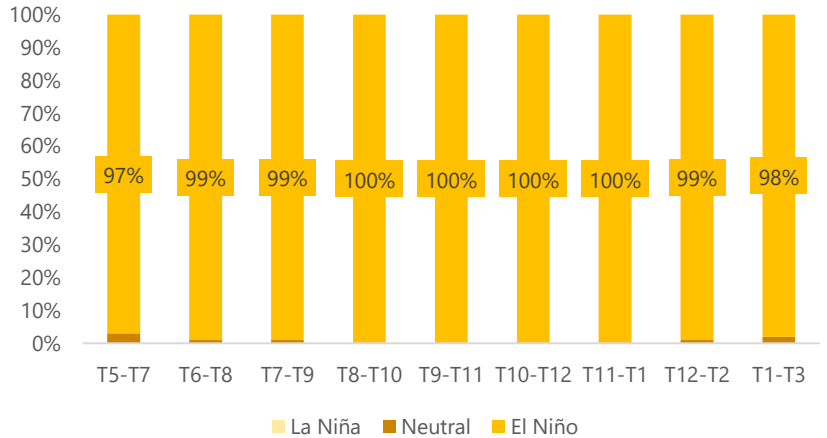


Nguồn: Bộ công thương

Theo dự báo của Trung tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia, diễn biến khí hậu trong năm 2026 được kỳ vọng sẽ có sự chuyển đổi đáng kể khi hiện tượng La Niña dần suy yếu, chuyển sang trạng thái trung tính và nhiều khả năng tiến tới El Niño trong nửa cuối năm. Sự thay đổi này làm gia tăng nguy cơ suy giảm lượng mưa và dòng chảy về các hồ chứa, từ đó tạo áp lực lên hoạt động của các nhà máy thủy điện cũng như khả năng cung ứng điện của toàn hệ thống.

Theo NOAA, El Niño đã chính thức hình thành trong tháng 6/2026 và sẽ tiếp tục mạnh lên trong mùa đông Bắc bán cầu giai đoạn 2026-2027. Điều này thể hiện qua nhiệt độ bề mặt biển cao hơn mức trung bình trên phần lớn khu vực trung tâm và phía đông Thái Bình Dương xích đạo. Chỉ số nhiệt độ tầng nước dưới bề mặt tại khu vực xích đạo (trung bình từ kinh độ 180° đến 100°T) đã giảm trong tháng qua, tuy nhiên nhiệt độ dưới bề mặt tại khu vực trung tâm và phía đông Thái Bình Dương vẫn duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với nhiều năm. Các bất thường về gió tây ở tầng thấp và gió đông ở tầng cao tiếp tục xuất hiện trên khu vực trung tâm Thái Bình Dương xích đạo, khiến hoạt động đối lưu cũng cao hơn mức trung bình. Tổng hợp các tín hiệu từ đại dương và khí quyển cho thấy hệ thống ENSO đã chính thức chuyển sang trạng thái El Niño.

Xác suất các pha thời tiết 2026-2027



Nguồn: NOAA

(2) Điện than

Trước đây, Việt Nam phát triển mạnh điện than nhờ tận dụng nguồn than nội địa dồi dào. So với các nguồn điện khác, giá thành sản xuất điện than khá rẻ, vận hành ổn định, không phụ thuộc vào tình hình thời tiết và có hệ số công suất cao, tuy nhiên lại có một số nhược điểm như mức độ phát thải cao, gây ô nhiễm môi trường và khả năng vận hành kém linh hoạt. Vì vậy, trong dài hạn điện than sẽ từng bước được giảm tỷ trọng huy động trong cơ cấu nguồn điện quốc gia. Quy hoạch điện VIII điều chỉnh ước tính công suất điện than đến 2030 chiếm khoảng 12%, đứng thứ 4 - thay vì là nguồn điện được

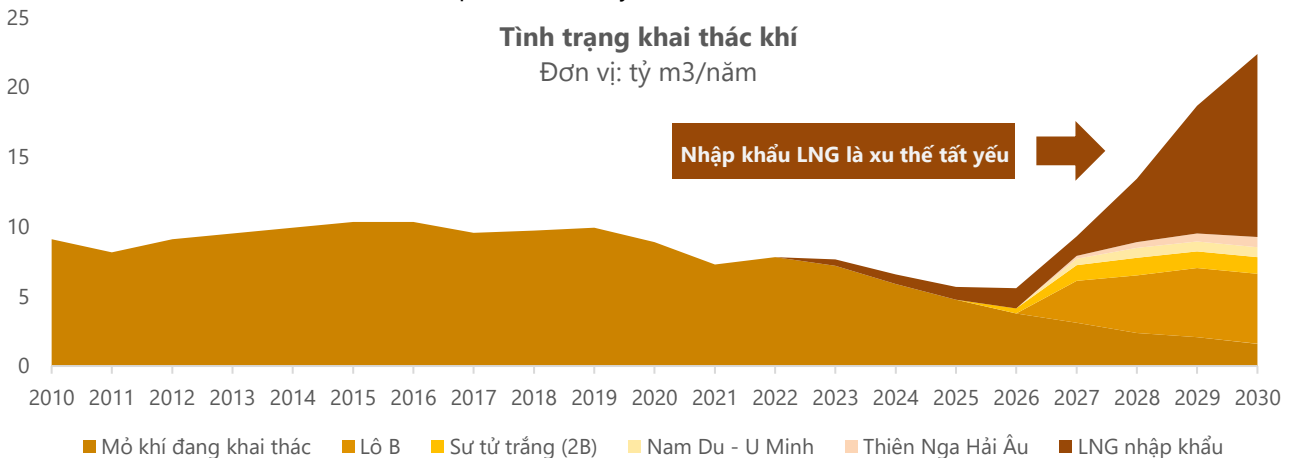
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

huy động nhiều nhất tại thời điểm hiện tại.

Đối với năm 2026, nhiệt điện than được kỳ vọng tiếp tục giữ vai trò chủ lực trong cơ cấu nguồn điện quốc gia và đóng góp phần lớn vào tăng trưởng sản lượng điện toàn hệ thống. Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện được dự báo tốc độ tăng trưởng cao, đồng thời áp lực cạnh tranh từ thủy điện có xu hướng giảm do El Nino, Haseco cho rằng mô hình huy động nguồn điện năm 2026 nhiều khả năng sẽ tương đồng với năm 2024 - giai đoạn nhiệt điện than đóng vai trò nguồn điện nền quan trọng nhất của hệ thống. Theo đó, các nhà máy nhiệt điện than được dự kiến sẽ được huy động ở mức cao ngay từ đầu năm và tiến tới vận hành gần công suất tối đa trong giai đoạn nắng nóng cao điểm của quý II/2026, khi nhu cầu điện tăng mạnh. Bên cạnh đó, với kỳ vọng lượng mưa trong quý III/2026 thấp hơn so với thông lệ do ảnh hưởng của chu kỳ ENSO, sản lượng huy động từ nhiệt điện than nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với các năm có thủy văn thuận lợi. Đến giai đoạn cuối năm, nhiệt điện than vẫn sẽ tiếp tục được ưu tiên khai thác nhằm hỗ trợ quá trình tích nước tại các hồ chứa thủy điện, qua đó bảo đảm nguồn dự phòng cho các chu kỳ vận hành tiếp theo.

(3) Điện khí/LNG

Quy hoạch điện VIII sửa đổi hướng đến mục tiêu nâng công suất điện khí gấp 5 lần hiện tại (riêng công suất điện LNG là gần 32GW) và đưa điện khí/LNG trở thành nguồn điện được huy động nhiều thứ 2 chỉ sau năng lượng tái tạo. Tuy nhiên, trên thực tế tỷ trọng huy động điện khí đang sụt giảm trong những năm gần đây do các mỏ khí trong nước đang trong quá trình cạn kiệt sản lượng. Các bể trầm tích lớn như Cửu Long, Nam Côn Sơn - nguồn cung khí lớn nhất cho khu vực Nam Bộ, đã được khai thác trong thời gian dài từ những năm 1986, đang đối mặt với bài toán suy giảm trữ lượng tự nhiên. Nhiều mỏ khí lớn tại bể này đã qua đỉnh khai thác, khiến sản lượng cung ứng giảm dần theo thời gian. Việc phát triển các mỏ mới gặp không ít thách thức về chi phí đầu tư, điều kiện địa chất phức tạp cũng như tiến độ triển khai kéo dài. Do đó, điện khí LNG sẽ trở thành xu thế phát triển tất yếu.



Nguồn: Haseco ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Các dự án điện khí LNG theo quy hoạch điện VIII điều chỉnh

Dự án	Công suất (MW)	Vị trí	Nhà đầu tư	Thời gian hoạt động
Nhơn Trạch 3 & 4	1,624	Miền Nam	PVN (PetroVietnam)	2026
Hiệp Phước I	1,200	Miền Nam	Hải Linh	2026
Hiệp Phước II	1,500	Miền Nam	Hải Linh	2029-2030
LNG Hải Phòng I	1,600	Miền Bắc	Vingroup	2025-2030
LNG Hải Phòng II	3,200	Miền Bắc	Vingroup	-
Long An I	1,500	Miền Nam	VinaCapital - GS Energy	2029-2030
Long An II	1,500	Miền Nam	VinaCapital - GS Energy	-
Thái Bình	1,500	Miền Bắc	Tokyo Gas, TTVN, Kyunden	-
Bạc Liêu	3,200	Miền Nam	Delta Offshore Energy	-
Quảng Ninh	1,500	Miền Bắc	PVN & Tokyo Gas	2028-2029
Quảng Trạch II	1,500	Miền Trung	EVN	2029-2030
Hải Lăng I	1,500	Miền Nam	Hanwha Energy, KOGAS, Kospo, T&T	-
Cà Ná	1,500	Miền Nam	SK	-
Sơn Mỹ I	2,250	Miền Nam	EDF, Kyushu Electricity, Sojitz, Pacific (BOT)	-
Sơn Mỹ II	2,250	Miền Nam	PetroVietnam (BOT)	-
Vũng Áng III	1,500	Miền Bắc	POW	2031-2032
Nghi Sơn	1,500	Miền Bắc	SK	-
Quyền Lập/Nghi Sơn	1,500	Miền Bắc	SK	-
Tổng	31,824			

Nguồn: Haseco tổng hợp

(4) Năng lượng tái tạo ngoài thủy điện

Việt Nam sở hữu lợi thế tự nhiên đáng kể để phát triển năng lượng tái tạo, đặc biệt là điện gió và điện mặt trời nhờ đường bờ biển dài, cường độ bức xạ mặt trời cao và điều kiện khí hậu thuận lợi tại nhiều khu vực. Trong khi đó, các loại hình năng lượng tái tạo khác như điện sinh khối, điện từ chất thải hay điện thủy triều hiện vẫn đang trong giai đoạn phát triển ban đầu, chưa đạt được quy mô đủ lớn hoặc hiệu quả kinh tế đủ hấp dẫn để trở thành nguồn điện chủ đạo. Theo Quy hoạch điện VIII điều chỉnh, tổng công suất các nguồn năng lượng tái tạo được kỳ vọng đạt khoảng 78-128 GW vào năm 2030. Trong đó, điện gió được quy hoạch ở mức 32-55 GW, còn điện mặt trời dự kiến đạt 46-73 GW, phản ánh định hướng đẩy mạnh phát triển các nguồn năng lượng sạch nhằm đáp ứng nhu cầu điện ngày càng gia tăng và thực hiện cam kết giảm phát thải trong dài hạn.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

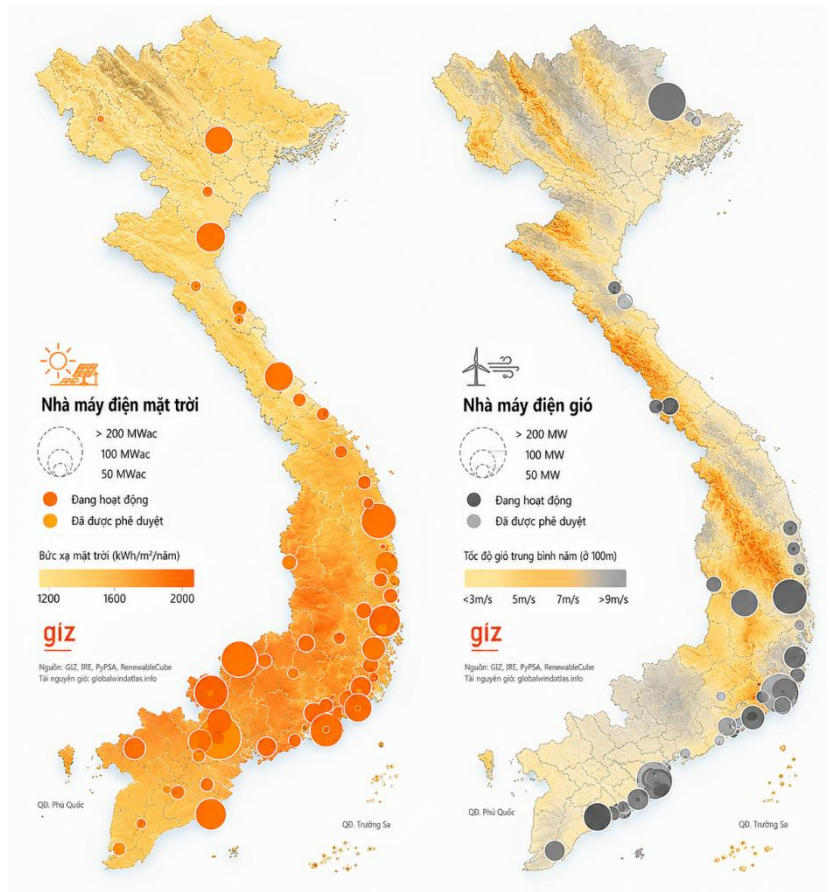
Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

Sản lượng phát điện mặt trời và điện gió phụ thuộc trực tiếp vào điều kiện tự nhiên, cụ thể là cường độ bức xạ mặt trời và tốc độ gió tại khu vực đặt nhà máy. Do đó, yếu tố vị trí địa lý đóng vai trò quyết định đến hiệu suất vận hành cũng như hiệu quả kinh tế của các dự án năng lượng tái tạo. Tại Việt Nam, phần lớn các dự án điện gió và điện mặt trời được phát triển tại khu vực Tây Nguyên, Nam Trung Bộ và Nam Bộ, nơi có số giờ nắng cao, cường độ bức xạ mặt trời lớn và điều kiện gió thuận lợi hàng đầu cả nước. Đối với điện mặt trời, sản lượng phát điện biến động theo thời gian trong ngày và thường đạt đỉnh vào khoảng giữa trưa khi bức xạ mặt trời ở mức cao nhất. Xét theo mùa vụ, sản lượng điện mặt trời thường cao hơn trong quý I và quý II, trong khi giảm dần vào quý III và quý IV khi bước vào mùa mưa. Ngoài ra, sản lượng còn chịu ảnh hưởng của các chu kỳ khí hậu ENSO, với xu hướng gia tăng trong các năm El Niño do thời tiết khô hơn và giảm trong các năm La Niña khi lượng mây và mưa gia tăng. Trong khi đó, điện gió có đặc điểm biến động phức tạp hơn và không tuân theo quy luật rõ ràng như điện mặt trời. Sản lượng điện gió chịu tác động lớn từ gió mùa, thường đạt mức cao trong giai đoạn từ quý IV đến quý I năm sau và suy giảm trong quý II, III.

Phân bố nhà máy điện mặt trời và điện gió



Nguồn: Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

C. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2026

(1) Kết quả kinh doanh

REE ghi nhận kết quả kinh doanh quý 1/2026 khả quan với doanh thu hợp nhất đạt 2,471 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ, trong khi LNST cổ đông công ty mẹ đạt 714 tỷ đồng, tăng 17% YoY. Kết quả này tương ứng hoàn thành 20% kế hoạch doanh thu và 25% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Tăng trưởng đến từ cả 4 mảng kinh doanh cốt lõi, nổi bật là sự phục hồi mạnh của mảng cơ điện cùng với đà tăng trưởng ổn định của các lĩnh vực BĐS và nước.

- **Năng lượng:** doanh thu đạt 1,394 tỷ đồng (+8% YoY), trong khi lợi nhuận sau thuế đạt 425 tỷ đồng (+3% YoY). Nhóm thủy điện tiếp tục là động lực chính khi ghi nhận doanh thu 830 tỷ đồng (+12% YoY) và lợi nhuận sau thuế 263 tỷ đồng (+12% YoY), nhờ sản lượng điện tăng 6.4%, được hỗ trợ bởi điều kiện thủy văn thuận lợi tại các nhà máy khu vực miền Trung trong tháng 3. Mảng điện gió tăng trưởng tích cực với lợi nhuận đạt 129 tỷ đồng, tăng 16% YoY, nhờ điều kiện gió thuận lợi hơn tại Vĩnh Long và đóng góp lần đầu từ Duyên Hải V1-4 công suất 48 MW (vận hành từ 16/3/2026). Trong khi đó, mảng điện mặt trời ghi nhận lợi nhuận khoảng 23 tỷ đồng, giảm mạnh do nền năm 2025 ở mức cao khi ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ hoàn thuế.
- **BĐS:** lợi nhuận đạt 127 tỷ đồng (+23%), trong đó BĐS cho thuê là động lực chính. Kết quả này được hỗ trợ bởi mặt bằng giá thuê cải thiện và tỷ lệ lấp đầy tăng thêm 0.2% (trừ E.Town 6). Ngược lại, mảng phát triển BĐS tiếp tục là điểm trừ khi tiến độ bàn giao tại dự án Light Square chưa có nhiều chuyển biến đáng kể.
- **M&E:** Doanh thu đạt 716 tỷ đồng (+60% YoY), LNST tăng mạnh 119%, đạt 41 tỷ đồng. Bên cạnh đó, giá trị hợp đồng ký mới đạt khoảng 4,900 tỷ đồng, gấp 7 lần cùng kỳ. Với kết quả này, REE đã hoàn thành phần lớn kế hoạch ký mới (mục tiêu 6,000 tỷ đồng trong năm 2026), qua đó củng cố triển vọng tăng trưởng doanh thu cho giai đoạn 2026-2027.
- **Nước & Môi trường:** lợi nhuận đạt 91 tỷ đồng (+37% YoY). Tổng sản lượng nước thương phẩm đạt khoảng 110.2 triệu m³ (+6.2% YoY). Đặc biệt, lượng nước tiêu thụ từ nguồn Sông Đà tại Hà Nội tăng mạnh 27.3%, phản ánh nhu cầu gia tăng và vai trò quan trọng của hệ thống cấp nước Sông Đà tại khu vực Tây Thủ đô.

Doanh thu (tỷ đồng)	Q1/25	Q1/26	Tăng trưởng (%YoY)
Năng lượng	1,288	1,394	8%
BĐS	286	313	9%
M&E	449	716	60%
Nước & Môi trường	45	48	6%
Tổng	2,068	2,471	19%

LNST (tỷ đồng)	Q1/25	Q1/26	Tăng trưởng (%YoY)
Năng lượng	413	425	3%
BĐS	103	127	23%
M&E	19	41	119%
Nước & Môi trường	66	91	38%
Tổng	611	714	17%

Nguồn: REE

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

(2) Năng lực bảng cân đối kế toán

REE tiếp tục duy trì một trong những bảng cân đối kế toán lành mạnh. Tại thời điểm cuối quý I/2026, tổng tài sản hợp nhất đạt 40,741 tỷ đồng, tăng nhẹ so với đầu năm. Đáng chú ý, lượng tiền mặt, tiền gửi và đầu tư tài chính ngắn hạn duy trì ở mức cao, đạt 7,849 tỷ đồng, tương đương khoảng 19% tổng tài sản. Đây là nguồn lực quan trọng giúp REE chủ động triển khai các dự án đầu tư mới mà không phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn vay bên ngoài.

Ở phía nguồn vốn, vốn chủ sở hữu đạt 24,941 tỷ đồng, tăng 1% so với đầu năm và tiếp tục chiếm hơn 61% tổng nguồn vốn. Trong khi đó, tổng nợ phải trả đạt 15,800 tỷ đồng, tăng nhẹ 3%, dư nợ vay ngắn hạn và dài hạn chỉ ở mức 10,789 tỷ đồng và gần như không thay đổi so với đầu năm. Nhờ đó, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu của REE chỉ vào khoảng 43%, thấp hơn đáng kể so với nhiều doanh nghiệp hạ tầng và năng lượng cùng ngành. Điều này cho thấy doanh nghiệp vẫn còn dư địa lớn để huy động thêm vốn cho các dự án điện gió, năng lượng tái tạo hoặc các thương vụ M&A trong tương lai mà không tạo ra áp lực tài chính đáng kể.

Bên cạnh đó, chính sách cổ tức của REE khá ổn định và nhất quán trong nhiều năm. Nhờ sở hữu các mảng kinh doanh có khả năng tạo dòng tiền đều đặn như điện, nước và văn phòng cho thuê, doanh nghiệp duy trì khả năng chi trả cổ tức tiền mặt ở mức hấp dẫn ngay cả trong những giai đoạn thị trường biến động (10% tiền mặt, 15% cổ phiếu). Điều này phản ánh chất lượng dòng tiền bền vững cũng như định hướng cân bằng giữa tăng trưởng và lợi ích cổ đông của ban lãnh đạo.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

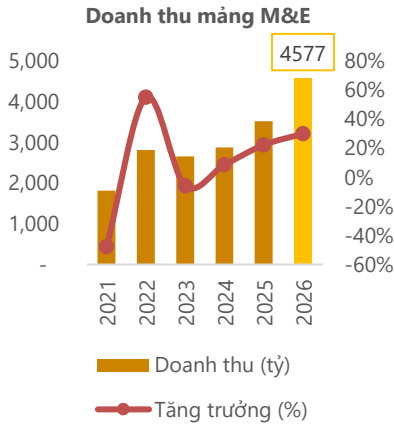
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

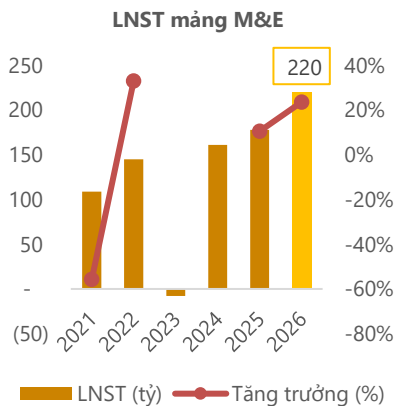
D. Triển vọng doanh nghiệp

I. Mạng cơ điện: Backlog lớn tạo tiền đề doanh thu 2026

Trong năm 2025, mạng cơ điện lạnh (M&E) của REE ghi nhận kết quả tích cực khi trúng thầu các dự án mới với tổng giá trị lên tới hơn 3,800 tỷ đồng. Danh mục hợp đồng nổi bật bao gồm Sân bay Quốc tế Phú Quốc, Trung tâm Hội nghị APEC, Nhà ga T2 Sân bay Phú Bài và Sân bay Cát Bi. Nhờ đó, giá trị backlog đến cuối năm tăng lên khoảng 5,913 tỷ đồng, tạo nguồn việc dồi dào và đảm bảo khả năng ghi nhận doanh thu trong năm 2026. Đáng chú ý, các dự án quy mô lớn như Sân bay Quốc tế Phú Quốc - được quy hoạch theo tiêu chuẩn ICAO 4E với công suất thiết kế 20 triệu lượt khách vào năm 2027 - hay tổ hợp biểu diễn đa năng S3 phục vụ APEC 2027 cho thấy năng lực của REE trong việc tham gia các công trình có yêu cầu kỹ thuật cao và độ phức tạp lớn. Tuy nhiên, ở lĩnh vực năng lượng tái tạo, hoạt động M&E của REE hiện vẫn chủ yếu phục vụ các dự án trong hệ sinh thái của chính doanh nghiệp, phản ánh chiến lược tương đối thận trọng của ban lãnh đạo trong việc mở rộng dịch vụ cho khách hàng bên ngoài, khác với một số doanh nghiệp cùng ngành đang đẩy mạnh khai thác thị trường EPC năng lượng tái tạo.



Nguồn: REE, Haseco ước tính



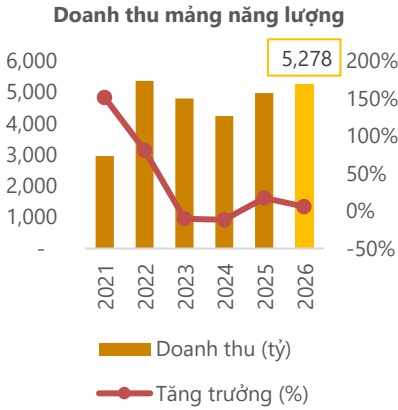
Nguồn: REE, Haseco ước tính

Bước sang năm 2026, REE đang triển khai chiến lược tái định vị mảng M&E theo hướng tập trung vào các phân khúc có tiềm năng tăng trưởng cao và giá trị gia tăng lớn hơn. Trọng tâm của chiến lược là mở rộng hiện diện trong lĩnh vực xây lắp công nghiệp, sản xuất công nghệ cao và các dự án năng lượng quy mô lớn nhằm đón đầu làn sóng đầu tư FDI vào Việt Nam. Đồng thời, công ty cũng tích cực tìm kiếm cơ hội tại các dự án hạ tầng công cộng như sân bay, trung tâm dữ liệu, trụ sở cơ quan nhà nước, bệnh viện và các công trình xử lý môi trường. Haseco dự báo doanh thu mảng M&E của REE có thể tăng trưởng khoảng 30% trong năm 2026, đạt 4,577 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi lượng backlog lớn chuyển tiếp từ cuối năm 2025 cùng triển vọng ký mới trên 6,000 tỷ đồng từ các dự án trọng điểm như Trung tâm dữ liệu An Khánh của Viettel, Nhà hát Ngọc Trai và Công viên Văn hóa Nghệ thuật chuyên đề. Bên cạnh đó, các dự án phục vụ APEC 2027 được kỳ vọng sẽ trở thành động lực tăng trưởng đáng kể khi yêu cầu hoàn thành hạ tầng trước thời điểm diễn ra sự kiện sẽ thúc đẩy tiến độ thi công, giúp REE đẩy nhanh quá trình nghiệm thu và ghi nhận doanh thu sớm hơn so với kế hoạch ban đầu.

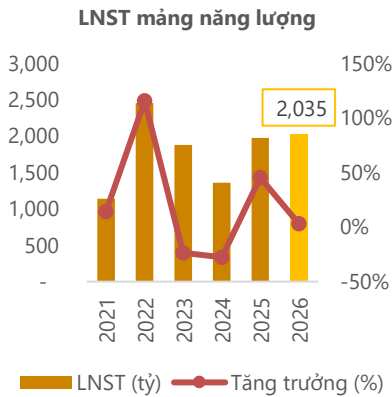
Mặc dù triển vọng mảng M&E tương đối tích cực, REE vẫn phải đối mặt với một số rủi ro: (1) Áp lực cạnh tranh gia tăng khi nhiều doanh nghiệp lớn như Sigma, Hawee hay các nhà thầu nước ngoài đang đẩy mạnh tham gia ngành; (2) Đặc thù các dự án hạ tầng và đầu tư công thường chịu ảnh hưởng từ tiến độ GPMB, pháp lý, khiến thời gian thi công và nghiệm thu có thể kéo dài hơn dự kiến. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá các rủi ro không quá đáng lo ngại với REE khi là doanh nghiệp sở hữu hơn 45 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực M&E, đồng thời lượng backlog lớn hiện hữu sẽ đảm bảo tăng trưởng cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2026-2027.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

II. Mạng năng lượng: Diễn biến thủy văn kém thuận lợi + Gia tăng công suất điện gió



Nguồn: REE, Haseco ước tính



Nguồn: REE, Haseco ước tính

Trong năm 2025, tổng sản lượng điện của REE ước đạt khoảng 11,352 triệu kWh (+6.5% YoY) trong đó động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ nhóm thủy điện khi sản lượng phát điện tăng mạnh khoảng 30% nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi dưới tác động của hiện tượng La Niña. Tuy nhiên, nguồn cung thủy điện tăng mạnh trên toàn hệ thống cũng kéo theo áp lực giảm giá đáng kể trên thị trường điện cạnh tranh. Giá điện giao ngay (CGM) bình quân trong năm ước tính giảm khoảng 550 đồng/kWh. Mặc dù đối mặt với tình hình giá điện kém thuận lợi, mảng năng lượng của REE vẫn ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực. Doanh thu đạt khoảng 4,979 tỷ đồng (+17.4% YoY), trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 45% YoY lên 1,976 tỷ đồng. Kết quả này phản ánh hiệu quả chiến lược điều tiết tối ưu danh mục thủy điện của doanh nghiệp.

Như đã đề cập trước đó về triển vọng 2026, các dự báo khí tượng hiện tại cho thấy xác suất xuất hiện El Niño sẽ tăng đáng kể từ giữa năm 2026 và có khả năng kéo dài sang năm 2027. Sự chuyển dịch này được kỳ vọng sẽ khiến tình trạng nắng nóng diễn ra thường xuyên hơn tại khu vực Bắc Bộ và Trung Bộ, với cường độ cao hơn năm 2025. Đồng thời, nguy cơ khô hạn trong mùa khô 2026-2027 cũng gia tăng do lượng mưa suy giảm và dòng chảy về các hồ chứa kém thuận lợi hơn. Trên cơ sở đó, Haseco đánh giá giai đoạn 2026-2027 sẽ là chu kỳ thủy văn không thuận lợi đối với ngành thủy điện, qua đó ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng phát điện của các nhà máy trong danh mục năng lượng của REE. Ước tính sản lượng thủy điện có thể giảm 10%-15%.

Tuy nhiên, sự suy giảm sản lượng của thủy điện có thể bù đắp phần nào bởi mảng điện gió. Nhà máy Điện gió Duyên Hải (REE sở hữu 70% vốn), đã chính thức vận hành thương mại từ tháng 3/2026 và dự kiến đóng góp hơn 100 triệu kWh sản lượng điện ngay trong năm đầu tiên. Xa hơn, REE đang đẩy nhanh chiến lược mở rộng danh mục năng lượng tái tạo với kế hoạch đưa thêm 128 MW công suất điện gió vào vận hành trong quý IV/2026 thông qua các dự án V1-3, V1-5 và V1-6 GD2; kỳ vọng tạo ra khoảng 350 triệu kWh điện thương phẩm mỗi năm sau khi đi vào hoạt động. Sau năm 2026, REE tiếp tục phát triển các dự án điện gió quy mô lớn như cụm điện gió Phú Cường với công suất dự kiến 200 MW và dự án điện gió Vĩnh Tân quy mô 200 MW. Chiến lược này cho thấy REE đang từng bước tái cân bằng cơ cấu danh mục năng lượng theo hướng gia tăng tỷ trọng điện gió - loại hình nguồn điện có tính ổn định cao hơn về sản lượng, ít phụ thuộc vào chu kỳ thủy văn như thủy điện, đồng thời thường sở hữu mức giá bán điện hấp dẫn hơn.

Haseco dự phóng doanh thu và LNST mảng năng lượng trong 2026 lần lượt đạt 5,278 tỷ đồng (+6% YoY) và 2,035 tỷ đồng (+3% YoY) - gần như đi ngang trong bối cảnh điều kiện thủy văn có phần kém thuận lợi hơn 2025.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

III. Bất động sản: Triển vọng chính ở BĐS cho thuê

(1) BĐS cho thuê: Kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy cải thiện

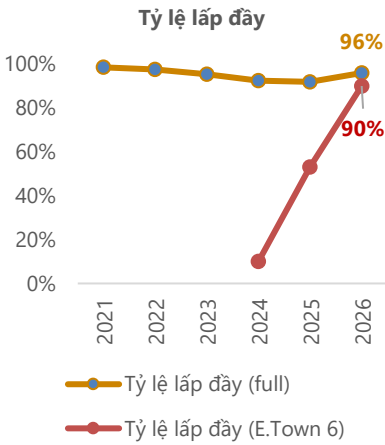
Trong quý I/2026, thị trường văn phòng tại TP. HCM tiếp tục duy trì đà cải thiện tích cực trong bối cảnh không xuất hiện thêm nguồn cung mới. Giá thuê ở cả hai phân khúc hạng A và hạng B đều ghi nhận xu hướng tăng. Cụ thể, giá thuê văn phòng hạng A tăng 0.4% so với quý trước, đạt 47.2 USD/m²/tháng nhờ tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao và nguồn cung mới còn hạn chế. Trong khi đó, phân khúc hạng B ghi nhận mức tăng 0.9% theo quý lên 26.9 USD/m²/tháng. So với cùng kỳ năm trước, giá thuê trung bình của hai phân khúc lần lượt tăng 1.8% và 2.2%, cho thấy thị trường vẫn đang trong chu kỳ tăng trưởng tương đối bền vững.

Ở phân khúc hạng A, tỷ lệ trống giảm mạnh 1.7 điểm phần trăm so với quý trước, xuống còn 16.5%, nhờ diện tích hấp thụ thuần đạt 4,079 m² NLA và tỷ lệ lấp đầy cao tại các dự án hiện hữu. Đáng chú ý, có tới 18 trên 24 tòa nhà hạng A đang hoạt động đạt tỷ lệ lấp đầy trên 90%, cho thấy nhu cầu thuê vẫn tập trung vào các tài sản chất lượng cao. Bên cạnh đó, các dự án mới như E.Town 6 và Saigon Marina IFC đang ghi nhận tiến độ cho thuê khả quan và được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện công suất khai thác trong các quý tới. Đối với phân khúc hạng B, tỷ lệ trống cũng giảm thêm 0.7 điểm phần trăm xuống còn 11.9%, trong khi diện tích hấp thụ thuần đạt gần 6,800 m² NLA, cao hơn đáng kể so với quý trước.

Đối với REE, triển vọng tăng trưởng mảng văn phòng cho thuê trong năm 2026 sẽ đến từ tốc độ lấp đầy của tòa nhà E.Town 6. Được đưa vào vận hành từ quý III/2024, E.Town 6 là dự án văn phòng hạng A đầu tiên của REE tại quận Tân Bình, trong khi các tòa nhà còn lại trong hệ thống chủ yếu thuộc phân khúc hạng B và B+, còn E.Town Central tọa lạc tại quận 4. Dự án sở hữu tổng diện tích cho thuê khoảng 37,000 m², với vị trí thuận lợi khi nằm tại khu vực cửa ngõ phía Bắc TP. HCM, chỉ cách sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất khoảng 12 phút di chuyển và cách trung tâm hành chính thành phố khoảng 30 phút. Chúng tôi dự báo tỷ lệ lấp đầy của E.Town 6 cải thiện đáng kể từ mức 10% (2024) và 53% (2025) lên gần 90% vào năm 2026. Kỳ vọng này đến từ (1) Triển vọng tích cực của thị trường văn phòng TP. HCM cùng với việc hạ tầng giao thông đang được đầu tư mạnh sẽ giúp gia tăng sức hấp dẫn của các tòa nhà văn phòng trong khu vực; (2) Chi phí thuê hấp dẫn hơn so với nhiều tòa cùng phân khúc trong khu vực. Haseco cho rằng tỷ lệ lấp đầy 90% là hoàn toàn khả thi và thậm chí vẫn thấp hơn so với kỳ vọng 100% của ban lãnh đạo doanh nghiệp. Nhờ sự cải thiện mạnh mẽ tại E.Town 6, tỷ lệ lấp đầy bình quân toàn bộ danh mục văn phòng của REE được dự báo tăng từ khoảng 92% trong năm 2025 lên 96% trong năm 2026, qua đó thúc đẩy doanh thu mảng bất động sản cho thuê tăng khoảng 13%, đạt xấp xỉ 1,305 tỷ đồng.

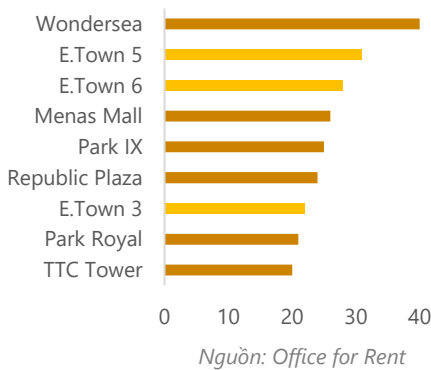
(2) BĐS nhà ở: Tiến độ bán hàng chậm hơn kỳ vọng

Trong năm 2025, REE ghi nhận khoảng 182 tỷ đồng doanh thu từ việc chuyển nhượng quyền phát triển khu căn hộ thuộc dự án The Light



Nguồn: REE, Haseco ước tính

Giá thuê trong quận Tân Bình
Đơn vị: USD/m²/tháng



Nguồn: Office for Rent



Square, đồng thời bàn giao một số sản phẩm thấp tầng còn lại của dự án. Tuy nhiên, bước sang năm 2026, hoạt động kinh doanh bất động sản tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức khi thị trường nhà ở duy trì trạng thái trầm lắng sau giai đoạn thắt chặt tín dụng và mặt bằng lãi suất tăng cao. Trong quý I/2026, doanh nghiệp chưa ghi nhận hoạt động bàn giao nào tại The Light Square. Mặc dù REE cho biết đang triển khai nhiều chương trình kích cầu và đẩy mạnh hoạt động bán hàng nhằm cải thiện tốc độ hấp thụ dự án, chúng tôi cho rằng rủi ro không hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận từ mảng bất động sản trong năm 2026 vẫn hiện hữu. Theo đánh giá của chúng tôi, phần lớn giá trị còn lại của dự án The Light Square nhiều khả năng sẽ được ghi nhận vào cuối 2026-2027, khi điều kiện thị trường thuận lợi hơn và tiến độ bán hàng được cải thiện rõ nét hơn.

E. ĐỊNH GIÁ VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Haseco đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu REE với giá trị hợp lý cho năm 2026 là **63,700 VND/cổ phiếu**, tương đương upside **26.4%** so với giá đóng cửa ngày 19/06/2026 dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP.

Lĩnh vực	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp (tỷ)
Điện	DCF	19,100
BDS		12,640
- Nhà ở	RNAV	590
- Cho thuê văn phòng	Cap Rate	12,050
Cơ điện	DCF	4,380
Nước & Môi trường	P/E	3,585
Giá trị VCSH	SOTP	39,705
Giá mục tiêu		63,700
Upside		26.4%

Nguồn: Haseco ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

F. RỦI RO ĐẦU TƯ

(1) Rủi ro các dự án chậm tiến độ sẽ ảnh hưởng tới mảng M&E

Trường hợp thị trường BĐS phục hồi chậm hơn kỳ vọng, số lượng dự án nhà ở, BĐS thương mại được triển khai mới có thể suy giảm, qua đó làm giảm nhu cầu đối với dịch vụ cơ điện và tốc độ ký mới hợp đồng. Bên cạnh đó, nhóm dự án hạ tầng công cộng cũng tiềm ẩn rủi ro chậm tiến độ do các thủ tục pháp lý, giải ngân vốn đầu tư công hoặc các hoạt động thanh tra, rà soát tại các dự án trọng điểm. Đáng chú ý, quá trình điều tra các sai phạm liên quan đến dự án Cảng Hàng không Quốc tế Long Thành có thể khiến tiến độ triển khai một số hạng mục xây dựng bị kéo dài, từ đó ảnh hưởng đến thời điểm nghiệm thu và ghi nhận doanh thu của các nhà thầu M&E.

(2) Rủi ro từ El Niño

Theo các dự báo khí tượng hiện nay, xác suất xuất hiện El Niño được dự báo gia tăng từ giữa năm 2026 và có thể kéo dài sang năm 2027. Nếu hiện tượng này diễn ra với cường độ mạnh hơn kỳ vọng, lượng mưa và lưu lượng nước về hồ chứa có thể suy giảm đáng kể, ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng phát điện của các nhà máy thủy điện trong danh mục của REE. Điều này không chỉ làm giảm sản lượng điện thương phẩm mà còn tác động tiêu cực đến hiệu quả vận hành do các nhà máy phải hạn chế phát điện trong giai đoạn thiếu nước.



Phụ lục: Dự phóng kết quả kinh doanh REE

Báo cáo kết quả kinh doanh	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh số thuần	5,640	5,810	9,372	8,570	8,384	10,012	11,780
Giá vốn hàng bán	(4,034)	(3,500)	(5,042)	(4,860)	(5,260)	(6,236)	(7,448)
Lãi gộp	1,606	2,310	4,330	3,710	3,124	3,775	4,332
Thu nhập tài chính	222	466	187	227	318	447	526
Chi phí tài chính	(475)	(707)	(942)	(1,016)	(791)	(740)	(871)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	915	774	1,077	877	717	840	910
Chi phí bán hàng	(83)	(85)	(89)	(93)	(118)	(120)	(141)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(284)	(370)	(578)	(663)	(578)	(655)	(771)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,901	2,387	3,986	3,042	2,672	3,547	3,985
Thu nhập khác, ròng	22	13	(107)	14	15	(27)	(32)
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,924	2,400	3,879	3,056	2,688	3,520	3,953
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(210)	(264)	(363)	(269)	(292)	(369)	(415)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,714	2,135	3,515	2,787	2,396	3,150	3,539
Lợi ích của cổ đông thiểu số	85	280	823	598	403	621	565
LNST cổ đông công ty mẹ	1,628	1,855	2,693	2,188	1,993	2,529	2,974

Nguồn: Haseco ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh



Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825