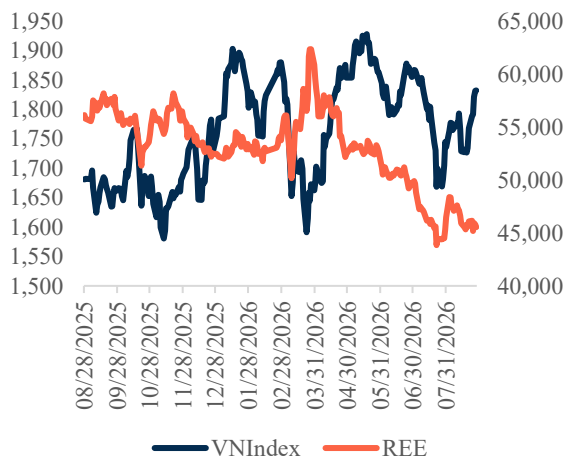


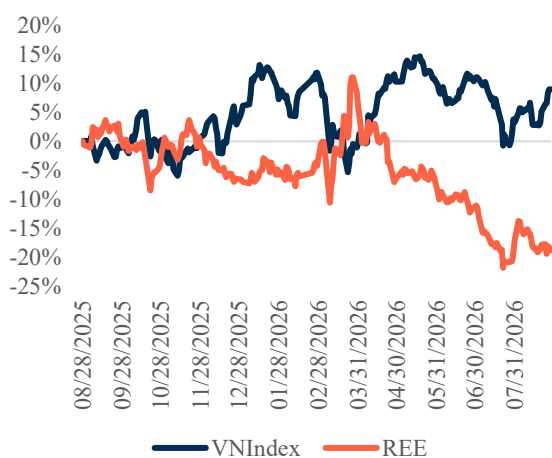
Thông tin cơ bản (10/09/2026)

Giá thị trường	45,500 VND
Giá mục tiêu	58,900 VND
Giá cao nhất 52 tuần	74,200 VND
Giá thấp nhất 52 tuần	42,500 VND
KLGD TB 20 phiên	394,312 CP
SLCP lưu hành	623.4 triệu CP
Sở hữu nước ngoài	49%
Vốn hóa (Tỷ VND)	28,395.8
BVPS	34,900 VND/CP

Diễn biến giá VNIndex-REE



Hiệu suất VNIndex-REE



Luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu REE, với giá mục tiêu 12 tháng là 58,900 đồng/cổ phiếu, được xác định theo phương pháp tổng các thành phần – Sum-of-the-Parts (SOTP). So với giá đóng cửa 45,500 đồng/cổ phiếu ngày 10/09/2026, mức sinh lời kỳ vọng đạt 29.3%, chưa bao gồm cổ tức tiền mặt.

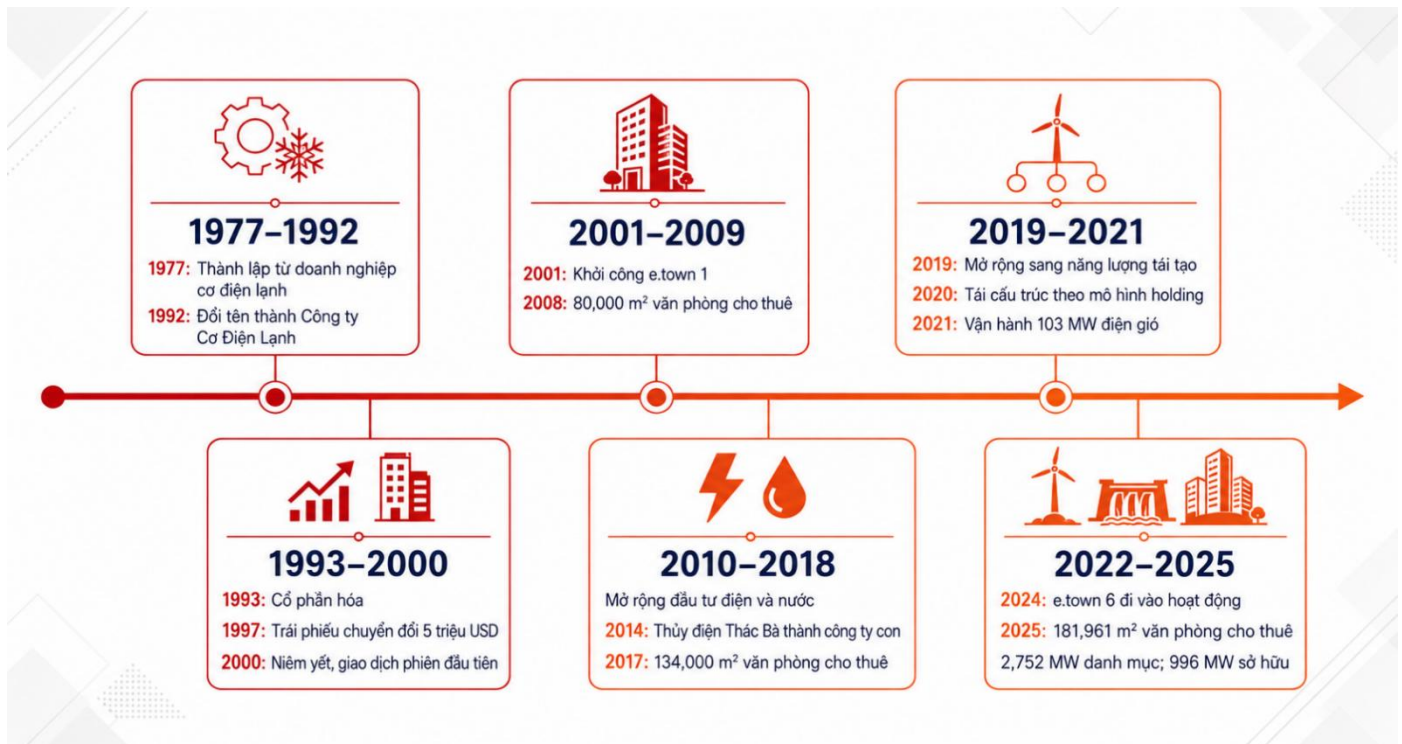
- Sở hữu nền tảng tài sản hạ tầng quy mô lớn:** REE mang đặc trưng của một doanh nghiệp hạ tầng – tiện ích với quy mô tổng tài sản đạt 41,201.8 tỷ đồng tại ngày 30/06/2026. Tổng giá trị tài sản cố định, bất động sản đầu tư, xây dựng cơ bản dở dang và đầu tư vào công ty liên kết đạt 26,172.9 tỷ đồng, tương đương 63.5% tổng tài sản. Đây là nền tảng tạo doanh thu và dòng tiền dài hạn cho doanh nghiệp.
- Danh mục hoạt động đa dạng giúp phân tán rủi ro:** REE hoạt động đồng thời trong các lĩnh vực năng lượng, cơ điện công trình, văn phòng cho thuê, bất động sản và nước sạch. Đến cuối năm 2025, danh mục năng lượng của REE đạt tổng công suất 2,752 MW, trong đó công suất thuộc sở hữu của REE khoảng 996 MW; diện tích văn phòng cho thuê đạt 181,961 m². Cơ cấu này giúp doanh nghiệp giảm mức độ phụ thuộc vào một lĩnh vực riêng lẻ, dù không loại bỏ hoàn toàn biến động lợi nhuận.
- Nền tảng tài chính tương đối vững chắc:** Tại ngày 30/06/2026, REE sở hữu 6,640.8 tỷ đồng tiền, tương đương tiền và tiền gửi có kỳ hạn ngắn hạn. Nợ vay ròng ở mức 3,554.3 tỷ đồng, tương đương 13.8% vốn chủ sở hữu; hệ số thanh toán hiện hành đạt 2.36 lần và khả năng thanh toán lãi vay đạt 6.24 lần. Cơ cấu vốn này tạo bộ đệm tài chính cho hoạt động vận hành và đầu tư dài hạn.
- Hoạt động hiện hữu duy trì khả năng tạo tiền:** REE duy trì dòng tiền kinh doanh dương trong toàn bộ giai đoạn 2021–2025. Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 2,710.9 tỷ đồng năm 2025 và 2,576.1 tỷ đồng trong sáu tháng đầu năm 2026. Trong sáu tháng đầu năm 2026, dòng tiền kinh doanh đủ trang trải 1,275.4 tỷ đồng chi đầu tư tài sản cố định và 654 tỷ đồng trả nợ vay ròng.

Rủi ro đầu tư:

- Kết quả kinh doanh có tính chu kỳ
- Đặc thù thâm dụng vốn tạo áp lực lên dòng tiền.
- Rủi ro công nợ và vốn lưu động tại mảng M&E.

1. Tổng quan doanh nghiệp

1.1. Cột mốc quan trọng



Giai đoạn 1977-1992: Hình thành từ doanh nghiệp cơ điện lạnh

REE được thành lập năm 1977 trên cơ sở một đơn vị nhà nước và sau đó đổi tên thành Công ty Cơ Điện Lạnh. Hoạt động ban đầu tập trung vào cơ điện lạnh, sản xuất thiết bị và cung cấp dịch vụ kỹ thuật.

Đây là nền tảng hình thành năng lực kỹ thuật và thương hiệu của REE, nhưng chưa phản ánh mô hình kinh doanh hiện nay của Tập đoàn.

Giai đoạn 1993-2000: Cổ phần hóa và tiếp cận thị trường vốn

Năm 1993, REE trở thành một trong những doanh nghiệp nhà nước đầu tiên thực hiện cổ phần hóa. Năm 1996, Công ty giới thiệu thương hiệu điều hòa Reetech; đến năm 1997, REE trở thành doanh nghiệp Việt Nam đầu tiên phát hành trái phiếu chuyển đổi cho nhà đầu tư nước ngoài. Giá trị đợt phát hành đạt khoảng 5.0 triệu USD.

Ngày 02/06/2000, cổ phiếu REE được cấp phép niêm yết theo Giấy phép số 01/GPPH. REE và SAM sau đó trở thành hai cổ phiếu được giao dịch trong phiên giao dịch đầu tiên của thị trường chứng khoán Việt Nam ngày 28/07/2000.

Việc cổ phần hóa, phát hành trái phiếu chuyển đổi và niêm yết giúp REE hình thành khả năng huy động vốn dài hạn. Đây là điều kiện quan trọng để Công ty mở rộng sang các ngành thâm dụng vốn trong những giai đoạn sau.

Giai đoạn 2001-2009: Mở rộng sang văn phòng cho thuê

Năm 2001, REE khởi công tòa nhà e.town 1, đánh dấu việc gia nhập lĩnh vực bất động sản. Đến năm 2008, tổ hợp e.town đã đi vào hoạt động đầy đủ với tổng diện tích cho thuê đạt 80,000 m².

Khác với hoạt động M&E phụ thuộc vào tiến độ ký kết và nghiệm thu hợp đồng, văn phòng cho thuê tạo ra doanh thu định kỳ trên cơ sở tài sản đã đầu tư. Đây là bước chuyển đầu tiên của REE từ mô hình doanh nghiệp sản xuất - nhà thầu sang mô hình sở hữu tài sản tạo dòng tiền.

Giai đoạn 2010-2018: Đầu tư vào điện, nước và mở rộng tài sản cho thuê

Từ năm 2010, REE bắt đầu mở rộng đầu tư vào lĩnh vực điện và nước. Ban đầu, phần lớn khoản đầu tư được thực hiện thông qua sở hữu cổ phần tại các doanh nghiệp đã có tài sản vận hành, thay vì tự phát triển toàn bộ dự án từ đầu.

Năm 2014, CTCP Thủy điện Thác Bà, đơn vị sở hữu nhà máy thủy điện công suất 120 MW, trở thành công ty con của REE. Việc chuyển từ khoản đầu tư sang công ty con khiến tài sản, doanh thu, chi phí và nợ vay của Thủy điện Thác Bà được hợp nhất toàn bộ vào báo cáo tài chính của REE.

Trong lĩnh vực bất động sản, tổng diện tích văn phòng cho thuê của REE đạt 134,000 m² vào năm 2017, sau khi e.town Central bổ sung khoảng 34,000 m² diện tích cho thuê.

Giai đoạn này đánh dấu sự hình thành tương đối rõ của ba trụ cột: M&E, văn phòng cho thuê và đầu tư hạ tầng điện – nước. Tuy nhiên, do nhiều khoản đầu tư điện và nước vẫn là công ty liên kết, doanh thu hợp nhất chưa phản ánh đầy đủ mức độ đóng góp kinh tế của các lĩnh vực này.

Giai đoạn 2019–2021: Chuyển sang năng lượng tái tạo và mô hình holding

Năm 2019, REE tiếp quản dự án điện gió Trà Vinh V1-3 và thành lập Công ty TNHH Năng lượng Mặt trời REE, chính thức mở rộng từ thủy điện và nhiệt điện sang năng lượng tái tạo.

Năm 2020, REE tái cấu trúc Tập đoàn theo các công ty holding chuyên ngành gồm REE Energy, REE Water và REE Land. Cùng năm, e.town 5 đi vào hoạt động, đưa tổng diện tích văn phòng cho thuê lên 145,000 m².

Năm 2021 ghi nhận hai thay đổi quan trọng:

Ba dự án điện gió Trà Vinh V1-3, Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2 bắt đầu vận hành thương mại, với tổng công suất 103 MW.

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh trở thành công ty con, làm thay đổi đáng kể quy mô tài sản, doanh thu, nợ vay và lợi ích cổ đông không kiểm soát trên báo cáo hợp nhất của REE.

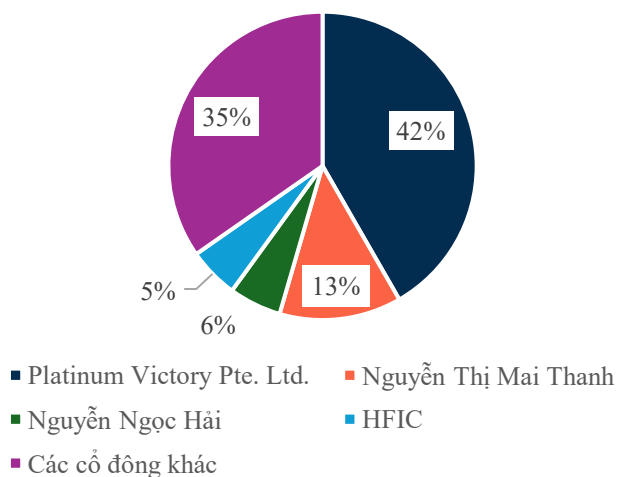
Việc tái cấu trúc theo các holding chuyên ngành cho thấy Công ty mẹ REE ngày càng tập trung vào phân bổ vốn, quản trị danh mục và giám sát đầu tư, trong khi hoạt động vận hành được thực hiện tại các công ty con và công ty liên kết.

Giai đoạn 2022–2025: Mở rộng quy mô danh mục hạ tầng

Năm 2024, e.town 6 đi vào hoạt động với khoảng 37,000 m² diện tích văn phòng cho thuê, đưa tổng diện tích danh mục lên xấp xỉ 182,000 m².

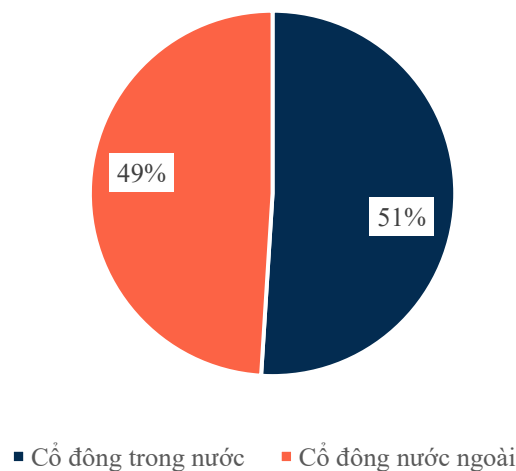
1.2. Cơ cấu sở hữu

Cổ đông/ nhóm cổ đông



Nguồn: REE, FNS research

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: REE, FNS research

Khối ngoại nắm 49.0% cổ phần, trong đó tổ chức nước ngoài chiếm 48.7%. Riêng Platinum Victory chiếm khoảng 85.1% tổng lượng cổ phiếu do nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ. Vì vậy, sở hữu nước ngoài tại REE có mức độ tập trung cao vào một tổ chức, thay vì phân bổ rộng giữa nhiều quỹ đầu tư.

Ảnh hưởng của Platinum Victory (thuộc sở hữu 100% của Jardine Cycle & Carriage) được thể hiện qua cơ cấu nhân sự HĐQT: (1) Từ ngày 10/07/2026, ông Lee Liang Whye giữ chức Chủ tịch HĐQT, ông đồng thời là Giám đốc Tài chính Tập đoàn của Jardine Cycle & Carriage (2) Ông Nirukt Narain Sapru hiện là thành viên HĐQT không điều hành và là Trưởng đại diện Jardine Matheson.

REE có cơ cấu sở hữu tập trung, với bốn cổ đông lớn nắm 65.3% vốn. Platinum Victory là cổ đông lớn nhất với 41.7% và có ảnh hưởng đáng kể thông qua sự hiện diện của các nhân sự thuộc hệ sinh thái Jardine trong HĐQT, bao gồm vị trí Chủ tịch.

1.3. Cấu trúc tập đoàn

Công ty/dự án	Lĩnh vực	Tỷ lệ lợi ích (%)	Quyền kiểm soát (%)	Phương pháp kế toán	Quy mô tài sản/ công suất
REE M&E	Cơ điện lạnh	91.28	91.28	Hợp nhất toàn bộ	Nhà thầu M&E chủ lực
REE Energy	Năng lượng	100.00	100.00	Hợp nhất toàn bộ	Vốn điều lệ 10,500 tỷ đồng
Vĩnh Sơn-Sông Hinh	Thủy điện	52.58	52.58	Hợp nhất toàn bộ	356 MW
Thủy điện Thác Bà	Thủy điện	60.42	60.42	Hợp nhất toàn bộ	120 MW

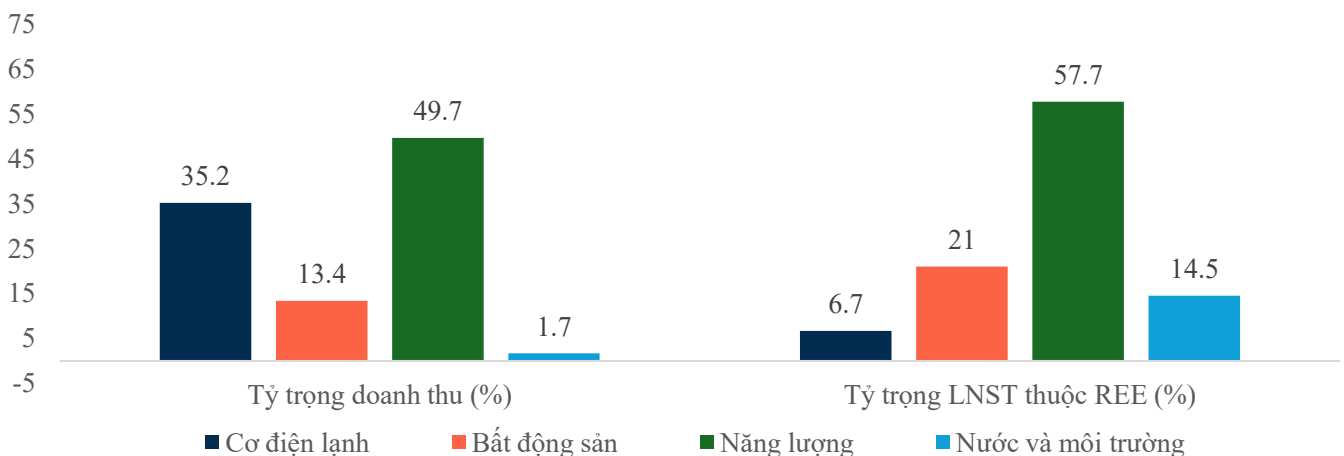
Thủy điện Mường Hum	Thủy điện	79.84	100.00	Hợp nhất toàn bộ	35 MW
Thủy điện Thác Bà 2	Thủy điện	35.60	55.00	Hợp nhất toàn bộ	18.9 MW
Phong điện Thuận Bình	Điện gió	50.00	50.00	Hợp nhất toàn bộ	78 MW
Điện gió Duyên Hải	Điện gió	70.00	70.00	Hợp nhất toàn bộ	48 MW
Điện gió Phú Cường	Điện gió	99.99	99.99	Hợp nhất toàn bộ	200 MW đang phát triển
Thủy điện Thác Mơ	Năng lượng	42.63	Không kiểm soát	Vốn chủ sở hữu	170 MW thủy điện và 42 MWp điện mặt trời
Thủy điện Miền Trung	Thủy điện	24.25	Không kiểm soát	Vốn chủ sở hữu	222 MW
Thủy điện Sông Ba Hạ	Thủy điện	25.76	Không kiểm soát	Vốn chủ sở hữu	220 MW
Nhiệt điện Phả Lại	Nhiệt điện	20.12	Không kiểm soát	Vốn chủ sở hữu	Giá trị đầu tư 934.8 tỷ đồng
REE Land	Bất động sản	100.00	100.00	Hợp nhất toàn bộ	Nền tảng đầu tư và phát triển
REE Property	Văn phòng	100.00	100.00	Hợp nhất toàn bộ	Quản lý danh mục 181,961 m ²
REE Water	Nước	100.00	100.00	Hợp nhất toàn bộ	Nền tảng quản lý đầu tư
Nước sạch Sông Đà	Nước	35.95	Không kiểm soát	Vốn chủ sở hữu	600,000 m ³ /ngày đêm
B.O.O Nước Thủ Đức	Nước	42.07	Không kiểm soát	Vốn chủ sở hữu	300,000 m ³ /ngày đêm
Nước sạch Sài Gòn	Nước	40.00	Không kiểm soát	Vốn chủ sở hữu	300,000 m ³ /ngày đêm

REE có cấu trúc của một tập đoàn holding chuyên ngành kết hợp trực tiếp vận hành tài sản. Công ty mẹ quản lý vốn và chiến lược; các nền tảng chuyên ngành tổ chức hoạt động; tài sản được đặt tại nhiều pháp nhân dự án.

Cấu trúc này giúp REE phân tách rủi ro, huy động vốn theo từng dự án và thu hút đối tác đồng đầu tư. Tuy nhiên, cấu trúc này cũng ảnh hưởng đến một số khoản mục trong báo cáo tài chính: (1) Doanh thu không phản ánh đầy đủ đóng góp của các công ty liên kết. (2) Tài sản và nợ của công ty con được hợp nhất 100% dù REE không sở hữu toàn bộ lợi ích kinh tế.

1.4. Hoạt động kinh doanh

Lĩnh vực	Sản phẩm/dịch vụ	Cơ chế tạo doanh thu	Đặc điểm dòng tiền
Cơ điện lạnh	Thiết kế, cung cấp và lắp đặt hệ thống M&E ¹	Ghi nhận theo khối lượng hoàn thành được khách hàng xác nhận	Phụ thuộc tiến độ dự án và vốn lưu động
Năng lượng	Sản xuất và bán điện	Sản lượng điện nhân với giá bán theo hợp đồng/cơ chế thị trường	Thâm dụng vốn, vòng đời tài sản dài
Văn phòng cho thuê	Cho thuê và quản lý tòa nhà	Tiền thuê ghi nhận đều trong thời hạn hợp đồng	Doanh thu định kỳ, chi phí đầu tư ban đầu lớn
Phát triển bất động sản	Phát triển và chuyển nhượng sản phẩm/ dự án	Ghi nhận khi đáp ứng điều kiện bàn giao/ chuyển nhượng	Có tính thời điểm
Nước và môi trường	Sản xuất, phân phối nước và đầu tư doanh nghiệp nước	Chủ yếu ghi nhận phần lợi nhuận từ công ty liên kết	Dòng tiền về REE phụ thuộc cổ tức
Công ty mẹ	Quản lý vốn, nguồn tài trợ và danh mục	Thu nhập tài chính, cổ tức và phân bổ vốn	Phụ thuộc dòng tiền từ các nền tảng



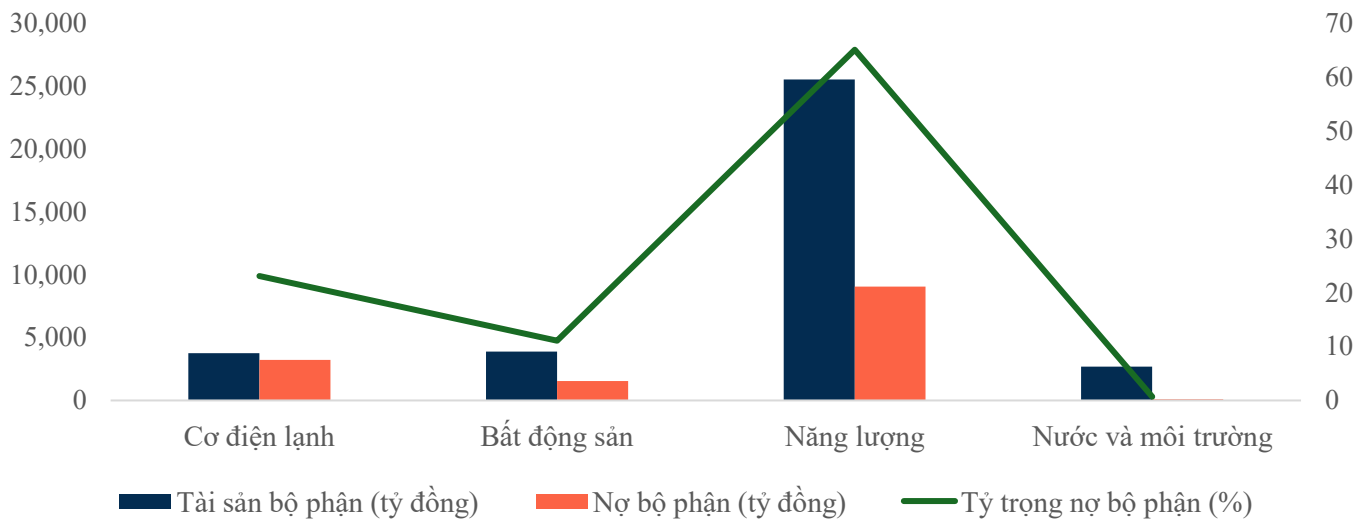
Nguồn: REE, FNS research

Năng lượng chiếm 49.7% doanh thu nhưng nắm giữ 71.2% tài sản bộ phận và tạo ra 57.7% lợi nhuận thuộc REE. Đây là trụ cột kinh tế lớn nhất, đồng thời là lĩnh vực thâm dụng vốn nhất của Tập đoàn.

M&E tạo ra 35.2% doanh thu nhưng chỉ đóng góp 6.7% lợi nhuận thuộc REE. Vai trò của mảng này thiên về tạo doanh thu, duy trì năng lực kỹ thuật và quan hệ khách hàng hơn là nguồn lợi nhuận chủ đạo.

Mảng nước chỉ tạo ra 1.7% doanh thu nhưng đóng góp 14.5% lợi nhuận thuộc REE. Chênh lệch này không có nghĩa mảng nước có biên lợi nhuận cao vượt trội mà xuất phát từ việc doanh thu của phần lớn công ty nước không được hợp nhất, trong khi phần lợi nhuận tương ứng vẫn được ghi nhận theo phương pháp vốn chủ sở hữu.

¹ Hoạt động M&E gồm thiết kế, cung cấp, lắp đặt và vận hành các hệ thống như điều hòa - thông gió (HVAC), điện, cấp thoát nước, phòng cháy chữa cháy và hệ thống điện nhẹ trong công trình.



Nguồn: REE, FNS research

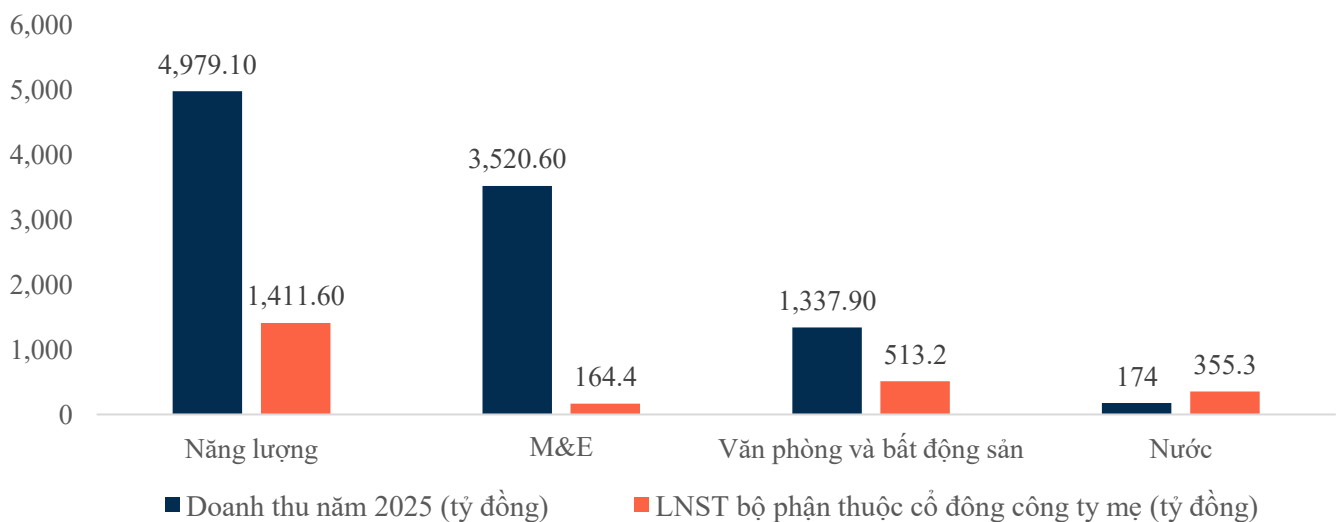
Năng lượng chiếm 65.1% tổng nợ bộ phận, phù hợp với đặc điểm đầu tư nhà máy điện cần vốn ban đầu lớn và có thời gian thu hồi dài.

Sự kết hợp đa dạng giúp REE đa dạng hóa nguồn lợi nhuận. Tuy nhiên năng lượng vẫn là mảng chi phối tài sản, nợ và lợi nhuận; vì vậy biến động thủy văn, cơ chế giá điện và tiến độ dự án có thể ảnh hưởng đáng kể đến kết quả toàn Tập đoàn.

Về phương pháp phân tích, REE nên được định giá theo tổng giá trị các bộ phận (sum-of-the-parts), sau đó điều chỉnh nợ ròng tại từng đơn vị, lợi ích cổ đông không kiểm soát và giá trị các khoản đầu tư liên kết. Việc áp dụng một hệ số định giá duy nhất trên doanh thu hoặc lợi nhuận hợp nhất sẽ làm mất khác biệt về rủi ro, mức độ thâm dụng vốn và khả năng tạo dòng tiền giữa bốn lĩnh vực.

2. Tổng quan ngành

2.1. REE - Doanh nghiệp hoạt động đa ngành



Nguồn: REE, FNS research

Năng lượng là ngành trọng tâm vì đồng thời đứng đầu về doanh thu, lợi nhuận và tài sản. Đặc biệt, mảng này chiếm 71% tài sản bộ phận, cao hơn đáng kể tỷ trọng doanh thu 49.73%. Điều này phản ánh tính thâm dụng vốn và cho thấy rủi ro về chi phí vốn, tiến độ dự án, thủy văn và cơ chế giá có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh REE.

2.2. Ngành năng lượng

2.2.1. Chuỗi giá trị ngành

Chuỗi giá trị ngành điện Việt Nam

Cấu trúc chuỗi giá trị, chủ thể tham gia, sở hữu và điểm then chốt



Mặt xích	Chủ thể chính	Mức cạnh tranh	FNS Bình luận
Phát điện	EVN/GENCO ² , PVN ³ , TKV ⁴ , IPP ⁵	Cạnh tranh từng phần	Chịu ảnh hưởng từ sự điều độ của NSMO, cơ chế giá điện và công suất truyền tải của lưới điện
Điều độ & thị trường	NSMO	Độc quyền tự nhiên/ đơn vị vận hành	Lập lịch, huy động, giá và thanh toán thị trường theo quy định
Truyền tải	EVNNPT và đơn vị truyền tải được phép	Độc quyền tự nhiên	Đặc biệt quan trọng trong chuỗi giá trị, đặc biệt là đối với hệ thống công suất điện phân bổ không đồng đều giữa các vùng
Mua buôn/ phân phối	EVN và 5 tổng công ty điện lực	Số bên mua còn hạn chế	Mua điện, phân phối theo khu vực
Bán lẻ	Các tổng công ty/ đơn vị bán lẻ	Chịu điều tiết mạnh bởi cơ chế bán điện	Giá bán lẻ bình quân và biểu giá theo khung Nhà nước
DPPA ⁶	Nhà máy NLTT – khách hàng lớn	Cho phép đơn vị phát điện năng lượng tái tạo và khách hàng sử dụng điện lớn thiết lập quan hệ mua bán điện trực tiếp, nhưng chỉ giành cho những đơn vị đủ điều kiện.	Giá song phương nhưng vẫn gắn hạ tầng/ quy tắc thị trường nếu qua lưới quốc gia

Thị trường điện Việt Nam đã vận hành thị trường phát điện cạnh tranh⁷ từ 01/07/2012 và thị trường bán buôn điện cạnh tranh⁸ từ 01/01/2019. Tuy nhiên, bán lẻ cạnh tranh chưa vận hành đầy đủ; phần lớn khách hàng cuối vẫn mua điện từ các tổng công ty điện lực/ đơn vị bán lẻ theo biểu giá do Nhà nước điều tiết. Từ tháng 8/2024,

² EVN/GENCO là Tập đoàn Điện lực Việt Nam và các Tổng công ty Phát điện thuộc/ liên quan EVN. “GENCO” là Generation Corporation, tức các tổng công ty sở hữu và vận hành danh mục nhà máy điện

³ PVN là Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam. Trong ngành điện, nhóm này tham gia thông qua các nhà máy điện khí, nhiệt điện và các dự án năng lượng thuộc hệ sinh thái của tập đoàn.

⁴ TKV là Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam. TKV tham gia phát điện chủ yếu qua các nhà máy nhiệt điện than, đặc biệt những nhà máy gắn với nguồn than và hoạt động khai khoáng của tập đoàn.

⁵ IPP là Independent Power Producer – Nhà sản xuất điện độc lập. Đây là một nhóm nhà đầu tư ngoài hệ thống phát điện truyền thống của EVN, tự đầu tư nhà máy và bán điện theo cơ chế hợp đồng/thị trường. Một công ty tư nhân sở hữu nhà máy thủy điện, điện khí hay điện tái tạo có thể thuộc nhóm IPP tùy cấu trúc dự án.

⁶ DPPA - Direct Power Purchase Agreement: cơ chế mua bán điện trực tiếp giữa đơn vị phát điện năng lượng tái tạo và khách hàng sử dụng điện lớn

⁷ Phát điện cạnh tranh: Cạnh tranh chủ yếu xảy ra giữa các nhà máy phát điện

⁸ Bán buôn cạnh tranh: Nhiều đơn vị mua buôn điện có thể tham gia thị trường theo cơ chế được quy định.

NSMO được tách khỏi EVN và chuyển về Bộ Công Thương, cải thiện tính độc lập về tổ chức của khâu điều độ và vận hành thị trường

2.2.1.1. Phát điện – mất xích tạo ra hàng hóa

Phát điện là khâu chuyển đổi năng lượng sơ cấp như nước, than, khí, gió, bức xạ mặt trời hoặc sinh khối thành điện năng. Đây là mất xích có mức độ cạnh tranh cao nhất trong chuỗi điện Việt Nam và cũng là mất xích mà các tài sản năng lượng của REE chủ yếu tham gia.

Cơ cấu chủ sở hữu nguồn điện tương đối đa dạng, bao gồm các nhà máy thuộc EVN và các GENCO, doanh nghiệp thuộc hệ sinh thái PVN và TKV, các dự án BOT, các nhà sản xuất điện độc lập – IPP và các nhà đầu tư tư nhân trong lĩnh vực thủy điện, điện gió, điện mặt trời và các dạng năng lượng khác. EVN hiện vẫn quản lý ba tổng công ty phát điện GENCO 1, 2, 3 cùng một số công ty phát điện trực thuộc; song nguồn điện Việt Nam không còn là lĩnh vực chỉ có EVN tham gia, mà mở rộng ra cho nhiều pháp nhân đủ điều kiện.

2.2.1.2. Điều độ hệ thống và vận hành thị trường: trung tâm phân bổ sản lượng thực tế

Điều độ là mất xích quyết định nhà máy nào được phát, phát bao nhiêu và tại thời điểm nào. Theo Luật Điện lực, điều độ hệ thống điện quốc gia là hoạt động Nhà nước độc quyền; đơn vị điều độ có quyền chỉ huy các đơn vị phát điện, truyền tải và phân phối, huy động công suất các nhà máy và điều chỉnh phương thức huy động trong các tình huống cần thiết nhằm bảo đảm hệ thống vận hành an toàn, ổn định và kinh tế.

Từ tháng 8/2024, Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia được tách khỏi EVN để thành lập Công ty TNHH MTV Vận hành hệ thống điện và thị trường điện Quốc gia (NSMO); quyền đại diện chủ sở hữu vốn nhà nước tại NSMO được chuyển về Bộ Công Thương. Việc tách NSMO làm giảm xung đột lợi ích tiềm tàng giữa một bên sở hữu nhiều tài sản điện và một bên quyết định vận hành hệ thống.

2.2.1.3. Truyền tải: nút thắt vật lý có thể quyết định giá trị của cả dự án nguồn điện

Truyền tải là khâu đưa một lượng điện lớn từ khu vực phát điện tới các trung tâm phụ tải thông qua hệ thống đường dây và trạm biến áp. Đây là ngành có đặc tính độc quyền tự nhiên do chi phí đầu tư cố định rất lớn và việc xây dựng nhiều hệ thống đường dây song song để cạnh tranh với nhau không mang lại hiệu quả kinh tế. Tuy nhiên, EVN đã không còn độc quyền hoàn toàn mất xích này. Luật Điện lực quy định Nhà nước độc quyền đầu tư và vận hành các lưới truyền tải quan trọng từ 220 kV trở lên thuộc danh mục do Thủ tướng quyết định, đồng thời độc quyền vận hành lưới truyền tải trừ phần lưới do các thành phần kinh tế ngoài Nhà nước đầu tư xây dựng. Pháp luật vì vậy đã mở không gian cho vốn ngoài Nhà nước tham gia đầu tư một số công trình lưới điện. Đơn vị truyền tải có nghĩa vụ bảo đảm dịch vụ truyền tải và quyền đấu nối, trừ trường hợp lưới điện quá tải, đồng thời phải đầu tư phát triển lưới theo quy hoạch.

Đây là mất xích đặc biệt quan trọng đối với năng lượng tái tạo. Điện gió và điện mặt trời thường được phát triển tại nơi có tài nguyên tốt nhưng xa trung tâm phụ tải. Nếu tốc độ đầu tư nguồn điện nhanh hơn tốc độ phát triển lưới, hệ thống có thể xuất hiện tình trạng dư nguồn cục bộ trong khi nơi khác vẫn thiếu điện. Khi đó, công suất đã xây dựng không chuyển hóa hoàn toàn thành sản lượng thương phẩm.

2.2.1.4. Bán buôn điện: nơi hình thành quan hệ thương mại giữa nguồn điện và các đơn vị mua điện

Bán buôn điện là hoạt động thương mại: một đơn vị điện lực mua điện để bán lại cho một đơn vị khác. Theo Luật Điện lực, đơn vị bán buôn có thể mua trực tiếp từ bên bán điện, sử dụng dịch vụ truyền tải/ phân phối/ điều độ và tham gia mua bán trên thị trường cạnh tranh.

Thị trường bán buôn điện cạnh tranh của Việt Nam đã đi vào vận hành, nhưng cấu trúc phía mua vẫn tập trung hơn đáng kể so với phía phát điện. Các tổng công ty điện lực thuộc EVN vừa là các đơn vị mua điện lớn, vừa sở hữu phần lớn hệ thống phân phối và quan hệ khách hàng cuối cùng trong khu vực phục vụ.

Vì vậy, ngành điện Việt Nam tồn tại một cấu trúc khá đặc biệt: phía bán điện ngày càng phân mảnh, trong khi phía mua và hạ tầng trung gian vẫn tập trung cao. Điều này hạn chế quyền lực thương lượng của một nhà máy phát điện đơn lẻ và khiến cơ chế hợp đồng, quy định thị trường và khả năng tiếp cận lưới trở thành các yếu tố quan trọng ngang với chi phí phát điện.

2.2.1.5. Phân phối: độc quyền mạng lưới theo khu vực

Phân phối là hoạt động đưa điện từ lưới truyền tải xuống hệ thống điện khu vực và tới điểm đầu nối của khách hàng. Khác với bán buôn, đây là dịch vụ hạ tầng vật lý, với đặc tính độc quyền tự nhiên ở từng địa bàn.

EVN hiện sở hữu 100% 5 Tổng công ty Điện lực gồm EVNNPC, EVNCPC, EVNSPC, EVNHANOI và EVNHCMC. Các đơn vị này đồng thời quản lý lưới phân phối và kinh doanh điện tới gần 31.4 triệu khách hàng trên cả nước. Trong khi quyền sở hữu nguồn phát điện tại Việt Nam đã phân tán đáng kể ra ngoài EVN, quyền kiểm soát hạ tầng phân phối và quan hệ với khách hàng cuối vẫn tập trung rất cao trong EVN.

2.2.1.6. Bán lẻ điện: điểm cuối của chuỗi nhưng chưa vận hành hoàn toàn theo cơ chế cạnh tranh

Bán lẻ là khâu bán điện cho khách hàng sử dụng cuối cùng. Luật Điện lực xác định ba cấp độ phát triển của thị trường gồm phát điện cạnh tranh, bán buôn cạnh tranh và bán lẻ cạnh tranh. Tuy nhiên, để chuyển sang từng cấp độ cần hoàn thành đồng thời tái cơ cấu ngành điện, hạ tầng thị trường và cải cách cơ chế giá.

Hiện nay, hệ thống đang vận hành ở cấp thị trường bán buôn cạnh tranh và tiếp tục xây dựng các điều kiện cho những cấp độ cao hơn; việc Bộ Công Thương ban hành Thông tư 29/2026/TT-BCT về thị trường bán buôn trong tháng 6/2026 cũng phản ánh giai đoạn hiện tại của quá trình này.

Do vậy, đối với phần lớn khách hàng cuối cùng, giá điện chưa phải là một mức giá hoàn toàn hình thành thông qua cạnh tranh giữa các nhà bán lẻ. Luật Điện lực quy định giá bán lẻ được xây dựng trên cơ sở chính sách giá điện, khung giá bán lẻ điện bình quân, cơ chế điều chỉnh và cơ cấu biểu giá; giá được phân theo nhóm khách hàng và thời gian sử dụng điện.

Giá bán lẻ điện và giá nhà máy điện nhận được không phải cùng một mức giá. Khoảng giữa hai đầu còn chứa chi phí phát điện, truyền tải, phân phối, điều độ, vận hành thị trường và các thành phần khác. Do đó, việc giá điện bán lẻ tăng không đồng nghĩa lợi nhuận của tất cả doanh nghiệp phát điện sẽ tăng tương ứng.

2.2.1.7. DPPA: thay đổi quan hệ thương mại, không thay đổi bản chất vật lý của hệ thống điện

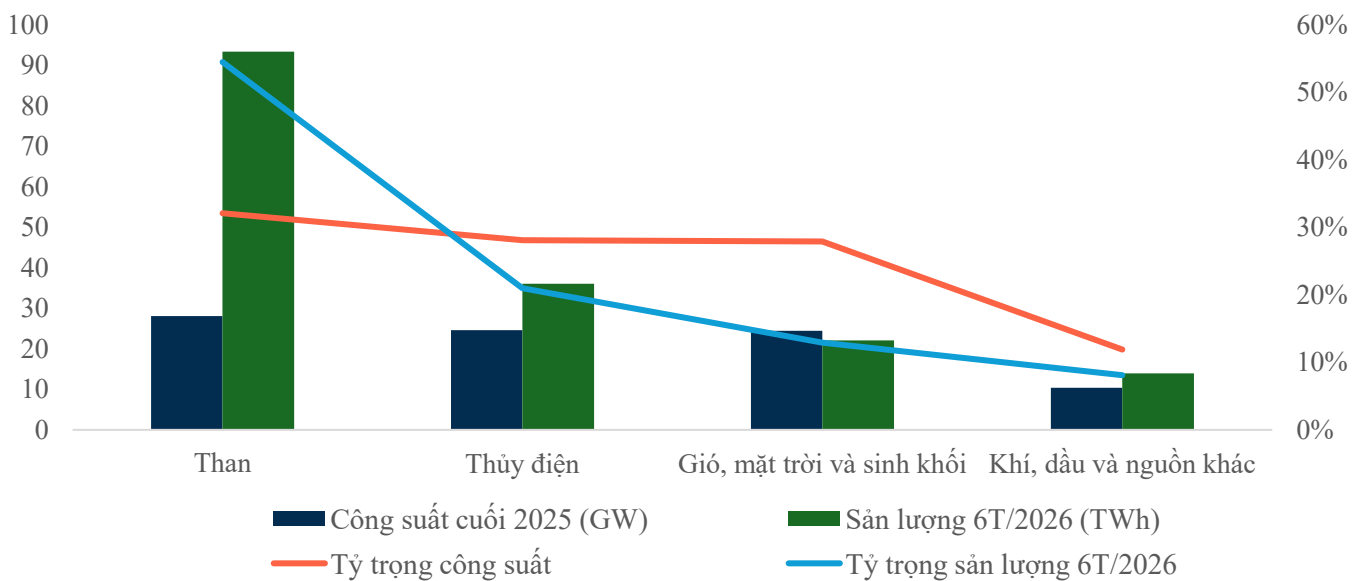
Theo khung pháp lý hiện hành, cơ chế DPPA được quy định tại Nghị định 57/2025/NĐ-CP và đã được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định 243/2026/NĐ-CP, có hiệu lực từ ngày 26/06/2026.

Về nguyên tắc, giao dịch trực tiếp có thể được tổ chức thông qua lưới kết nối riêng hoặc lưới điện quốc gia. Với trường hợp sử dụng lưới điện quốc gia, điện vật lý vẫn được hòa vào hệ thống chung; không tồn tại một dòng điện riêng chạy từ đúng nhà máy A tới đúng nhà máy của khách hàng B. “Trực tiếp” chủ yếu nằm ở quan hệ hợp đồng và cơ chế thanh toán giữa bên phát điện và khách hàng, trong khi hệ thống điện quốc gia vẫn thực hiện chức năng truyền tải, phân phối, cân bằng và điều độ.

Ngày 01/06/2026, Nhà máy điện mặt trời TTC Đức Huệ 2 trở thành dự án đầu tiên tham gia DPPA qua lưới điện quốc gia, với Samsung Electronics Việt Nam Thái Nguyên là khách hàng mua điện, đánh dấu bước chuyển từ khung pháp lý sang giao dịch thực tế.

DPPA có thể tạo ra ba thay đổi đáng chú ý đối với cấu trúc ngành. Một là giảm dần sự phụ thuộc của một số nhà máy tái tạo vào một kênh tiêu thụ duy nhất. Hai là cho phép khách hàng công nghiệp lớn chủ động hơn trong chiến lược mua điện xanh và đáp ứng các mục tiêu giảm phát thải. Ba là tạo tiền đề cho thị trường điện tiến gần hơn tới cạnh tranh ở khâu bán lẻ.

2.2.2. Công suất và sản lượng hiện tại



Nguồn: EVN, FNS research

Cơ cấu công suất không phản ánh đầy đủ cơ cấu cung ứng điện thực tế của Việt Nam. Đến cuối năm 2025, hệ thống có khoảng 87.6 GW công suất nguồn, trong đó nhiệt điện than, thủy điện và NLTT (năng lượng tái tạo) lần lượt chiếm 32.1%, 28.1% và 27.9%. Tuy nhiên, trong 6T/2026, ba nhóm này lần lượt đóng góp 54.5%, 21.0% và 12.9% sản lượng điện toàn hệ thống. Sự chênh lệch cho thấy quá trình chuyển dịch năng lượng của Việt Nam đã tiến khá xa về cơ cấu công suất lắp đặt, nhưng cơ cấu vận hành vẫn phụ thuộc đáng kể vào nguồn điện có khả năng điều độ, đặc biệt là nhiệt điện than.

Nhiệt điện than hiện vẫn là nguồn điện nền chủ lực: chỉ chiếm khoảng một phần ba công suất nhưng tạo hơn một nửa điện năng trong 6T2026. Ngược lại, NLTT đã chiếm gần 28% công suất nhưng mới tạo khoảng 13% sản lượng, phản ánh hệ số sử dụng thấp hơn do tính biến đổi của gió và mặt trời. Tăng công suất NLTT đơn thuần không thể thay thế tương ứng một MW nguồn điện điều độ; khi tỷ trọng NLTT tiếp tục tăng, nhu cầu đầu tư lưới truyền tải, lưu trữ và các nguồn linh hoạt sẽ tăng theo. Điều chỉnh Quy hoạch điện VIII vì vậy đặt mục tiêu 10.0-16.3 GW pin lưu trữ đến năm 2030.

Trong khi cơ cấu nguồn ngày càng phức tạp, nhu cầu điện đang tăng nhanh. Sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu 6T2026 đạt 171.54 TWh (+9.85% YoY), trong khi công suất cực đại hệ thống lập kỷ lục 57.54 GW. Do đó, trong giai đoạn tới, để phục vụ mục tiêu tăng trưởng GDP được đề ra, không còn đơn thuần là bổ sung tổng công suất, mà là phát triển đúng loại nguồn, đúng vị trí và đủ khả năng cung cấp điện vào thời điểm phụ tải cần, đồng thời mở rộng lưới và năng lực lưu trữ để hấp thụ lượng NLTT ngày càng lớn.

Triển vọng ngành điện 2026-2030 là tích cực về nhu cầu đầu tư nhưng phân hóa mạnh giữa các công nghệ. Thủy điện tiếp tục có giá trị nhờ chi phí biến đổi thấp và khả năng điều chỉnh công suất nhưng lợi nhuận nhạy với thủy văn; nhiệt điện vẫn đóng vai trò bảo đảm sản lượng và độ tin cậy trong trung hạn nhưng chịu rủi ro giá nhiên liệu và chuyển dịch carbon; NLTT có dư địa tăng công suất lớn nhưng hiệu quả dự án ngày càng phụ thuộc vào khả năng đấu nối, lưu trữ, cơ chế giá và thị trường đầu ra. Do đó, giá trị trong chuỗi điện giai đoạn tới sẽ dịch chuyển từ việc đơn thuần sở hữu MW sang sở hữu MW có khả năng phát đúng lúc, được giải tỏa công suất và có đầu ra thương mại đủ hấp dẫn.

2.2.3. Quy hoạch nguồn điện và khoảng cách thực thi

Nguồn điện theo mục tiêu 2030	Công suất (GW)	Vai trò và điểm nghẽn chính
Thủy điện	33.3-34.7	Dư địa dự án mới hạn chế; tăng qua mở rộng, tích năng và hiệu quả vận hành
Gió trên bờ/ gần bờ	26.1-38.0	Cần cơ chế giá đủ khả năng xoay sở chi phí vay vốn, đất và đấu nối
Gió ngoài khơi	6.0-17.0	Phụ thuộc khảo sát biển, khung pháp lý, PPA và chuỗi cung ứng
Điện mặt trời	46.5-73.4	Cần hấp thụ tại chỗ, lưới và lưu trữ để hạn chế dư thừa giữa trưa
Than	31.1	Tăng công suất hạn chế; áp lực môi trường và chuyển dịch dài hạn
Khí trong nước	10.9-14.9	Phụ thuộc nguồn khí và tiến độ chuỗi dự án khai thác khí
LNG	22.5	Rủi ro giá nhiên liệu, tỷ giá, chi phí cảng và khả năng chuyển chi phí vào giá điện
Nguồn linh hoạt	2.0-3.0	Cần cơ chế trả cho công suất và dịch vụ linh hoạt

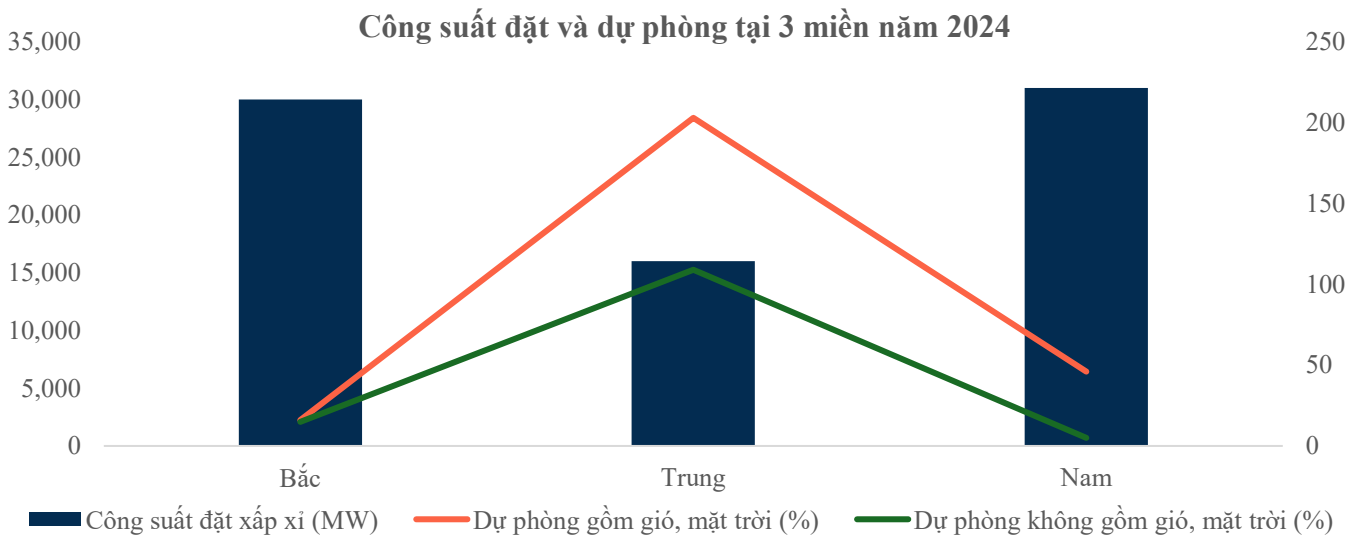
Nguồn điện theo mục tiêu 2030	Công suất (GW)	Vai trò và điểm nhấn chính
Thủy điện tích năng	2.4-6.0	Thời gian xây dựng dài
Pin lưu trữ	10.0-16.3	Cần cơ chế doanh thu cho arbitrage, công suất và dịch vụ phụ trợ
Nhập khẩu	9.4-12.1	Giảm áp lực đầu tư trong nước nhưng tạo rủi ro phụ thuộc và liên kết lưới

Điều chỉnh Quy hoạch điện VIII đặt mục tiêu điện thương phẩm năm 2030 đạt 500.4-557.8 TWh, công suất cực đại 89.7-99.9 GW và công suất nguồn phục vụ trong nước 183.3-236.4 GW. So với điện thương phẩm khoảng 288 TWh năm 2025, để đạt được mục tiêu, điện thương phẩm cần tăng CAGR khoảng 11.7%-14.1%; so với 87.6 GW công suất cuối 2025, công suất cần tăng bình quân khoảng 15.9%-22% mỗi năm. Khoảng tăng thêm 95.7-148.8 GW trong năm năm tương đương 19.1-29.8 GW mỗi năm, trong khi năm 2025 hệ thống chỉ tăng khoảng 6.4 GW.

Khoảng cách lớn giữa công suất hiện hữu và mục tiêu năm 2030 cho thấy ngành điện Việt Nam đang bước vào giai đoạn đầu tư cao điểm. Để đáp ứng nhu cầu điện tăng nhanh, ngành không chỉ cần đa dạng hóa cơ cấu nguồn phát nhằm giảm phụ thuộc vào từng loại hình năng lượng, mà còn phải đẩy nhanh tiến độ xây dựng và vận hành thương mại (COD) các dự án trong danh mục. Đồng thời, lưới truyền tải, hệ thống lưu trữ và nguồn điện dự phòng cũng phải được phát triển tương ứng; nếu các hạng mục này tiếp tục chậm tiến độ, công suất quy hoạch sẽ khó chuyển thành nguồn cung điện thực tế, làm gia tăng nguy cơ thiếu điện và hạn chế tăng trưởng kinh tế.

2.2.4. Lưới điện và khả năng giải tỏa công suất

Trong 6T/2026, sản lượng truyền tải đạt 138.2 TWh, tăng 10.83%. Dòng công suất chủ yếu đi từ miền Trung ra Bắc và vào Nam; công suất lớn nhất qua giao điện Trung-Bắc đạt 4,489 MW, Trung-Nam đạt 5,998 MW. EVN đã khởi công 89 và đóng điện 94 công trình 110-500 kV trong kỳ. Đầu tư hệ thống lưới điện đang tăng tốc nhưng việc này cũng cho thấy sự phụ thuộc vào truyền tải liên vùng và cơ cấu cung-cầu điện bất cân xứng giữa 3 miền.



Nguồn: Viện năng lượng-Bộ công thương, FNS research

Miền Bắc có khoảng 30,000 MW công suất đặt nhưng tỷ lệ dự phòng chỉ khoảng 16.0%. Trong khi đó, miền Trung có gần 16,000 MW công suất đặt và tỷ lệ dự phòng lên tới 203.0%, chủ yếu do phụ tải tại chỗ thấp hơn nhiều so với quy mô nguồn. Miền Nam có mức dự phòng danh nghĩa 46.0%, nhưng tỷ lệ này chỉ còn 5.0% nếu loại điện gió và điện mặt trời.

Lưới điện đóng vai trò cân bằng sự mất cân đối địa lý ngày càng lớn giữa nơi sản xuất điện và nơi tiêu thụ điện. Nguồn thủy điện tập trung nhiều tại miền núi phía Bắc và Tây Nguyên; nguồn điện gió, mặt trời phát triển mạnh tại miền Trung, Tây Nguyên và Nam Trung Bộ; trong khi các trung tâm phụ tải lớn tập trung tại miền Bắc và Đông Nam Bộ. Vì vậy, hệ thống điện Việt Nam không chỉ cần đủ công suất phát trên phạm vi cả nước mà còn phải có đủ năng lực truyền tải để đưa điện từ vùng thừa sang vùng thiếu.

Sự phụ thuộc này thể hiện rõ tại miền Bắc. Trong đợt phụ tải cao năm 2026, công suất cực đại miền Bắc đạt 29,966 MW; riêng đường dây 500 kV mạch 3 Quảng Trạch - Phố Nối có thời điểm truyền khoảng 2,500 MW từ miền Trung ra Bắc, trong khi tổng lượng điện truyền theo hướng này đạt khoảng 520 triệu kWh/ngày. Các tuyến 500 kV Bắc - Nam vì vậy không đơn thuần là hạ tầng vận chuyển mà trở thành công cụ cân bằng cung - cầu giữa các vùng; thiếu năng lực truyền tải có thể dẫn tới tình trạng toàn hệ thống có đủ nguồn nhưng một khu vực vẫn thiếu điện.

Tốc độ phát triển lưới đang phải chạy theo tốc độ tăng nguồn và phụ tải

Đến cuối năm 2025, EVNNPT quản lý hơn 33,300 km đường dây 220-500 kV, 217 trạm biến áp với tổng dung lượng trên 139,300 MVA; sản lượng điện truyền tải năm 2025 đạt khoảng 256.5 tỷ kWh (+4% YoY). Tuy nhiên, quy mô lớn không đồng nghĩa dư thừa năng lực truyền tải.

Đánh giá thực hiện Quy hoạch điện VIII cho thấy tiến độ lưới còn thấp hơn kế hoạch ở nhiều hạng mục: đến cuối 2024, khối lượng tăng thêm của trạm biến áp 500 kV và 220 kV mới đạt khoảng 41% và 47% mục

tiêu giai đoạn tương ứng; đối với đường dây 500 kV và 220 kV, tỷ lệ lần lượt khoảng 72% và 26%. Hệ quả là vẫn xuất hiện tình trạng đầy tải hoặc quá tải cục bộ.

Điều này không chỉ tồn tại trên quy hoạch. Trong 9 tháng đầu năm 2025, EVNNPT ghi nhận nhiều thời điểm các đường dây và trạm biến áp tại miền Trung – Tây Nguyên vận hành đầy hoặc quá tải, bao gồm các trạm 500 kV Thạnh Mỹ, Pleiku 2 và một số trạm 220 kV như Ninh Phước, Tháp Chàm, Tam Kỳ và Dung Quất. Đây chính là những khu vực tập trung đáng kể nguồn thủy điện và năng lượng tái tạo.

2.2.5. Triển vọng ngành

Ngành phát điện Việt Nam đang tăng trưởng nhanh về nhu cầu nhưng đồng thời chuyển tiếp về cơ cấu nguồn. Trong 7T/2026, điện sản xuất và nhập khẩu đạt 203.57 TWh; nhiệt điện than vẫn chiếm 52.3% sản lượng, trong khi năng lượng tái tạo chiếm 12.8%. Điều này cho thấy hệ thống vừa phải bổ sung nguồn sạch, vừa chưa thể thiếu ngay công suất có khả năng huy động theo yêu cầu.

Công nghiệp hóa, điện khí hóa và mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao tạo nên cầu tương đối rõ, tạo điều kiện tích cực cho ngành điện; Điều chỉnh Quy hoạch điện VIII đặt mục tiêu điện thương phẩm năm 2030 đạt 500.4-557.8 TWh. Tuy nhiên, đây là nhu cầu và mục tiêu quy hoạch, không phải nguồn tăng trưởng doanh thu được bảo đảm. Nhóm có vị thế tốt hơn là nhóm sở hữu tài sản hiện hữu có chi phí biên thấp cho việc nâng cao sản lượng điện, PPA rõ ràng và hệ thống lưới điện thuận lợi; nguồn có khả năng điều tiết; cùng hệ thống lưu trữ điện và các tài sản hỗ trợ hệ thống khi đã có cơ chế thanh toán phù hợp. Đối với dự án mới, tăng công suất đặt vẫn có thể đi cùng tỷ suất sinh lợi thấp nếu giá mua điện, cắt giảm công suất hoặc chi phí vốn bất lợi.

Khoảng cách lớn giữa công suất hiện hữu và mục tiêu năm 2030 cho thấy ngành điện Việt Nam đang bước vào giai đoạn đầu tư cao điểm. Để đáp ứng nhu cầu điện tăng nhanh, ngành không chỉ cần đa dạng hóa cơ cấu nguồn phát nhằm giảm phụ thuộc vào từng loại hình năng lượng, mà còn phải đẩy nhanh tiến độ xây dựng và vận hành thương mại (COD) các dự án trong danh mục. Đồng thời, lưới truyền tải, hệ thống lưu trữ và nguồn điện dự phòng cũng phải được phát triển tương ứng; nếu các hạng mục này tiếp tục chậm tiến độ, công suất quy hoạch sẽ khó chuyển thành nguồn cung điện thực tế, làm gia tăng nguy cơ thiếu điện và hạn chế tăng trưởng kinh tế.

2.3. Ngành cơ điện công trình (M&E)

2.3.1. Tổng quan ngành

Là lĩnh vực thiết kế, cung cấp thiết bị, lắp đặt và vận hành thử các hệ thống kỹ thuật giúp một công trình có thể hoạt động. Nếu phần xây dựng dân dụng tạo nên kết cấu, sàn và vỏ công trình thì hệ thống cơ điện tạo ra điện, nước, không khí, khả năng điều khiển và điều kiện an toàn bên trong công trình.

Phạm vi cơ điện thường bao gồm hệ thống điều hòa không khí và thông gió; cấp điện trung thế, hạ thế, máy biến áp, máy phát điện dự phòng và chiếu sáng; cấp thoát nước; phòng cháy chữa cháy; điện nhẹ, viễn thông, an ninh; cùng hệ thống quản lý tòa nhà thông minh. Phạm vi cụ thể có thể thay đổi theo từng hợp đồng: một

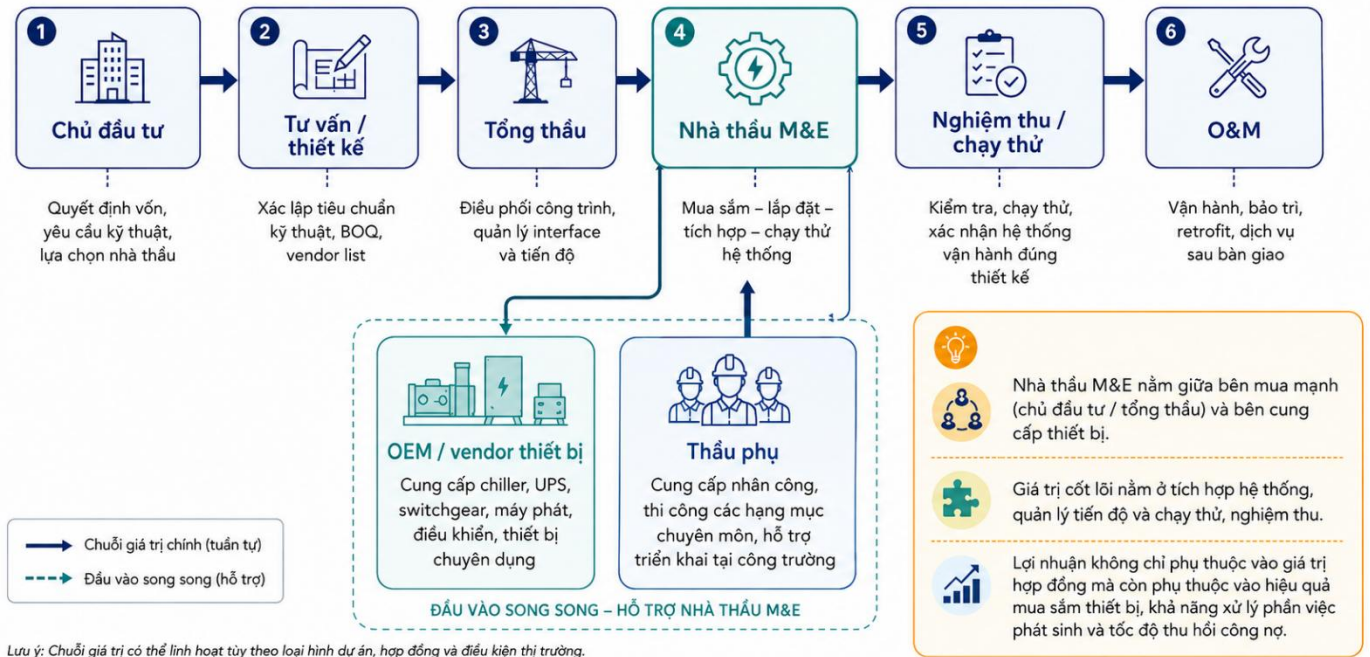
số dự án giao toàn bộ gói MEPF cho một nhà thầu, trong khi dự án khác chia riêng hệ thống điện, điều hòa, phòng cháy chữa cháy hoặc tự động hóa.

Ngành M&E bao gồm nhiều thuật ngữ chuyên ngành, được thuyết minh ở [phụ lục 1](#)

2.3.2. Chuỗi giá trị ngành

Chuỗi giá trị ngành cơ điện công trình (M&E)

Cấu trúc chuỗi chính và các đầu vào song song quanh nhà thầu M&E



2.3.2.1. Chủ đầu tư

Chủ đầu tư quyết định dự án có được triển khai hay không, quy mô vốn, tiêu chuẩn kỹ thuật và phương thức lựa chọn nhà thầu. Vì vậy, đây thường là mắt xích có quyền lực lớn nhất trong chuỗi. Đối với nhà thầu M&E, chất lượng của chủ đầu tư quan trọng không kém quy mô hợp đồng bởi chủ đầu tư kiểm soát việc nghiệm thu, phê duyệt khối lượng phát sinh và tiến độ thanh toán.

Cấu trúc hợp đồng hiện hành cho thấy rõ sự phụ thuộc về vốn lưu động của nhà thầu. Theo Nghị định 210/2026/NĐ-CP, mức tạm ứng hợp đồng xây dựng nhìn chung không vượt quá 30% giá hợp đồng; đối với hợp đồng thi công tại dự án đầu tư công và PPP, mức tạm ứng tối thiểu chỉ từ 10% đến 20% tùy quy mô hợp đồng. Trong khi đó, nhà thầu phải mua thiết bị, trả nhân công và huy động thầu phụ trước khi toàn bộ giá trị công việc được nghiệm thu và thanh toán.

Do đó, đối với ngành M&E, một hợp đồng lớn chưa chắc là một hợp đồng tốt. Cùng một biên lợi nhuận dự kiến, dự án có chủ đầu tư khỏe về tài chính, mức tạm ứng tốt và thời gian thanh toán ngắn có thể tạo tỷ suất sinh lời trên vốn cao hơn đáng kể so với dự án có tiến độ thanh toán chậm. Trong trường hợp xấu hơn, hoàn thành công việc cũng chưa đảm bảo thu được tiền nếu xuất hiện tranh chấp về khối lượng phát sinh, chất lượng hoặc khoản giữ lại bảo hành. Đây là lý do năng lực lựa chọn khách hàng cần được xem là một lợi thế cạnh tranh của nhà thầu M&E, thay vì chỉ đánh giá khả năng giành hợp đồng.

2.3.2.2. Tư vấn và thiết kế: ảnh hưởng ngày càng lớn khi dự án chuyển sang phân khúc kỹ thuật cao

Tư vấn thiết kế xác lập thông số kỹ thuật, bảng khối lượng, tiêu chuẩn vật liệu và thiết bị cũng như yêu cầu phối hợp giữa các hệ thống. Ở các công trình phổ thông, vai trò này tương đối chuẩn hóa; nhưng khi nền cầu M&E dịch chuyển sang nhà máy công nghệ cao, trung tâm dữ liệu, bệnh viện và hạ tầng phức tạp, thiết kế kỹ thuật ngày càng quyết định trực tiếp chi phí và khả năng vận hành của công trình.

Xu hướng này đang có cơ sở rõ ràng tại Việt Nam. Chiến lược hạ tầng số quốc gia yêu cầu các trung tâm dữ liệu mới hướng tới tiêu chuẩn xanh với PUE⁹ không vượt quá 1.4, qua đó đặt yêu cầu cao hơn đối với hệ thống điện, làm mát và điều khiển. Đồng thời, chiến lược bán dẫn đến năm 2030 đặt mục tiêu hình thành ít nhất 100 doanh nghiệp thiết kế bán dẫn, 1 nhà máy chế tạo chip và 10 nhà máy đóng gói - kiểm thử, với doanh thu công nghiệp bán dẫn trên 25 tỷ USD/năm.

Các dự án này yêu cầu nhiều hệ thống mà công trình thông thường không có hoặc có ở mức độ đơn giản hơn, như phòng sạch, kiểm soát nhiệt độ - độ ẩm, chất lượng nguồn điện, nguồn dự phòng, khí kỹ thuật và nước siêu tinh khiết. Vì vậy, giá trị của khâu thiết kế đang tăng cùng với độ phức tạp của dự án. Một thiết kế không tối ưu có thể làm tăng đáng kể khối lượng thiết bị và chi phí đầu tư; ngược lại, thiết kế tốt và tối ưu kỹ thuật có thể tạo dư địa tiết kiệm chi phí mà vẫn đáp ứng yêu cầu vận hành.

2.3.2.3. Tổng thầu: trung tâm điều phối tiến độ và là nguồn rủi ro gián tiếp đối với M&E

Tổng thầu chịu trách nhiệm điều phối toàn bộ công trường giữa kết cấu, kiến trúc, M&E và các hệ thống chuyên ngành. Nhà thầu M&E thường tham gia mạnh ở giai đoạn tương đối muộn của quá trình xây dựng, do nhiều hạng mục chỉ có thể triển khai sau khi phần kết cấu và không gian kỹ thuật đã đạt tiến độ nhất định.

Điều này tạo ra một đặc điểm bất đối xứng: nhà thầu M&E có thể không gây ra chậm tiến độ nhưng vẫn phải chịu một phần chi phí của sự chậm trễ đó. Nếu phần xây dựng phía trước chậm nhưng ngày bàn giao cuối cùng không đổi, M&E phải tăng ca, huy động nhiều tổ đội cùng lúc và thi công trong không gian chằng chéo; từ đó làm tăng chi phí nhân công, nguy cơ làm lại và giảm thời gian dành cho chạy thử.

Rủi ro này đáng chú ý hơn khi Việt Nam bước vào chu kỳ đầu tư lớn. Riêng vốn đầu tư của khu vực Nhà nước năm 2025 đạt 1,233.6 nghìn tỷ đồng, tăng 19.7%, tạo nền cầu cho sân bay, metro, bệnh viện và hạ tầng công cộng - những dự án có quy mô hợp đồng lớn nhưng số lượng hệ thống và giao diện giữa các nhà thầu cũng nhiều hơn. Vì vậy, đối với M&E, năng lực của tổng thầu và chất lượng quản lý tiến độ của toàn dự án ảnh hưởng trực tiếp tới biên lợi nhuận của nhà thầu cơ điện.

2.3.2.4. Nhà thầu M&E: mắt xích tích hợp hệ thống và nơi tập trung phần lớn rủi ro thực thi

Nhà thầu M&E là trung tâm của chuỗi giá trị: nhận thiết kế, mua thiết bị từ các nhà cung cấp, tổ chức thầu phụ và nhân công, lắp đặt, tích hợp, chạy thử trước khi bàn giao hệ thống. Giá trị mà nhà thầu tạo ra vì vậy

⁹ PUE (Power Usage Effectiveness) là chỉ số đo hiệu quả sử dụng năng lượng của trung tâm dữ liệu, được tính bằng tổng điện năng tiêu thụ của trung tâm dữ liệu chia cho điện năng trực tiếp cấp cho thiết bị CNTT. PUE càng gần 1,0 thì hiệu quả năng lượng càng cao; PUE = 1,4 nghĩa là cứ 1 kWh điện dùng cho thiết bị CNTT thì khoảng 0,4 kWh được sử dụng cho các hệ thống hỗ trợ như làm mát, chiếu sáng và phân phối điện.

không nằm ở việc tự sản xuất thiết bị mà ở khả năng quản lý một dự án kỹ thuật phức tạp và biến nhiều hệ thống riêng biệt thành một công trình hoạt động đồng bộ.

Đây cũng là mặt xích chịu rủi ro lợi nhuận lớn nhất. Khảo sát doanh nghiệp xây dựng của Cơ quan Thống kê Quốc gia trong quý II/2026 cho thấy 61.5% doanh nghiệp ghi nhận chi phí nguyên vật liệu trực tiếp tăng và 50.2% ghi nhận chi phí nhân công tăng so với quý trước; có tới 70.3% doanh nghiệp xem giá nguyên vật liệu tăng cao là yếu tố ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh.

Do đó, năng lực cốt lõi của nhà thầu không chỉ là khả năng cạnh tranh thắng nhiều gói thầu, mà là đấu thầu đúng giá, lựa chọn dự án, mua hàng hiệu quả, kiểm soát tiến độ, quản lý phần việc phát sinh và thu tiền đúng hạn.

2.3.2.5. Nhà sản xuất và nhà cung cấp thiết bị: nắm quyền lực ở những hạng mục kỹ thuật chuyên dụng

Nhà sản xuất thiết bị gốc và các nhà cung cấp cung ứng chiller, UPS, tủ điện, máy phát, hệ thống điều khiển và nhiều thiết bị chuyên dụng khác cho nhà thầu M&E. Đây không phải mặt xích sau nhà thầu M&E mà là đầu vào song song, có ảnh hưởng trực tiếp tới giá vốn, tiến độ và chất lượng dự án.

Quyền lực của nhóm này tăng mạnh khi dự án chuyển sang phân khúc kỹ thuật cao. Ví dụ như Trung tâm dữ liệu không thể vận hành nếu nguồn dự phòng và hệ thống làm mát không đạt yêu cầu; thị trường trung tâm dữ liệu Việt Nam được Viettel IDC dự báo đạt khoảng 1.26 tỷ USD vào năm 2030, với CAGR 10.8% cho thấy tốc độ mở rộng của một nhóm tài sản có hàm lượng M&E rất cao.

Đối với nhà thầu, rủi ro đặc biệt tập trung ở cấp điện, tủ điện, chiller, máy phát, UPS và thiết bị nhập khẩu khi thời gian giao hàng dài, báo giá của nhà cung cấp có hiệu lực ngắn. Vì vậy, quy mô mua hàng và quan hệ lâu năm với nhà cung cấp có thể tạo lợi thế thông qua giá mua, điều khoản tín dụng, thời gian giao thiết bị và hỗ trợ kỹ thuật. Đây là một trong những nguyên nhân khiến nhà thầu lớn có thể sở hữu lợi thế kinh tế dù ngành M&E không đòi hỏi nhiều tài sản cố định.

2.3.2.6. Thầu phụ: giúp mở rộng năng lực thi công nhưng tạo thêm rủi ro kiểm soát chất lượng

Nhà thầu M&E thường sử dụng thầu phụ cho nhân công và các hạng mục thi công chuyên môn thay vì duy trì toàn bộ lực lượng lao động cố định. Mô hình này giúp doanh nghiệp linh hoạt mở rộng hoặc thu hẹp năng lực theo lượng dự án và là một nguyên nhân khiến M&E có cường độ tài sản cố định tương đối thấp.

Tuy nhiên, lợi thế tài sản cố định thấp không đồng nghĩa rủi ro thấp. Trong quý II/2026, 50.2% doanh nghiệp xây dựng ghi nhận chi phí nhân công trực tiếp tăng; đồng thời 23.4% doanh nghiệp cho biết sử dụng lao động tăng so với quý trước. Khi backlog tăng nhanh, nhà thầu phải đồng thời bổ sung kỹ sư, quản lý dự án và lực lượng thầu phụ. Nếu năng lực triển khai không theo kịp khối lượng hợp đồng, năng suất có thể giảm trong khi lỗi thi công và khối lượng phải làm lại tăng lên. Backlog quá lớn có thể làm tăng nhu cầu kỹ sư, thầu phụ, vốn lưu động và bảo lãnh trước khi chuyển hóa thành doanh thu.

Do đó, mạng lưới thầu phụ đáng tin cậy là một phần của năng lực cạnh tranh, đặc biệt đối với nhà thầu phải triển khai đồng thời nhiều công trường.

2.3.2.7. Chạy thử và nghiệm thu: từ bước hoàn tất công trình thành rào cản kỹ thuật ở phân khúc cao

Chạy thử và nghiệm thu không phải chỉ là thủ tục cuối dự án. Với công trình thông thường, từng hệ thống có thể được kiểm tra tương đối độc lập; nhưng tại trung tâm dữ liệu, nhà máy bán dẫn, bệnh viện hoặc sân bay, nhiều hệ thống phải vận hành đồng thời trong các kịch bản sự cố.

Ví dụ, chiến lược hạ tầng số quốc gia yêu cầu trung tâm dữ liệu mới đạt PUE không quá 1.4; điều này khiến thiết kế và vận hành điện - làm mát phải được tối ưu đồng thời thay vì kiểm tra từng thiết bị riêng lẻ. Đối với nhà máy bán dẫn, yêu cầu về phòng sạch, chất lượng điện, nhiệt - ẩm và các tiện ích chuyên biệt cũng làm quá trình chạy thử tích hợp phức tạp hơn đáng kể.

Vì vậy, khi nền cầu M&E chuyển từ tòa nhà phổ thông sang các tài sản có yêu cầu vận hành liên tục, kinh nghiệm chạy thử và nghiệm thu tích hợp trở thành rào cản gia nhập ngành. Hiện nay, nhóm nhà thầu dự án lớn/ kỹ thuật cao được yêu cầu phải có đồng thời kinh nghiệm dự án tương tự, BIM, năng lực commissioning, QA/QC, HSE, quan hệ với nhà cung cấp và năng lực tài chính; trong khi số nhà thầu đáp ứng đầy đủ các điều kiện này thấp hơn đáng kể so với M&E phổ thông.

2.3.2.8. Vận hành và bảo trì: doanh thu nhỏ hơn nhưng có tính lặp lại và ít chu kỳ hơn xây mới

Sau khi công trình được bàn giao, hệ thống HVAC, điện, UPS, máy phát, PCCC và điều khiển tiếp tục cần bảo trì định kỳ, sửa chữa và nâng cấp. Nhà thầu từng thiết kế hoặc thi công có lợi thế do đã hiểu cấu hình hệ thống và lịch sử vận hành của tài sản.

Khác với doanh thu xây mới phụ thuộc vào việc hình thành dự án, hoạt động vận hành - bảo trì gắn với quy mô tài sản đã được lắp đặt, vì vậy có tính lặp lại và ít phụ thuộc chu kỳ đầu tư mới hơn.

2.3.3. Phạm vi hoạt động

Phân khúc	Phạm vi công việc chủ yếu	Đặc điểm kinh tế
Tòa nhà thương mại, khách sạn, căn hộ	Điện, HVAC, cấp thoát nước, PCCC, BMS/ ELV	Thị trường lớn nhưng cạnh tranh giá cao; phụ thuộc chu kỳ bất động sản
Nhà máy công nghiệp	Điện động lực, HVAC, khí nén, nước công nghiệp, PCCC, tiện ích nhà máy	Yêu cầu tiến độ và an toàn cao; nhu cầu gắn với FDI thực hiện và CAPEX của doanh nghiệp
Nhà máy công nghệ cao/ bán dẫn	Phòng sạch, kiểm soát nhiệt - ẩm, điện chất lượng cao, UPS, nước siêu tinh khiết và khí kỹ thuật	Rào cản kỹ thuật và phê duyệt nhà cung cấp cao; giá trị hợp đồng lớn nhưng trách nhiệm hiệu năng nặng
Trung tâm dữ liệu	Nguồn điện dự phòng nhiều lớp, UPS, máy phát, làm mát chính xác, PCCC, BMS/DCIM	Tỷ trọng M&E trong tổng CAPEX cao; yêu cầu khả dụng, PUE và commissioning rất nghiêm ngặt

Phân khúc	Phạm vi công việc chủ yếu	Đặc điểm kinh tế
Sân bay, metro, bệnh viện	M&E tòa nhà kết hợp hệ thống chuyên ngành, an toàn và điều khiển	Gói thầu lớn, thời gian dài, nghiệm thu phức tạp; khách hàng/ chủ đầu tư có quyền lực cao
Năng lượng và môi trường	Trạm điện, cáp, hệ thống phụ trợ, cơ khí - điện, điều khiển, EPC một phần	Pipeline lớn nhưng công nghệ, đấu nối, pháp lý và tài trợ dự án quyết định khả năng chuyển thành hợp đồng
Dịch vụ vận hành và bảo trì	Bảo trì định kỳ, sửa chữa, retrofit, quản lý năng lượng	Doanh thu lặp lại và biên ổn định hơn, nhưng quy mô thường nhỏ hơn thi công mới

M&E là một ngành rộng, các doanh nghiệp tham gia theo đó sẽ có đặc tính cạnh tranh riêng biệt, tùy thuộc vào phân khúc mà doanh nghiệp tham gia:

Phân khúc	Nguồn cầu chủ yếu	Độ phức tạp kỹ thuật	Cạnh tranh giá	Tính chu kỳ	FNS nhận định
Nhà ở, khách sạn, văn phòng thương mại	Bất động sản	Trung bình	Cao	Cao	Khó duy trì khả năng làm giá vì phân khúc này đã ở giai đoạn trưởng thành
Nhà máy công nghiệp	FDI thực hiện, CAPEX mở rộng	Trung bình-cao	Trung bình-cao	Trung bình	Thị trường nền tảng của M&E
Công nghệ cao/ bán dẫn	CAPEX công nghệ cao	Rất cao	Trung bình	Trung bình	Rào cản cao, yêu cầu hồ sơ năng lực thực tế đã được chứng minh qua các dự án tương tự đã hoàn thành. Việc lựa chọn vendor (Nhà cung cấp thiết bị) phải phụ thuộc vào sự chấp thuận của chủ đầu tư/ các bên tư vấn, điều này làm các nhà thầu M&E không thể ưu tiên chọn Vendor cung cấp giá rẻ nhất, mà còn phụ thuộc vào sự chấp thuận của chủ đầu tư

Phân khúc	Nguồn cầu chủ yếu	Độ phức tạp kỹ thuật	Cạnh tranh giá	Tính chu kỳ	FNS nhận định
Trung tâm dữ liệu	Cloud, AI, dữ liệu	Rất cao	Trung bình	Thấp-trung bình	M&E chi phối chức năng vận hành của tài sản
Sân bay, metro, bệnh viện	Đầu tư công/tư lớn	Cao	Trung bình	Theo dự án	Hợp đồng lớn nhưng tiến độ và nghiệm thu phức tạp
Năng lượng, môi trường	CAPEX nguồn/ lưới/ nước/ xử lý chất thải	Cao	Trung bình	Theo dự án	Pipeline lớn nhưng phụ thuộc pháp lý và tài trợ
O&M, retrofit, energy services	Installed base	Trung bình-cao	Trung bình	Thấp hơn	Doanh thu lặp lại, giúp giảm tính chu kỳ

2.3.4. Nền nhu cầu xây dựng cao trong nửa đầu năm 2026 là yếu tố tích cực cho ngành M&E

Chỉ tiêu	Thời điểm	Giá trị	FNS bình luận
Tăng trưởng giá trị tăng thêm ngành xây dựng	6T/2026	Tăng 9.51% YoY	Nền hoạt động xây dựng mở rộng, tạo nhu cầu ngành M&E
Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội	6T/2026	khoảng 1,807.8 nghìn tỷ đồng, tăng 12.9% YoY	Nguồn đầu tư lớn, kéo theo nhu cầu ngành M&E
FDI thực hiện	6T/2026	13.03 tỷ USD, tăng 11.2% YoY	Chỉ báo gần hơn cho nhà máy công nghiệp so với FDI đăng ký
Giải ngân vốn đầu tư công	7T/2026	425,312 tỷ đồng, bằng 41.9% kế hoạch Thủ tướng giao	Hỗ trợ hạ tầng, nhưng tốc độ chuyển thành gói M&E phụ thuộc loại dự án và tiến độ xây dựng

3. REE - Tổng quan hoạt động

3.1. Hoạt động năng lượng

3.1.1. REE tập trung chủ yếu ở khâu phát điện, chưa phải mô hình điện lực tích hợp

Trong chuỗi giá trị từ phát điện - điều độ/ thị trường - truyền tải - phân phối - bán lẻ, REE tập trung chủ yếu ở khâu phát điện, thông qua danh mục thủy điện, điện gió, điện mặt trời và khoản đầu tư vào nhiệt điện. Đây cũng là mắt xích có mức độ cạnh tranh cao nhất của ngành điện Việt Nam và là nơi phần lớn tài sản năng

lượng của REE tham gia. Năm 2025, danh mục của REE bao gồm 1,371 MW thủy điện, 126.9 MW điện gió, khoảng 215 MWp điện mặt trời và khoản sở hữu 20.12% tại Nhiệt điện Phả Lại với công suất 1,040 MW.

REE không sở hữu lưới truyền tải quốc gia và không thực hiện chức năng điều độ hệ thống, do đó khả năng chuyển công suất nhà máy thành sản lượng và doanh thu vẫn phụ thuộc vào khả năng đấu nối, năng lực giải tỏa của lưới, phương thức huy động và cơ chế thị trường điện. Đây là khác biệt quan trọng so với một doanh nghiệp điện lực tích hợp dọc: REE có quyền quyết định đầu tư và vận hành tài sản phát điện nhưng không kiểm soát toàn bộ quá trình đưa điện từ nhà máy đến người tiêu dùng cuối. Trong chuỗi ngành, truyền tải quyết định khả năng giải tỏa công suất, còn NSMO chịu trách nhiệm điều độ và vận hành thị trường.

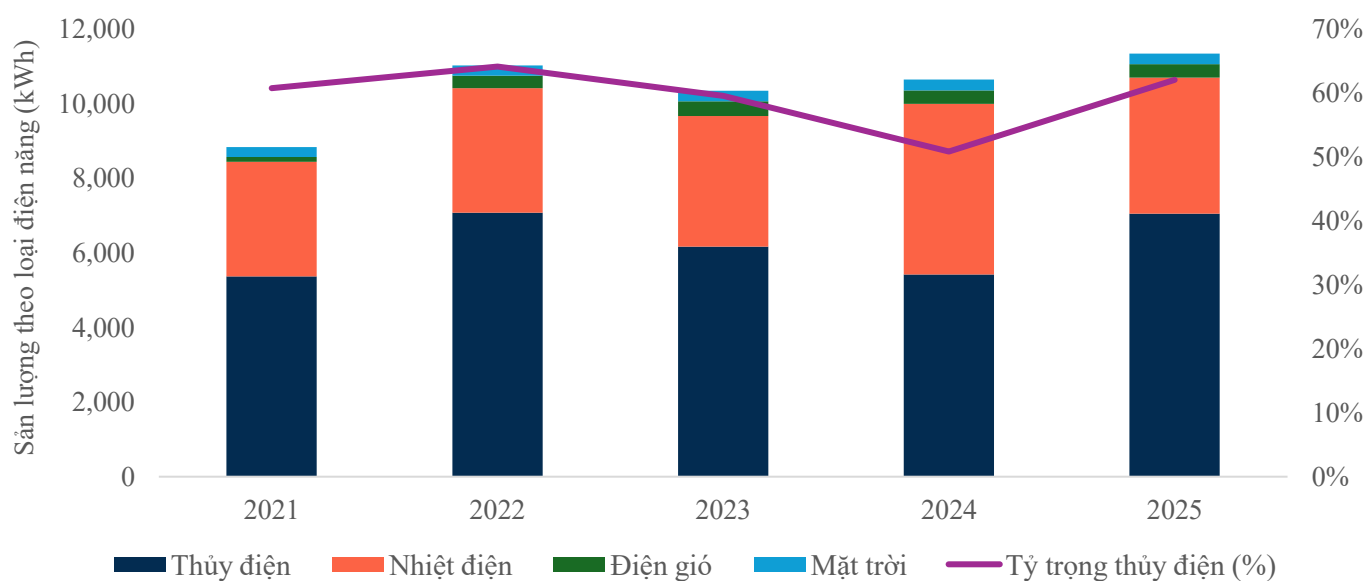
Ở hạ nguồn, REE có một phần hiện diện thông qua DTV, đơn vị bán lẻ điện mà REE sở hữu 66.29%; năm 2025 DTV bán khoảng 342 triệu kWh. Tuy nhiên, quy mô này mang tính bổ trợ so với danh mục phát điện và không làm thay đổi bản chất REE là nhà đầu tư - vận hành nguồn điện, thay vì doanh nghiệp kiểm soát toàn bộ chuỗi điện lực.

Danh mục tài sản mảng năng lượng

Tài sản	Nguồn	Quy mô	Sở hữu	Hạch toán	Địa điểm/ trạng thái
TBC – Thác Bà	Thủy điện	120 MW	60.42%	Công ty con	Lào Cai/Yên Bái
TBC2 – Thác Bà 2	Thủy điện	18.9 MW	35.60%; 55% quyền biểu quyết	Công ty con	COD 04/2025
VSH – 3 nhà máy	Thủy điện	356 MW	52.58%	Công ty con	Gia Lai–Đắk Lắk– Quảng Ngãi
MHP – Mường Hum	Thủy điện	34.8 MW	79.84%	Công ty con	Lào Cai
IED – Nậm Ban 2	Thủy điện	22 MW	99.99%	Công ty con	Lai Châu
GE – Đắk Nhe	Thủy điện	7 MW	99.99%	Công ty con từ 07/2025	Quảng Ngãi
TMP – Thác Mơ	Thủy điện + Điện mặt trời	170 MW + 50 MWp	42.63%	Liên kết	Đồng Nai
CHP – Miền Trung	Thủy điện + Điện mặt trời	170 MW + 50 MWp	24.25%	Liên kết	Huế–Lâm Đồng
SBH – Sông Ba Hạ	Thủy điện	220 MW	25.76%	Liên kết	Đắk Lắk/Gia Lai
ISH – Srok Phu Miêng	Thủy điện	51 MW	34.30%	Liên kết	Đồng Nai
BDH – Bình Điền	Thủy điện	44 MW	25.47%	Liên kết	Huế
SP2 – Sủ Pán 2	Thủy điện	34.5 MW	39.12%	Liên kết	Lào Cai
SHP – Miền Nam	Thủy điện	122.5 MW	11.09%	Đầu tư khác	Lâm Đồng

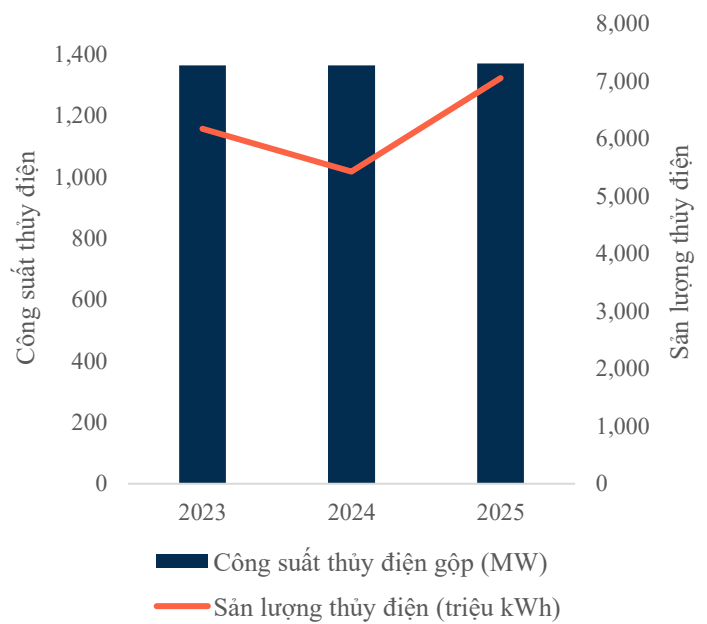
Tài sản	Nguồn	Quy mô	Sở hữu	Hạch toán	Địa điểm/ trạng thái
TBW – 3 nhà máy	Điện Gió	78.9 MW	50.00%	Công ty con theo quyền kiểm soát	Lâm Đồng–Khánh Hòa
RTV – V1-3	Điện Gió	48 MW	100.00%	Công ty con	Vĩnh Long/ Trà Vinh
DHW – Duyên Hải 1	Điện Gió	48 MW	70.00%	Công ty con	COD 16/03/2026
REE Solar	Điện mặt trời áp mái	118.7 MWp	Chủ yếu 100%	Nhóm công ty con	Nhiều tỉnh/ thành
PPC – Phả Lại	Nhiệt điện	1,040 MW	20.12%	Liên kết	Hải Phòng
DTV	Bán lẻ	342 triệu kWh	66.29%	Công ty con	Vĩnh Long

3.1.2. Cơ cấu sản lượng mang lại tính chu kỳ cao cho mảng năng lượng



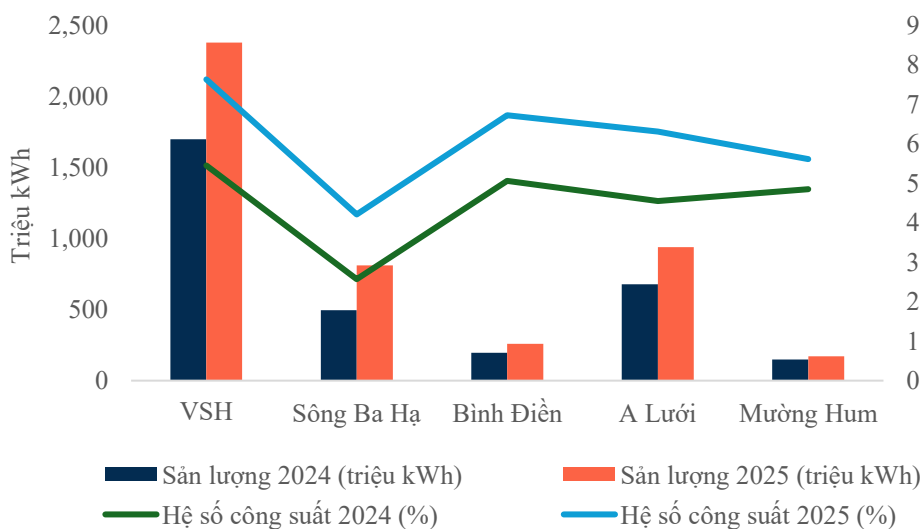
Nguồn: REE, FNS research

Thủy điện tiếp tục là nguồn chi phối biến động sản lượng của danh mục năng lượng REE. Trong giai đoạn 2021-2025, sản lượng thủy điện dao động trong khoảng 5,375–7,082 triệu kWh, tương ứng chênh lệch 31.8% giữa mức thấp nhất và cao nhất. Đáng chú ý, biến động này diễn ra trong bối cảnh quy mô công suất thủy điện tương đối ổn định: công suất gộp duy trì ở mức 1,364 MW trong hai năm 2023–2024 và chỉ tăng lên 1,371 MW trong năm 2025, tương đương mức tăng khoảng 0.5%. Trong khi đó, sản lượng giảm 12.1% xuống 5,429 triệu kWh năm 2024 trước khi tăng 30.0% lên 7,055 triệu kWh năm 2025



Nguồn: REE, FNS research

Diễn biến trên cho thấy tăng trưởng sản lượng thủy điện của REE trong ngắn hạn chủ yếu được quyết định bởi điều kiện thủy văn hơn là mở rộng công suất. Năm 2025, điều kiện La Niña cùng lượng mưa và lưu lượng nước về thuận lợi tại miền Trung đã hỗ trợ sản lượng thủy điện tăng 30.0%; tuy nhiên, giá điện thị trường bình quân đồng thời giảm 36%, khiến tăng trưởng doanh thu thủy điện chỉ đạt 26.6%, thấp hơn tốc độ tăng sản lượng.

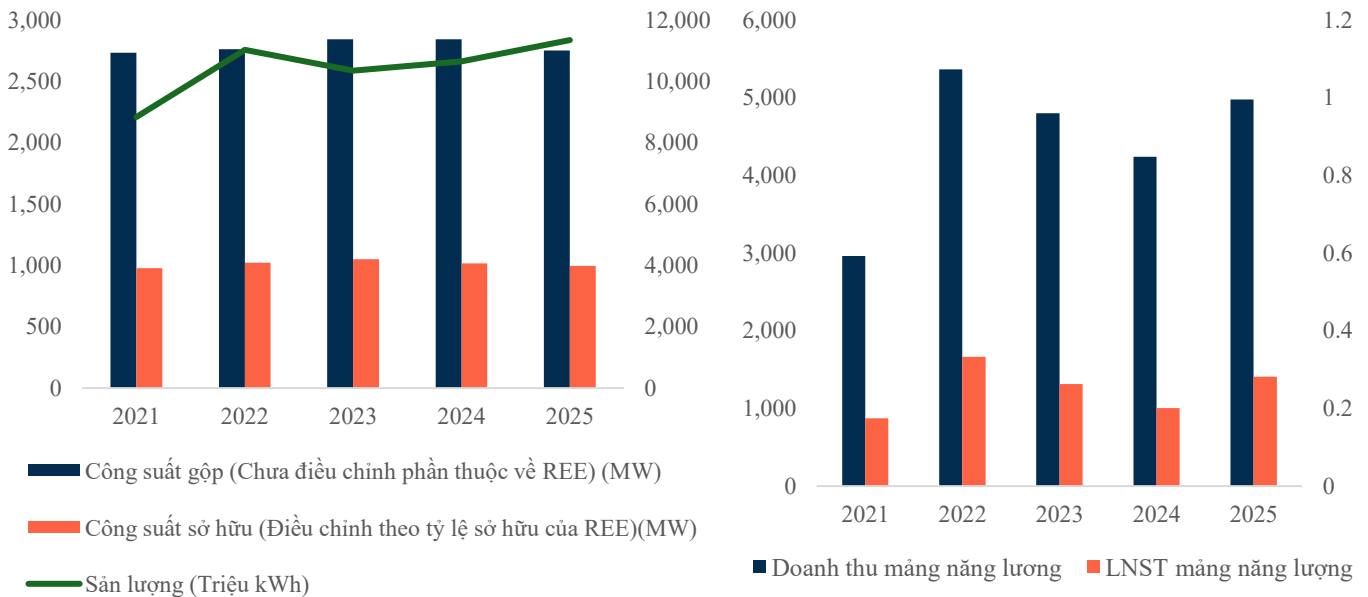


Nguồn: REE, FNS research

Trong năm 2025, VSH, Sông Ba Hạ, Bình Điền và A Lưới ghi nhận sản lượng tăng lần lượt 40.0%, 63.5%, 32.9% và 38.9% so với năm 2024 trong khi công suất lắp đặt hầu như không thay đổi. REE ghi nhận điều kiện mưa và lưu lượng nước về thuận lợi tại miền Trung - Tây Nguyên là yếu tố chính hỗ trợ sản lượng.

Công suất lắp đặt chỉ phản ánh giới hạn kỹ thuật của tài sản thủy điện; sản lượng và lợi nhuận thực tế còn phụ thuộc đáng kể vào lượng nước về hồ. Đây là lý do một danh mục thủy điện có công suất gần như không đổi vẫn có thể ghi nhận biến động lớn về sản lượng giữa các năm.

3.1.3. Lợi nhuận có tăng trưởng dài hạn nhưng biến động lớn theo chu kỳ

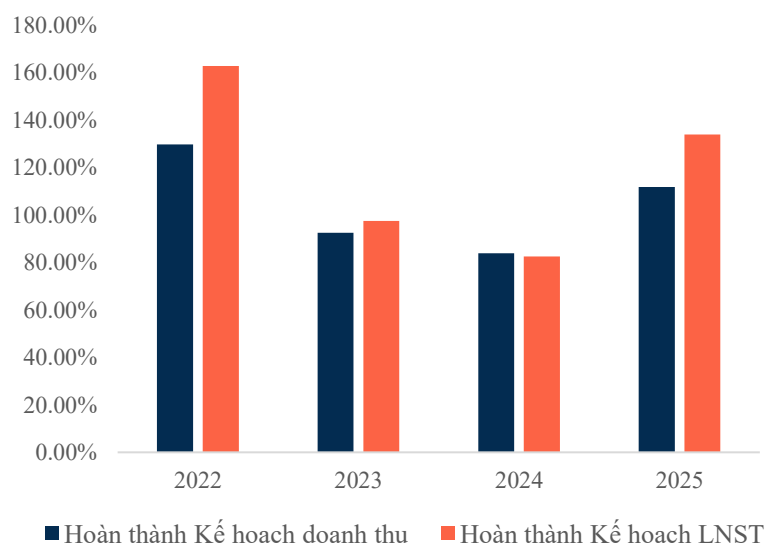


Nguồn: REE, FNS research

Nguồn: REE, FNS research

Đối với kết quả hoạt động của REE, tăng công suất không phải nguyên nhân chính của biến động lợi nhuận. Công suất theo sở hữu đạt đỉnh 1,051 MW năm 2023 rồi giảm về 996 MW năm 2025, trong khi LNST năm 2025 vẫn cao hơn 2023 khoảng 7.3%. Ngược lại, từ 2022 đến 2024, công suất gần như không đổi nhưng LNST giảm 39.6%. Tăng trưởng công suất tạo nền sản lượng cao, còn thủy văn, giá bán và cấu trúc chi phí quyết định lợi nhuận từng năm.

Lịch sử hoàn thành kế hoạch cũng phản ánh khả năng dự báo hạn chế của một danh mục thủy điện lớn. Năm 2022, REE vượt kế hoạch LNST năng lượng 62.7%; năm 2024 chỉ hoàn thành 82.5%; năm 2025 lại vượt 33.9%.



Nguồn: REE, FNS research

3.1.4. Danh mục dự án tăng trưởng

Dự án	Trạng thái	Công suất (MW)	Sở hữu	CAPEX (Tỷ đồng)	SL kỳ vọng (Triệu kWh)	Thông tin kinh tế được công bố	Cột mốc chính
Duyên Hải 1	Đã COD 16/03/2026	48	70%	2,000	150	1,808 VND/kWh; IRR ~12%	
Duyên Hải 2	Đang xây dựng	48	100%	2,257	350 (Cho cả Duyên Hải 1- Duyên Hải 2)	Chưa công bố giá/IRR	COD mục tiêu Q4/2026
Duyên Hải 3	Đang xây dựng	80	100%	3,864		Chưa công bố giá/IRR	
Trà Khúc 2	Đang phát triển	30	99.99%	1,200	120	Giá chi phí tránh được	COD 2026/2027
Phú Cường 1A&1B	Khởi công 19/05/2026	200	99.99%	9,140	560		COD mục tiêu 01/10/2027

Danh mục dự án gần hạn của REE đang chuyển dần từ giai đoạn chuẩn bị sang triển khai thực tế. Sau Duyên Hải 1 đã vận hành thương mại, các dự án Duyên Hải 2, Duyên Hải 3, Trà Khúc 2 và Phú Cường 1A & 1B có tổng công suất khoảng 358 MW, trong đó REE sở hữu gần như toàn bộ. Riêng Phú Cường 1A & 1B có quy mô 200 MW và sản lượng kỳ vọng khoảng 560 triệu kWh/năm, là dự án có khả năng tạo bước tăng đáng kể về công suất khi đi vào vận hành. Nếu tính cả Duyên Hải 1, nhóm năm dự án gần hạn có thể bổ sung khoảng 391.6 MW công suất quy đổi theo tỷ lệ sở hữu, nâng công suất sở hữu của REE từ 996 MW cuối năm 2025 lên khoảng 1,388 MW.

Điểm tích cực không chỉ nằm ở tăng công suất mà còn ở việc mở rộng tỷ trọng điện gió, qua đó từng bước giảm mức độ phụ thuộc của lợi nhuận vào thủy điện và điều kiện thủy văn. Tuy nhiên, mức đóng góp thực tế của các dự án mới vẫn phụ thuộc vào tiến độ xây dựng và đầu nối, sản lượng vận hành, chi phí vốn và đặc biệt là cơ chế giá bán điện. Ngoại trừ Duyên Hải 1 đã công bố mức giá 1,808 đồng/kWh và IRR khoảng 12%, các dự án còn lại chưa được công bố cơ chế giá điện chính thức. Các dự án trên đóng góp đáng kể vào công suất phát điện của REE, nhưng giá trị kinh tế đóng góp còn phải phụ thuộc vào cơ chế giá bán điện.

3.1.5. Mục tiêu nâng công suất sở hữu lên 3,000 MW trong năm 2030

REE đặt mục tiêu nâng công suất điện theo tỷ lệ sở hữu từ khoảng 996 MW cuối năm 2025 lên 3,000 MW vào năm 2030, tương đương tăng hơn ba lần trong 5 năm. Để đạt được quy mô này, công suất sở hữu của REE cần tăng bình quân khoảng 24.7% mỗi năm.

Các dự án tương đối rõ ràng gồm Duyên Hải 1, Duyên Hải 2, Duyên Hải 3, Trà Khúc 2 và Phú Cường 1A & 1B dự kiến bổ sung khoảng 391.6 MW công suất theo tỷ lệ sở hữu. Nếu toàn bộ được triển khai như kế hoạch, công suất của REE sẽ tăng lên khoảng 1,388 MW, nhưng mới hoàn thành khoảng 19.5% phần công suất cần bổ sung để đạt mục tiêu 3,000 MW. Như vậy, REE vẫn cần phát triển thêm khoảng 1,612 MW ngoài các dự án gần hạn hiện nay.

Phần tăng trưởng còn lại nhiều khả năng sẽ đến từ điện gió gần bờ, điện gió ngoài khơi và điện mặt trời nổi. Riêng ba cụm điện mặt trời nổi tại TBC, VSH và TMP có tổng quy mô công bố khoảng 1,075 MW, nhưng khi quy đổi theo tỷ lệ sở hữu hiện tại của REE chỉ tương đương khoảng 567 MW. Ngoài ra, các dự án này phần lớn vẫn ở giai đoạn nghiên cứu, khảo sát hoặc hoàn thiện thủ tục. Khả năng hoàn thành kế hoạch đến năm 2030 sẽ phụ thuộc đáng kể vào việc REE tiếp tục bổ sung dự án mới, hoàn thiện pháp lý, thu xếp vốn và đưa các dự án đang nghiên cứu sang giai đoạn đầu tư thực tế.

3.1.6. Các rủi ro chính cần theo dõi

Thủy văn và giá điện thị trường cùng ảnh hưởng đến lợi nhuận thủy điện, nhưng thường theo những chiều khác nhau. Các nhà máy thủy điện tham gia thị trường không bán toàn bộ sản lượng theo một mức giá cố định; doanh thu bao gồm phần sản lượng theo hợp đồng và phần chịu ảnh hưởng của giá thị trường. Năm 2025, sản lượng thủy điện REE tăng khoảng 30.0% trong khi giá thị trường điện bình quân giảm 36%; ngược lại, 6 tháng đầu năm 2026, sản lượng giảm 9.5% nhưng giá thị trường tăng khoảng 30%.

Tiến độ xây dựng và khả năng đấu nối quyết định thời điểm các dự án mới bắt đầu đóng góp doanh thu. Duyên Hải 2, Duyên Hải 3, Trà Khúc 2 và Phú Cường đều đang ở các giai đoạn triển khai khác nhau; chỉ cần chậm một vài quý có thể làm dịch chuyển đáng kể doanh thu và chi phí tài chính giữa các năm.

Quy mô đầu tư lớn làm tăng mức độ nhạy cảm với lãi suất, tỷ giá và đòn bẩy tài chính. Tại ngày 30/06/2026, vay ngân hàng dài hạn của REE khoảng 7,592.9 tỷ đồng với lãi suất phổ biến 7.00%-9.53%. Bên cạnh đó, một số dự án sử dụng thiết bị nhập khẩu hoặc có nghĩa vụ nợ ngoại tệ; riêng TBW ghi nhận lỗ tỷ giá khoảng 33.9 tỷ đồng trong năm 2025. Khi REE tiếp tục mở rộng công suất, chi phí vốn tăng hoặc tỷ giá bất lợi có thể làm giảm tỷ suất sinh lời của dự án ngay cả khi sản lượng đạt kế hoạch.

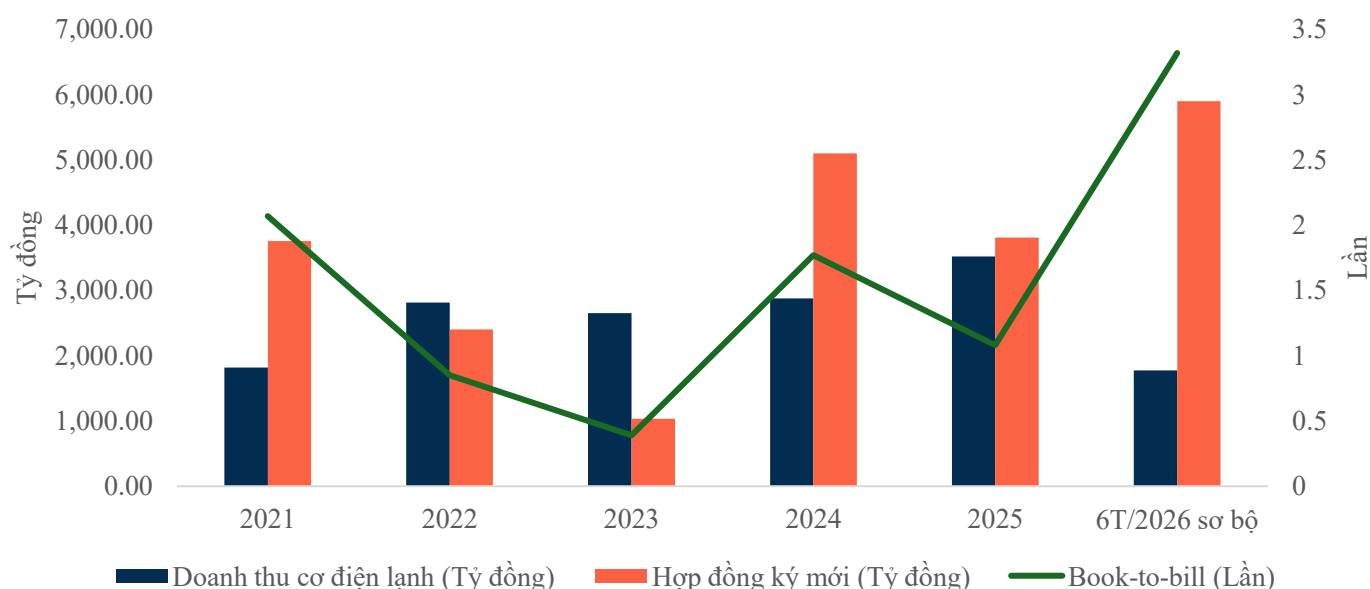
PPC mang lại quy mô công suất lớn nhưng đi kèm rủi ro của tài sản nhiệt điện đã vận hành lâu năm. REE có quyền lợi kinh tế tại PPC với công suất danh nghĩa 1,040 MW, tuy nhiên công suất lắp đặt không đồng nghĩa với khả năng tạo lợi nhuận ổn định. Hiệu quả của PPC phụ thuộc vào độ khả dụng của các tổ máy, kế hoạch đại tu, suất hao nhiệt, giá nhiên liệu và sản lượng được huy động; LNST PPC giảm 59.9% trong năm 2025 cho thấy đóng góp của tài sản này có thể biến động mạnh.

3.2. Hoạt động M&E

REE M&E cung cấp chuỗi dịch vụ từ tư vấn, thiết kế, mua sắm thiết bị, thi công, chạy thử đến vận hành và bảo trì hệ thống cơ điện. REE M&E đã thực hiện trên 1,200 công trình và sử dụng BIM/Revit trong thiết kế, phối hợp thi công.

Giai đoạn	Hoạt động chính	Đặc điểm của REE	Rủi ro tài chính chủ yếu
Đấu thầu và ký hợp đồng	Lập giá, thiết kế sơ bộ, đàm phán phạm vi và điều khoản	Hợp đồng ký mới đạt 3,809 tỷ đồng năm 2025 và khoảng 5,900 tỷ đồng trong 6T/2026	
Thiết kế và mua sắm	Thiết kế chi tiết, BIM ¹⁰ , đặt mua thiết bị và vật tư	Tài sản bộ phận M&E tăng 40.1% trong năm 2025 và thêm 13.3% trong 6T/2026	Giá vật tư, tỷ giá, giao hàng chậm, vốn lưu động làm thâm dụng vốn
Thi công	Lắp đặt, phối hợp các bộ phận và kiểm soát tiến độ	966 nhân sự thuộc mảng cơ điện lạnh cuối năm 2025, tăng 0.8% so với 2024	Thiếu nhân sự, tăng ca, thi công lại, phạt tiến độ
Ghi nhận doanh thu	Ghi nhận tương ứng phần công việc hoàn thành được khách hàng xác nhận	Doanh thu tăng từ 1,816.4 tỷ đồng năm 2021 lên 3,520.6 tỷ đồng năm 2025	Ghi nhận doanh thu trước dòng tiền, có khả năng dẫn đến những khoản trích lập tiềm năng dẫn đến suy giảm chất lượng doanh thu
Nghiệm thu và bàn giao	Chạy thử, kiểm tra liên động, hoàn thiện hồ sơ	Dự phòng bảo hành công trình lắp đặt duy trì ở mức 65.0 tỷ đồng cuối 2024 và 62.9 tỷ đồng cuối 2025 (-3.1% YoY).	Không đạt thông số kỹ thuật, chậm nghiệm thu, kéo dài bảo lãnh
Thu tiền và bảo hành	Thu tiền theo chứng nhận thanh toán, quyết toán và tiền giữ lại	Khoản phải thu theo tiến độ hợp đồng xây dựng tăng lên 951.7 tỷ đồng cuối 6T/2026 ở cấp hợp nhất	Chậm thanh toán, tranh chấp khối lượng, nợ xấu

3.2.1. Hợp đồng và backlog



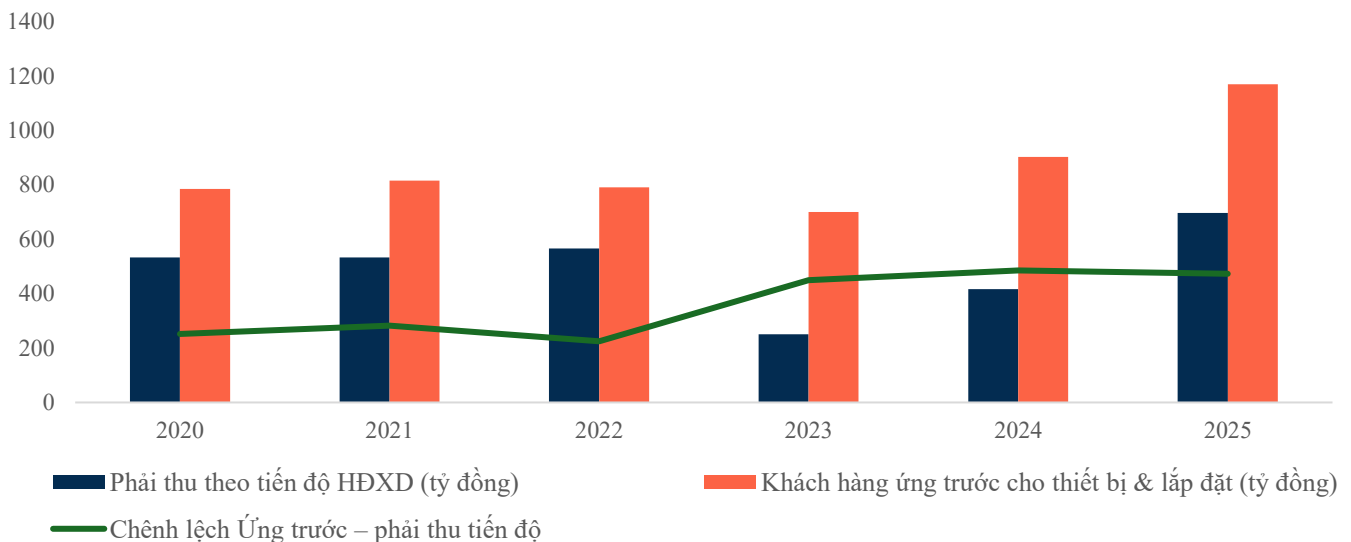
Nguồn: REE, FNS research

¹⁰ BIM (Building Information Modeling – Mô hình thông tin công trình) là phương pháp số hóa và quản lý thông tin của công trình trên một mô hình thống nhất, giúp các bên phối hợp thiết kế, phát hiện xung đột giữa các hệ thống kỹ thuật, kiểm soát khối lượng và hỗ trợ thi công, vận hành. Revit là một trong các phần mềm phổ biến được sử dụng để triển khai BIM.

Hoạt động ký hợp đồng có tính chu kỳ cao. Giá trị ký mới giảm từ 3,757.0 tỷ đồng năm 2021 xuống 1,034.0 tỷ đồng năm 2023, tương ứng mức giảm lũy kế 72.5%. Book-to-bill giảm xuống 0.39 lần năm 2023, cho thấy backlog bị tiêu hao nhanh hơn tốc độ bổ sung hợp đồng

Xu hướng đảo chiều trong năm 2024 khi hợp đồng ký mới đạt 5,102.0 tỷ đồng, cao gấp 4.9 lần năm 2023 và tương đương book-to-bill 1.77 lần. Riêng gói thầu sân bay Long Thành có giá trị 2,534.0 tỷ đồng, chiếm 49.7% tổng hợp đồng ký mới năm 2024. Điều này cho thấy khả năng thực hiện dự án quy mô lớn của REE. Năm 2025, giá trị ký mới giảm 25.3% xuống 3,809.0 tỷ đồng nhưng vẫn cao hơn doanh thu, giúp backlog tiếp tục tăng. Các dự án lớn được REE nêu gồm sân bay quốc tế Phú Quốc, Trung tâm Hội nghị và Triển lãm APEC và Trung tâm dữ liệu Viettel Hoàng Hoa Thám.

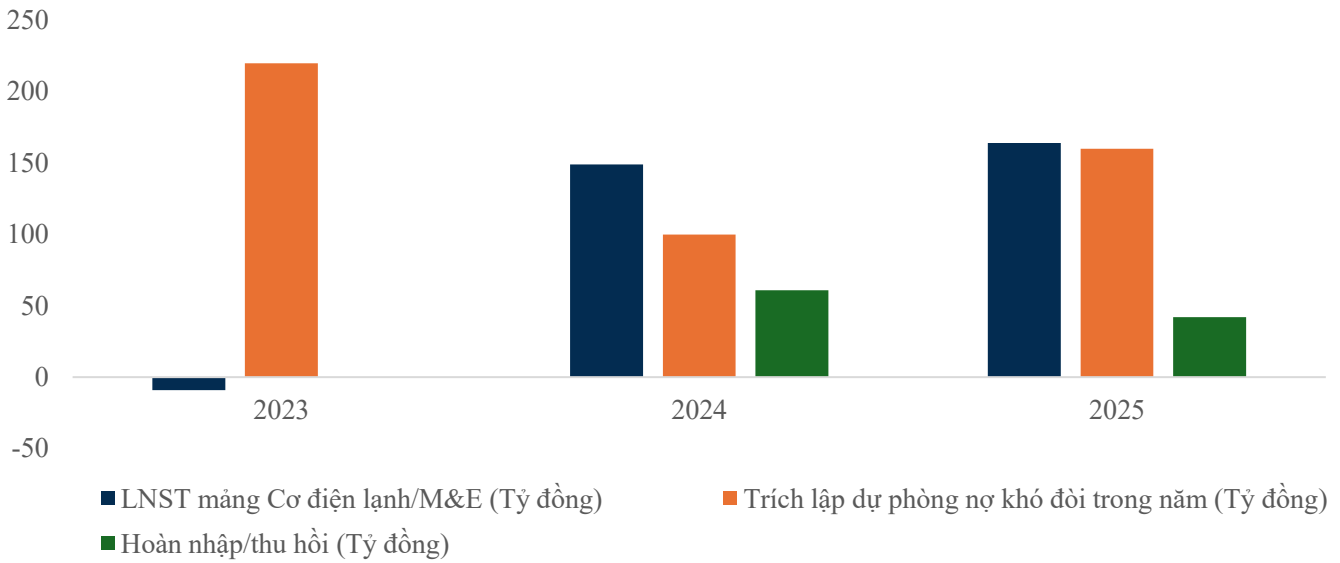
3.2.2. M&E- Không thâm dụng tài sản nhưng yêu cầu vốn lưu động cao



Nguồn: REE, FNS research

M&E có nhu cầu vốn lưu động cao, nhưng không phải toàn bộ vốn phải do nhà thầu tự bỏ ra. Trong toàn bộ giai đoạn 2020-2025, tiền ứng trước liên quan đến hoạt động cung cấp thiết bị và lắp đặt đều cao hơn khoản phải thu theo tiến độ hợp đồng xây dựng. Điều này cho thấy khả năng đàm phán tạm ứng và tiến độ thanh toán là một nguồn tài trợ quan trọng cho dự án

3.2.3. Các khoản phải thu là đặc trưng của mảng M&E, gây ra biến động lợi nhuận đáng kể



Nguồn: REE, FNS research

Rủi ro công nợ là một đặc trưng quan trọng của mô hình kinh doanh M&E, khi nhà thầu thường phải ứng trước vốn cho vật tư, nhân công và thầu phụ, trong khi việc thu tiền phụ thuộc vào tiến độ nghiệm thu và khả năng thanh toán của chủ đầu tư. Vì vậy, năng lực lựa chọn khách hàng, kiểm soát điều khoản thanh toán và thu hồi công nợ là một yếu tố tạo khác biệt giữa các nhà thầu. Ngược lại, khi chất lượng khoản phải thu suy giảm, chi phí trích lập dự phòng có thể nhanh chóng bào mòn biên lợi nhuận vốn đã thấp và tạo ra biến động lớn trong kết quả kinh doanh. Trong giai đoạn 2023-2025, chi phí trích lập dự phòng nợ khó đòi khoảng 100-220 tỷ đồng/năm, tương đương hoặc thậm chí vượt quy mô lợi nhuận sau thuế của mảng trong một số năm. Do đó, với doanh nghiệp M&E, chất lượng backlog và khả năng chuyển doanh thu thành dòng tiền quan trọng không kém tốc độ tăng trưởng hợp đồng mới.

3.2.4. Cơ cấu backlog mới cũng có chất lượng tốt hơn

REE đang tiến sâu hơn vào những phân khúc có rào cản kỹ thuật tương đối cao. Năm 2025, REE trúng các dự án như Sân bay quốc tế Phú Quốc, Trung tâm hội nghị APEC và Data Center Viettel Hoàng Hoa Thám. Đến quý I/2026, các hợp đồng mới còn bao gồm Trung tâm dữ liệu An Khánh cùng các dự án lớn khác.

Các đặc tính này làm tăng vai trò của kinh nghiệm triển khai, năng lực thiết kế - phối hợp hệ thống, quan hệ với nhà cung cấp thiết bị và đặc biệt là khả năng chạy thử - nghiệm thu. Do đó, việc REE liên tục trúng thầu tại các dự án trên có thể giúp doanh nghiệp xây dựng hồ sơ năng lực để tiếp cận các dự án kỹ thuật phức tạp hơn trong tương lai. Tuy nhiên, rào cản kỹ thuật cao chưa đồng nghĩa biên lợi nhuận cao hơn; REE chưa công bố riêng giá trị hợp đồng, biên dự toán và điều khoản thanh toán của từng dự án, nên tác động tích cực hiện có thể khẳng định rõ hơn ở vị thế cạnh tranh và khả năng tiếp cận dự án, hơn là ở mức sinh lời.

Một số dự án có sự tham gia của REE

Dự án	
Trung tâm dữ liệu An Khánh – Viettel	Viettel công bố tổng vốn 17,500 tỷ đồng, tổng công suất 60 MW; giai đoạn 1: 30 MW, khoảng 2,400 rack; 2 phòng HPC có khoảng 64 rack, mật độ tối đa 60 kW/rack.
Viettel IDC Hoàng Hoa Thám	Viettel IDC công bố 3,250 m ² mặt sàn, sức chứa hơn 15,000 server, hơn 700 rack và trung tâm được xây dựng đáp ứng Tier III.
Sân bay Quốc tế Phú Quốc	Quyết định chấp thuận đầu tư tháng 6/2025: 22,000 tỷ đồng, 1,050 ha, nâng công suất lên 20 triệu khách/năm, đường băng số 1 dài 3,500 m, đường băng số 2 3,300 m. CAA tháng 3/2026 vẫn nhắc tổng mức đầu tư 22,000 tỷ.
Trung tâm Hội nghị APEC	Hồ sơ ĐTM chính thức: trung tâm hội nghị & triển lãm tối thiểu 6,500 chỗ, nhà hát đa năng khoảng 4,000 chỗ. Thiết kế cập nhật của chủ đầu tư cho thấy nhà biểu diễn 4,030 chỗ, Ballroom 11,050 m ² , vượt nhịp không cột 81 m.
Nhà hát Ngọc Trai	Cổng thông tin Hà Nội công bố diện tích sàn khoảng 40,980 m ² , chưa gồm bãi đỗ xe và diện tích kỹ thuật; khán phòng Opera 1,797 chỗ; khán phòng đa năng tối đa 1,430 chỗ đứng + 216 ghế ban công.

3.2.5. Triển vọng và rủi ro

Triển vọng của REE M&E trong giai đoạn 2026-2027 tương đối tích cực nhờ lượng công việc tích lũy lớn và cơ cấu dự án dịch chuyển sang các phân khúc hạ tầng, trung tâm dữ liệu và công trình kỹ thuật phức tạp. Trong 6 tháng đầu năm 2026, giá trị hợp đồng ký mới đạt khoảng 5,900 tỷ đồng, tương đương 98% kế hoạch cả năm. Lượng việc lớn đã bắt đầu phản ánh vào kết quả kinh doanh khi doanh thu M&E 6T/2026 tăng 19% lên 1,564 tỷ đồng và LNST tăng 109% lên 89 tỷ đồng. Việc tham gia các dự án như sân bay, trung tâm hội nghị và data center cũng giúp REE tích lũy hồ sơ năng lực trong các công trình có yêu cầu cao về tích hợp hệ thống, độ tin cậy và chạy thử, qua đó có thể nâng rào cản cạnh tranh và mở rộng khả năng tiếp cận các dự án quy mô lớn trong tương lai. REE đã ghi nhận các dự án Sân bay Quốc tế Phú Quốc, Trung tâm Hội nghị APEC và Data Center Viettel Hoàng Hoa Thám trong nhóm hợp đồng lớn năm 2025.

Backlog lớn không đảm bảo lợi nhuận tăng tương ứng nếu chi phí thiết bị, nhân công hoặc tiến độ vượt dự toán; các dự án kỹ thuật phức tạp cũng làm tăng yêu cầu về phối hợp thiết kế, chạy thử, bảo lãnh và chi phí sửa chữa nếu phát sinh lỗi. Bên cạnh đó, đặc thù M&E khiến doanh thu có thể được ghi nhận trước khi tiền thực sự thu về, trong khi REE vẫn duy trì số dư nợ phải thu khó đòi M&E khoảng 626 tỷ đồng cuối năm 2025 và dự phòng gần 567 tỷ đồng.

3.3. Hoạt động nước, môi trường, bất động sản

3.3.1. Hoạt động nước, môi trường

3.3.1.1. Mô hình kinh doanh: từ nước thô đến đồng hồ khách hàng

Hoạt động cấp nước có thể chia thành ba mắt xích chính: sản xuất nước sạch - bán buôn - phân phối bán lẻ. Ở khâu sản xuất, doanh nghiệp khai thác nước thô từ sông, hồ hoặc nguồn nước mặt, sau đó đưa qua công trình

thu và trạm bơm vào nhà máy xử lý. Quy trình xử lý điển hình gồm keo tụ - lắng - lọc - khử trùng, trước khi nước sạch được bơm vào hệ thống truyền tải. Trong danh mục của REE, VCW khai thác nước thô từ sông Đà và năm 2025 đã nâng công suất xử lý từ 300,000 lên 600,000 m³/ngày; Tân Hiệp II khai thác nước từ sông Sài Gòn với công suất 300,000 m³/ngày

Ở mô hình sản xuất - bán buôn, nhà máy không nhất thiết bán nước trực tiếp cho hộ dân mà giao nước sạch tại các điểm đầu nối cho doanh nghiệp cấp nước khu vực. Ví dụ, Tân Hiệp II xử lý nước rồi bán sỉ cho SAWACO để SAWACO và các công ty cấp nước thành viên tiếp tục phân phối tới khu vực phía Tây TP.HCM. B.O.O Nước Thủ Đức thậm chí có 100% sản lượng nước sạch được bao tiêu theo hợp đồng bán buôn với SAWACO, nhờ đó rủi ro tiêu thụ tương đối thấp hơn các ngành sản xuất thông thường.

Đổi lại, khả năng tăng lợi nhuận phụ thuộc nhiều vào sản lượng được mua và giá bán buôn được cơ quan quản lý chấp thuận. Năm 2025, REE cho biết giá bán buôn tại TP.HCM chưa được điều chỉnh theo lộ trình do giá nước phân phối chưa được phê duyệt; ngược lại, VCW hưởng lợi đồng thời từ sản lượng tăng sau mở rộng công suất và giá nước bình quân được điều chỉnh tăng.

Khâu phân phối bán lẻ có cấu trúc kinh tế khác. Các doanh nghiệp như TDW, NBW và GDW chủ yếu tiếp nhận hoặc mua nước sạch từ hệ thống bán buôn, sau đó vận chuyển qua mạng lưới đường ống cấp khu vực, quản lý đầu nối, đồng hồ và bán nước tới hộ dân, doanh nghiệp. Lợi nhuận của nhóm này về cơ bản đến từ chênh lệch giữa doanh thu bán nước và giá nước mua vào, sau khi trừ chi phí vận hành mạng lưới và lượng nước thất thoát. Vì vậy, tỷ lệ nước không doanh thu (NRW) là chỉ tiêu đặc biệt quan trọng: cùng một lượng nước mua vào, tỷ lệ thất thoát càng thấp thì lượng nước có thể lập hóa đơn càng cao. REE cho biết năm 2025 sản lượng tiêu thụ của các công ty phân phối tại TP.HCM giảm nhẹ nhưng kết quả kinh doanh vẫn tăng nhờ kiểm soát tốt tỷ lệ thất thoát.

3.3.1.2. Danh mục đầu tư

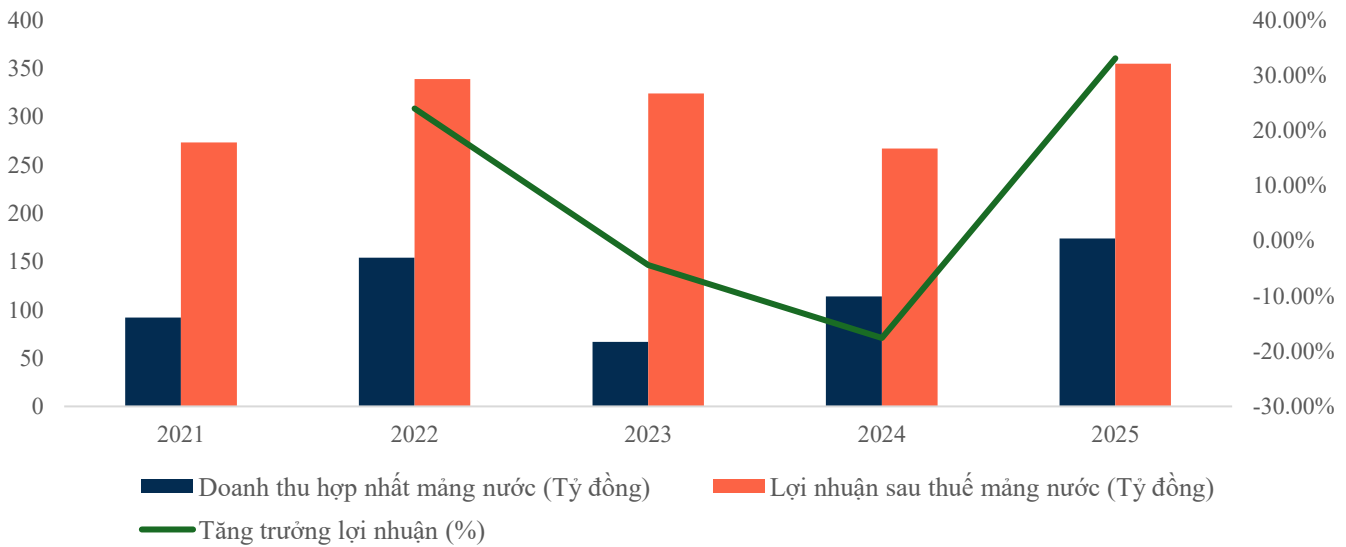
REE hiện tham gia cả ba mắt xích: sản xuất nước sạch, phân phối nước sạch và cung cấp giải pháp kỹ thuật. Theo công bố của doanh nghiệp, danh mục có tổng công suất sản xuất trên 1.7 triệu m³/ngày và sản lượng thương phẩm năm 2025 đạt 459 triệu m³. Trong mảng này, phương pháp ghi nhận doanh thu và lợi nhuận của REE sẽ có sự khác biệt cho từng dự án, ảnh hưởng đến đóng góp của từng dự án lên kết quả hoạt động kinh doanh chung của tập đoàn.

Phần lớn các khoản đầu tư sản xuất và phân phối nước của REE được ghi nhận dưới hình thức công ty liên kết thay vì hợp nhất toàn bộ. Với tỷ lệ sở hữu từ khoảng 32% - 42%, VCW, SWIC, B.O.O Nước Thủ Đức và Tân Hiệp Water được REE hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu. Theo đó, doanh thu, tài sản và nợ vay của các doanh nghiệp này không được cộng vào các chỉ tiêu tương ứng trên BCTC hợp nhất của REE; thay vào đó, REE ghi nhận phần lợi nhuận tương ứng với tỷ lệ lợi ích của mình vào kết quả kinh doanh hợp nhất.

Vì vậy, doanh thu hợp nhất không phản ánh đầy đủ quy mô kinh tế của danh mục nước. Chẳng hạn, toàn bộ doanh thu của VCW hay B.O.O Thủ Đức không xuất hiện trong doanh thu của REE, nhưng phần lợi nhuận thuộc tỷ lệ sở hữu của REE vẫn được ghi nhận vào lợi nhuận từ công ty liên kết. Ngược lại, TK Cộng là công ty con nên REE hợp nhất toàn bộ doanh thu, chi phí, tài sản và nợ của đơn vị này, sau đó tách phần lợi nhuận thuộc cổ đông không kiểm soát.

Công ty	Tỷ lệ sở hữu của REE, %	Hoạt động chính	Công suất thiết kế, nghìn m ³ /ngày	Sản lượng/chỉ tiêu vận hành năm 2025	Khu vực chính	Phương pháp ghi nhận
VCW – Nước sạch Sông Đà	35.95	Sản xuất, bán buôn	600	Công suất tăng thêm 300 nghìn m ³ /ngày trong năm 2025	Hà Nội và vùng phụ cận	Vốn chủ sở hữu
SWIC – Đầu tư và Kinh doanh Nước sạch Sài Gòn	40.00	Đầu tư sản xuất nước	300	Nhà máy Thủ Đức III vận hành đủ công suất từ năm 2017	TP.HCM	Vốn chủ sở hữu
BOO Thủ Đức	42.07	Sản xuất, bán buôn	300	Cơ chế bao tiêu sản lượng theo hợp đồng với SAWACO	Phía Đông và Đông Nam TP.HCM	Vốn chủ sở hữu
Tân Hiệp Water	32.00	Sản xuất, bán buôn	300	Khoảng 265 nghìn m ³ /ngày; sử dụng 88.3% công suất	Phía Tây TP.HCM	Vốn chủ sở hữu
KHW – Cấp thoát nước Khánh Hòa	43.88	Sản xuất và phân phối	132	Sản lượng thương phẩm 53.5 triệu m ³ ; thất thoát 12.00%	Nha Trang, Diên Khánh, Cam Lâm, Khánh Sơn	Vốn chủ sở hữu
SDW – Cấp thoát nước Suối Dầu	20.00	Sản xuất nước	30	Giai đoạn 1	Khánh Hòa	Vốn chủ sở hữu
TDW – Cấp nước Thủ Đức	44.17	Phân phối	N/A	124.5 triệu m ³ ; thất thoát 10.50%; 241,256 đầu nối	TP. Thủ Đức	Vốn chủ sở hữu
NBW – Cấp nước Nhà Bè	20.02	Phân phối	N/A	71.3 triệu m ³ ; thất thoát 11.50%; 143,162 đầu nối	Quận 4, Quận 7, Nhà Bè	Vốn chủ sở hữu
GDW – Cấp nước Gia Định	20.05	Phân phối	N/A	55.1 triệu m ³ ; thất thoát 9.78%; 139,045 đầu nối	Bình Thạnh, Phú Nhuận và một phần Gò Vấp	Vốn chủ sở hữu
TK Cộng	65.00	Tư vấn, thiết kế, cung cấp thiết bị và thi công hệ thống nước	N/A	Hoàn thành nhiều gói thầu tại VCW, BOO và Tân Hiệp	Toàn quốc	Hợp nhất

3.3.1.3. Các động lực lợi nhuận



Nguồn: REE, FNS research

Giai đoạn 2021-2025, doanh thu tăng trưởng kép 17.2%/năm nhưng lợi nhuận chỉ tăng 6.7%/năm. Sự biến động lớn của doanh thu chủ yếu liên quan đến tiến độ nghiệm thu dự án của TK Cộng. Năm 2025 là một năm ghi nhận tương đối nhiều khối lượng dự án của TK Cộng. Công ty hoàn thành và bàn giao nhiều hạng mục như hệ thống xử lý Nhà máy nước Sông Đà giai đoạn 2, hệ thống hút bùn tự động tại Nhà máy nước Thủ Đức, cải tạo hệ thống lắng tại BOO Thủ Đức, hệ thống châm chlorine tại Tân Hiệp và cải tạo công nghệ Nhà máy nước Đồng Mỹ. REE cho biết kết quả của TK Cộng tăng khoảng 28% so với năm 2024, qua đó cùng với VCW trở thành hai động lực chính giúp LNST mảng Nước và Môi trường tăng 33.1%, từ 267 tỷ lên 355 tỷ đồng. Do phần lớn các nhà máy nước của REE là công ty liên kết và được ghi nhận theo phương pháp vốn chủ sở hữu, doanh thu của họ không được cộng vào doanh thu hợp nhất của REE. Ngược lại, TK Cộng là công ty con nên được hợp nhất toàn bộ. Do vậy, doanh thu hợp nhất mảng Nước của REE có thể biến động mạnh giữa các năm theo tiến độ dự án của TK Cộng, trong khi nền lợi nhuận cốt lõi từ các khoản đầu tư nhà máy nước có tính ổn định cao hơn và chủ yếu được phản ánh qua lợi nhuận từ công ty liên kết.

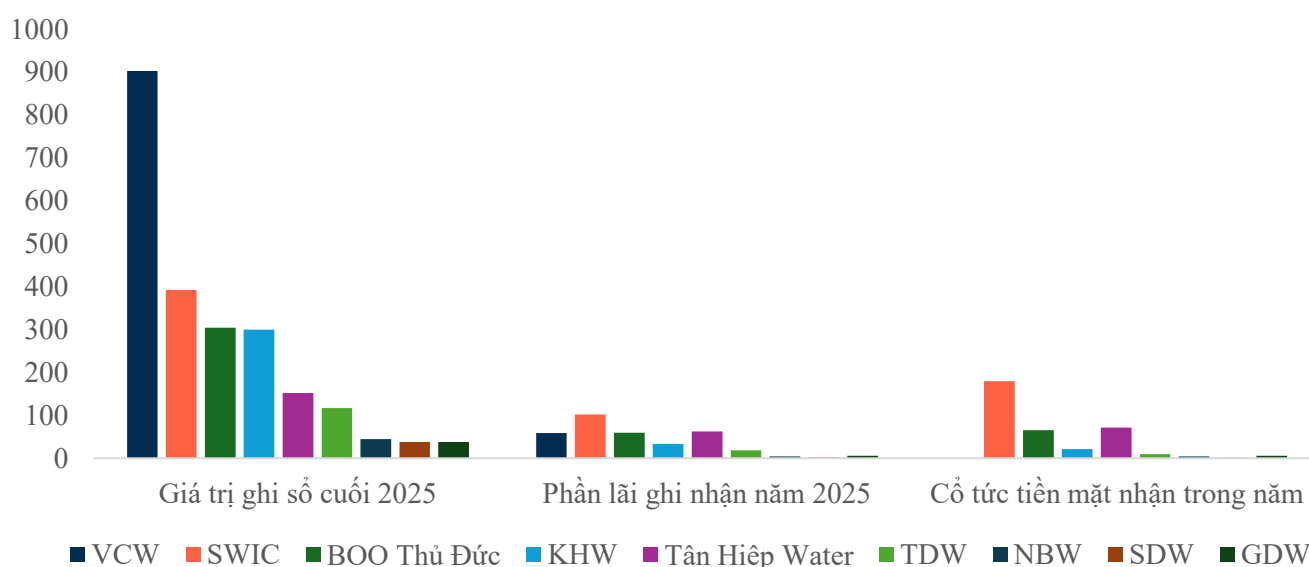
Các động lực tăng trưởng năm 2025 gồm:

- Sản lượng nước sản xuất tăng từ 447 triệu m³ lên 459 triệu m³, tương đương 2.8%. Sản lượng phân phối tăng từ 289 triệu m³ lên 291 triệu m³, tương đương 0.7%.
- VCW hưởng lợi từ việc bổ sung 300 nghìn m³/ngày công suất giai đoạn 2 và tăng giá bán bình quân.

Trong sáu tháng đầu năm 2026, tổng sản lượng nước đạt gần 240 triệu m³, tăng 7.0% và hoàn thành khoảng 50.0% kế hoạch năm. Tuy nhiên, doanh thu TK Cộng chưa được ghi nhận đáng kể do các dự án Thủ Đức 1 và Tân Hiệp 2 chưa đến giai đoạn nghiệm thu. Cập nhật ĐHDCĐ bất thường REE tháng 7/2026.

Điều này tiếp tục được thể hiện trong quý II/2026: doanh thu mảng nước giảm từ 60.5 tỷ đồng xuống 3.5 tỷ đồng, nhưng lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ vẫn tăng từ 94.8 tỷ đồng lên 99.4 tỷ đồng. Như vậy, biến động doanh thu hợp nhất ngắn hạn chủ yếu phản ánh thời điểm nghiệm thu tại TK Cộng, không đồng nghĩa lợi nhuận từ các công ty nước suy giảm.

3.3.1.4. Chất lượng lợi nhuận và cổ tức



Nguồn: REE, FNS research

Chất lượng lợi nhuận năm 2025 tương đối tốt khi cổ tức tiền mặt 358.0 tỷ đồng cao hơn 3.5% so với phần lãi từ các công ty liên kết là 345.8 tỷ đồng. Cổ tức lớn hơn lợi nhuận năm vì công ty liên kết có thể phân phối lợi nhuận tích lũy từ các năm trước. Tuy nhiên, dòng tiền có mức độ tập trung cao:

- Bốn công ty SWIC, Tân Hiệp, BOO và VCW đóng góp 81.9% phần lãi từ công ty liên kết.
- Ba công ty SWIC, Tân Hiệp và BOO đóng góp 88.4% cổ tức tiền mặt.
- VCW chiếm 39.4% tổng giá trị ghi sổ danh mục nước nhưng không trả cổ tức trong năm 2025 do đang trong chu kỳ đầu tư mở rộng.

Nhìn chung, chất lượng lợi nhuận mảng Nước của REE ở mức tương đối tốt khi dòng cổ tức tiền mặt năm 2025 đạt 358 tỷ đồng, cao hơn phần lợi nhuận 345.8 tỷ đồng ghi nhận từ các công ty liên kết, cho thấy phần lớn lợi ích kinh tế từ danh mục đã có khả năng chuyển hóa thành tiền mặt. Tuy nhiên, mức độ tập trung còn cao khi bốn khoản đầu tư lớn đóng góp 81.9% lợi nhuận liên kết và ba công ty chiếm 88.4% lượng cổ tức nhận về, khiến dòng tiền của REE nhạy với kết quả kinh doanh và chính sách phân phối lợi nhuận của một số doanh nghiệp chủ chốt. Đặc biệt, VCW chiếm 39.4% giá trị ghi sổ danh mục nhưng không trả cổ tức năm 2025 do đang trong chu kỳ mở rộng công suất; điều này có thể hạn chế dòng tiền ngắn hạn, song đồng thời tạo dư địa tăng lợi nhuận và cổ tức trung hạn nếu công suất mới được khai thác hiệu quả.

3.4. Hoạt động văn phòng cho thuê

Danh mục văn phòng cũ của REE vẫn duy trì hiệu quả tương đối tốt với tỷ lệ lấp đầy khoảng 91-92%. Tuy nhiên, hiệu quả toàn mảng đang chịu pha loãng bởi e.town 6: tòa nhà chiếm khoảng 20.2% diện tích toàn danh mục nhưng mới đạt tỷ lệ lấp đầy 58% vào tháng 7/2026.

3.4.1. Danh mục văn phòng cho thuê

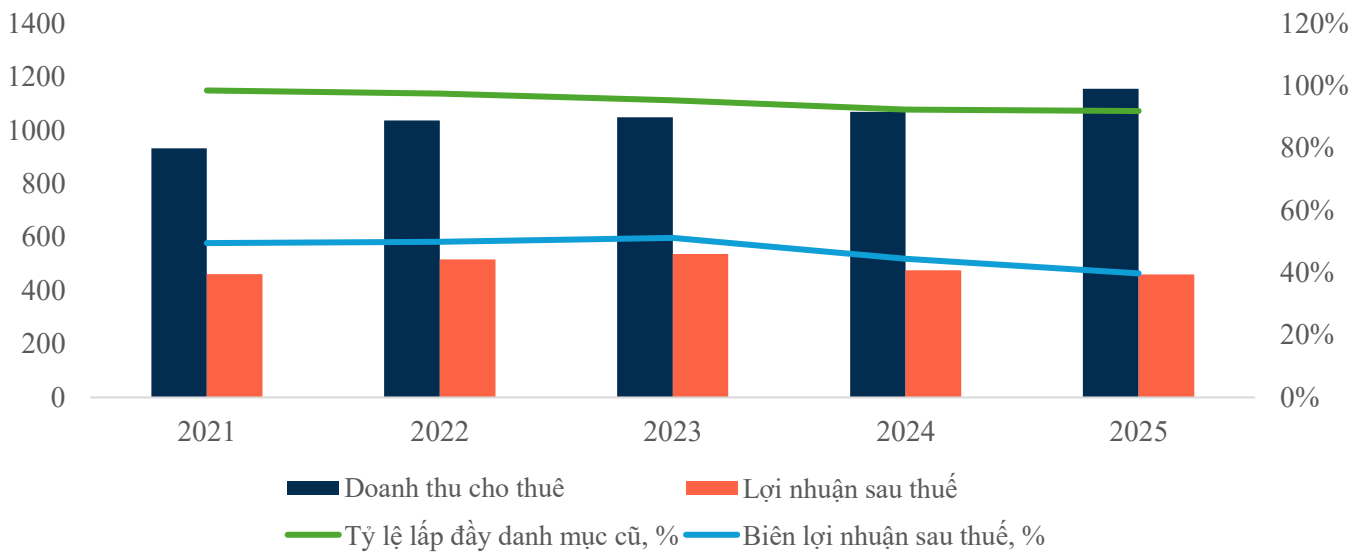
REE đang vận hành 12 tòa nhà với diện tích cho thuê 181,961 m² và khoảng 200 khách thuê. Danh mục chính thức gồm e.town 1-6, E.town Central, REE Tower, Ba Hom, Nguyễn Trãi, Maison và IDC.

Cụm/tòa nhà	Số tòa	Vị trí	Diện tích
E.town 1-6	6	364 Cộng Hòa, Tân Bình	e.town 6 có 36,798 m ² diện tích cho thuê
E.town Central	1	11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4	Không công bố riêng
REE Tower	1	9 Đoàn Văn Bơ, Quận 4	Không công bố riêng
Ba Hom	1	Quận 6	Không công bố riêng
Nguyễn Trãi	1	Quận 5	Không công bố riêng
Maison	1	180 Pasteur, Quận 1	Không công bố riêng
IDC	1	163 Hai Bà Trưng, Quận 1	Không công bố riêng
Tổng cộng	12	TP.HCM	181,961 m²

Danh mục văn phòng cho thuê của REE có lợi thế ở quy mô tương đối lớn, lịch sử vận hành lâu năm và khả năng duy trì tỷ lệ lấp đầy cao. Các tòa nhà đang vận hành ổn định, chưa bao gồm E.town 6, đạt tỷ lệ lấp đầy bình quân 91.9%, cao hơn mức công suất thuê khoảng 88% của toàn thị trường văn phòng TP.HCM trong quý II/2025. Điều này cho thấy danh mục hiện hữu của REE vẫn có khả năng giữ khách tương đối tốt trong bối cảnh nguồn cung văn phòng thành phố gia tăng.

Lợi thế đáng chú ý của REE còn nằm ở cụm E.town tại Cộng Hòa, nơi 6 tòa nhà tập trung thành một campus thay vì các tài sản đơn lẻ, phù hợp với nhu cầu diện tích lớn của nhóm khách thuê công nghệ, sản xuất và doanh nghiệp FDI. Xu hướng dịch chuyển văn phòng ra ngoài khu trung tâm TP.HCM cũng đang hỗ trợ phân khúc này: Savills ghi nhận văn phòng hạng A ngoài trung tâm đạt công suất khoảng 90% trong quý I/2025, cao hơn các phân khúc khác và phản ánh xu hướng doanh nghiệp tìm kiếm không gian chất lượng cao với chi phí hợp lý hơn khu trung tâm. E.town 6 đồng thời đạt chứng nhận LEED Platinum, giúp REE có sản phẩm mới cạnh tranh trong xu hướng khách thuê ngày càng quan tâm đến tiêu chuẩn công trình xanh.

3.4.2. Hiệu quả hoạt động



Nguồn: REE, FNS research

Mảng cho thuê văn phòng của REE đang ở giai đoạn chuyển tiếp từ tối ưu hóa danh mục hiện hữu sang hấp thụ nguồn cung mới. Danh mục cũ vẫn duy trì tỷ lệ lấp đầy trên 90% và tạo nền dòng tiền tương đối ổn định, nhưng E.town 6 khiến khấu hao và chi phí vận hành tăng trước doanh thu, kéo biên LNST từ 51.2% năm 2023 xuống 39.8% năm 2025. Ngược lại, do phần lớn chi phí của E.town 6 đã được ghi nhận, việc nâng tỷ lệ lấp đầy từ mức 53% cuối năm 2025 sẽ là động lực quan trọng nhất để doanh thu tiếp tục tăng và biên lợi nhuận phục hồi. Vì vậy, chỉ tiêu cần theo dõi trong giai đoạn tới không chỉ là diện tích cho thuê mới, mà là tốc độ lấp đầy, giá thuê thực nhận và khả năng chuyển phần công suất còn trống của e.town 6 thành lợi nhuận.

3.4.3. E.town 6: tài sản mới còn trong giai đoạn lấp đầy, dư địa tăng trưởng lớn nhưng tiến độ hiện tại kém khả quan

E.town 6 là phần mở rộng có quy mô đáng kể nhất của danh mục văn phòng REE trong nhiều năm gần đây. Tòa nhà có 36,798 m² diện tích cho thuê, tương đương khoảng 20.2% tổng diện tích 181,961 m² của danh mục cuối năm 2025. Tòa nhà bắt đầu vận hành từ tháng 7/2024 và là tòa văn phòng hạng A đầu tiên của REE, đồng thời đạt chứng nhận LEED Platinum.

Trong giai đoạn đầu vận hành, E.town 6 chưa đóng góp lợi nhuận tương xứng với quy mô tài sản. Ngay từ khi đưa vào hoạt động, REE phải bắt đầu ghi nhận đầy đủ khấu hao, chi phí vận hành và chi phí tài chính, trong khi diện tích thuê chưa được hấp thụ hết. REE cho biết trong năm 2024, doanh thu từ e.town 6 chưa đủ bù đắp chi phí lãi vay và khấu hao; đây là nguyên nhân quan trọng khiến LNST mảng cho thuê giảm 11.3%, từ 537 tỷ đồng năm 2023 xuống 476 tỷ đồng năm 2024. Áp lực tiếp tục trong năm 2025: doanh thu mảng cho thuê tăng 8.1% lên 1,155 tỷ đồng, nhưng LNST giảm 3.4% còn 460 tỷ đồng. Đồng thời, giá vốn cho thuê tăng 18.5%, nhanh hơn doanh thu, khiến biên lợi nhuận gộp giảm từ khoảng 71% xuống 68%.

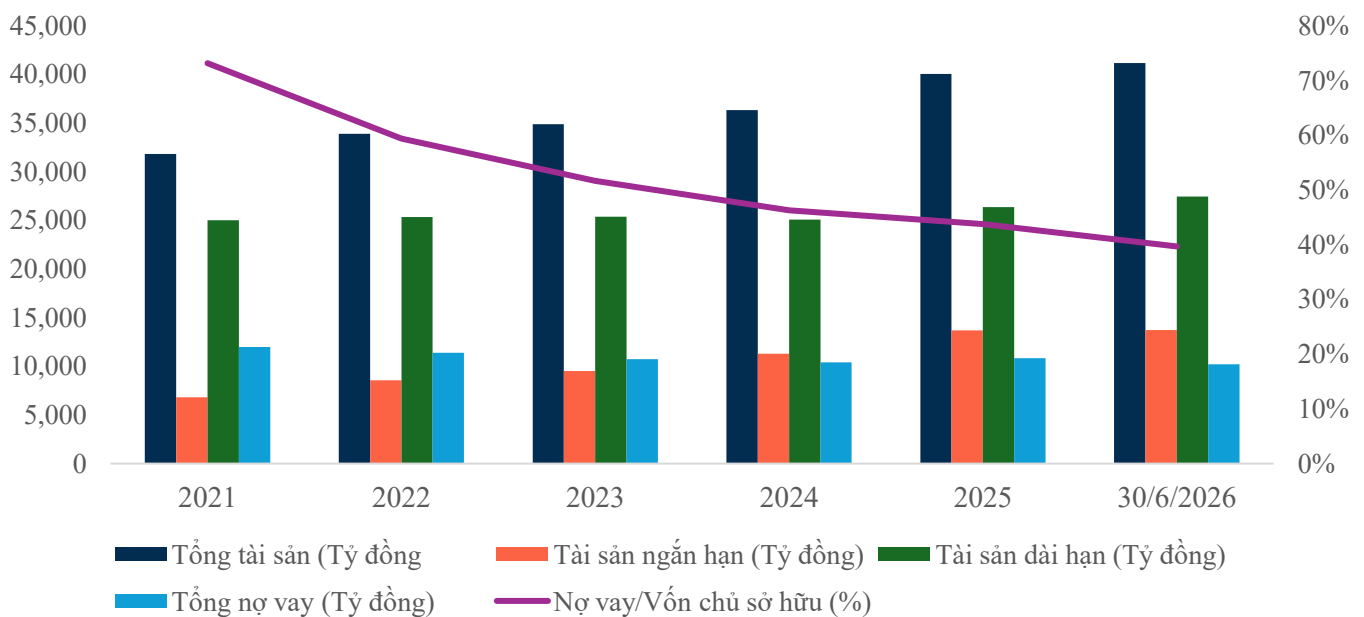
Diễn biến lấp đầy cho thấy tài sản vẫn đang ở giai đoạn hấp thụ diện tích mới. Tỷ lệ lấp đầy E.town 6 đạt 53% cuối năm 2025 và tăng lên khoảng 58% tại tháng 7/2026; trong khi tỷ lệ lấp đầy của phần danh mục văn phòng còn lại ở mức khoảng 90% - 92%.

Điểm tích cực là phần lớn chi phí cố định của tòa nhà đã bắt đầu được ghi nhận, trong khi doanh thu vẫn còn dư địa tăng đáng kể. Vì vậy, nếu E.town 6 tiếp tục thu hút khách thuê với mức giá hợp lý, doanh thu tăng thêm từ phần diện tích trống có khả năng tạo ra biên lợi nhuận cao hơn giai đoạn đầu vận hành.

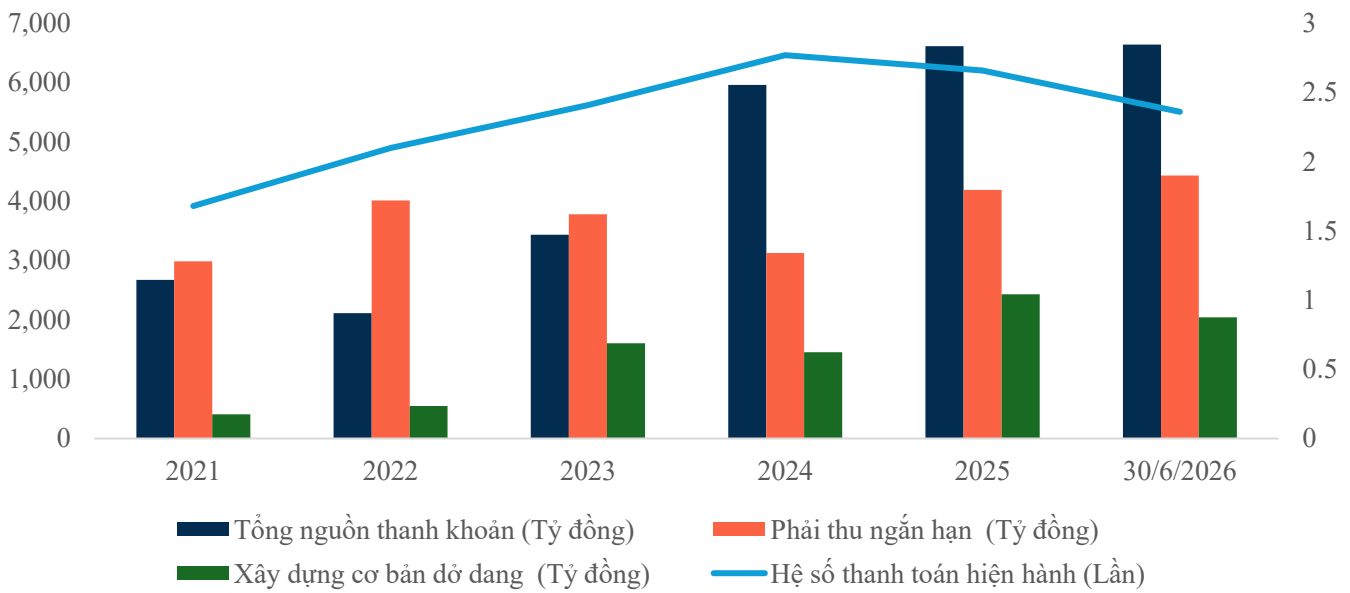
Khi tỷ lệ lấp đầy tiếp tục tăng, REE có khả năng vừa mở rộng doanh thu vừa cải thiện biên lợi nhuận nhờ hấp thụ tốt hơn các chi phí cố định đã phát sinh. Vì vậy, triển vọng mảng cho thuê trong 1-2 năm tới phụ thuộc đáng kể vào khả năng thương mại hóa phần diện tích còn trống của E.town 6 với mức giá thuê đủ tốt, thay vì chỉ đạt mục tiêu lấp đầy về mặt số lượng.

4. Tình hình tài chính

4.1. Cơ cấu tài sản và nguồn vốn



Nguồn: REE, FNS research



Nguồn: REE, FNS research (Khoản mục tổng nguồn thanh toán bao gồm tiền, tương đương tiền và tiền gửi có kỳ hạn ngắn)

Tổng tài sản tăng từ 31,827.0 tỷ đồng năm 2021 lên 40,074.9 tỷ đồng cuối năm 2025, tương ứng mức tăng 25.9% và tốc độ tăng trưởng kép khoảng 5.9%/năm. Trong năm 2025, tổng tài sản tăng 10.2%, sau đó tiếp tục tăng 2.8% trong sáu tháng đầu năm 2026.

Quy mô xây dựng cơ bản dở dang tăng từ 406.0 tỷ đồng năm 2021 lên 2,433.2 tỷ đồng năm 2025, gấp gần 6.0 lần, phản ánh chu kỳ đầu tư mới của REE. Đến ngày 30/6/2026, khoản mục này giảm 16.1% xuống 2,040.4 tỷ đồng, trong khi tài sản cố định tăng 9.6% lên 15,492.7 tỷ đồng. Diễn biến này phù hợp với quá trình một số dự án hoàn thành xây dựng và chuyển sang vận hành, qua đó mở rộng nền tảng tạo doanh thu nhưng đồng thời làm tăng chi phí khấu hao trong các kỳ tiếp theo.

Thanh khoản của REE nhìn chung vẫn ở mức tốt. Mặc dù tiền và tương đương tiền giảm 46.0% trong năm 2025, tiền gửi có kỳ hạn ngắn hạn tăng từ 327.8 tỷ đồng lên 3,566.4 tỷ đồng. Vì vậy, tổng nguồn thanh khoản thực tế vẫn tăng 10.9%, từ 5,963.7 tỷ đồng lên 6,612.3 tỷ đồng. Đến cuối tháng 6/2026, nguồn thanh khoản tiếp tục duy trì ở mức 6,640.8 tỷ đồng.

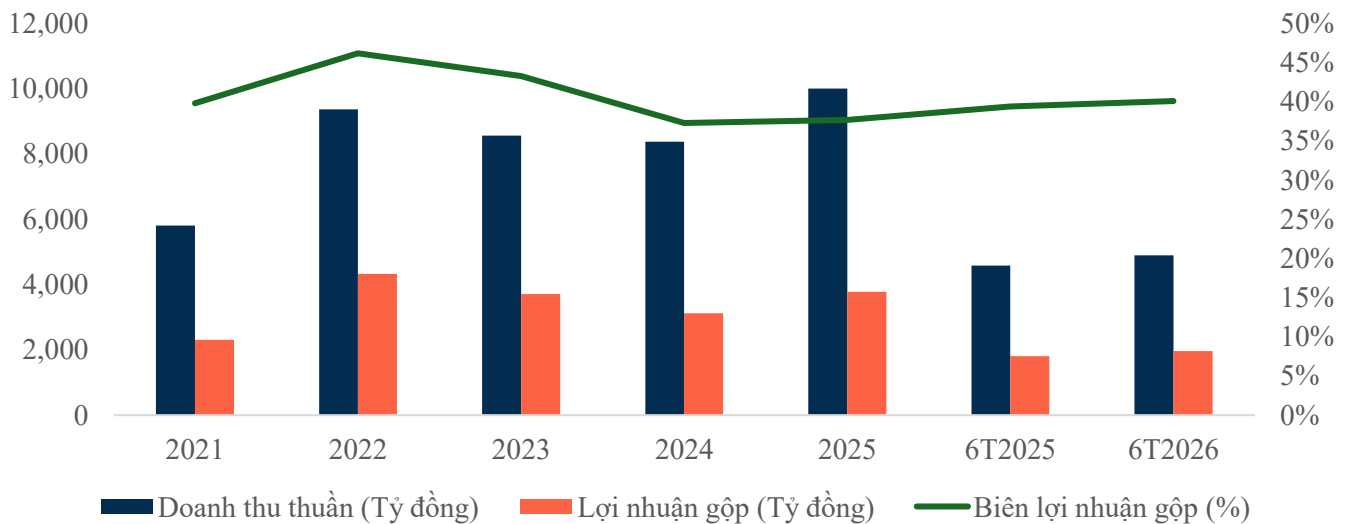
Hệ số thanh toán hiện hành giảm từ 2.66 lần cuối năm 2025 xuống 2.36 lần tại ngày 30/6/2026 nhưng vẫn cao hơn đáng kể mức 1.0 lần. Nguyên nhân chủ yếu là nợ ngắn hạn tăng 13.2%, nhanh hơn mức tăng 0.4% của tài sản ngắn hạn. Trong đó, người mua trả tiền trước tăng từ 1,187.8 tỷ đồng lên 2,334.1 tỷ đồng, tương đương 96.5%. Đây là nguồn tài trợ vốn lưu động không chịu lãi, nhưng cũng đi kèm nghĩa vụ hoàn thành và bàn giao các hợp đồng tương ứng.

Cơ cấu vốn đã được cải thiện đáng kể. Từ cuối năm 2021 đến ngày 30/6/2026, tổng nợ vay giảm 14.9%, trong khi vốn chủ sở hữu tăng 57.0%. Nhờ đó, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu giảm từ 73.2% xuống 39.7%; tỷ lệ nợ vay ròng trên vốn chủ sở hữu giảm từ 56.9% xuống 13.8%. Tuy nhiên, một phần mức tăng vốn điều lệ đến từ cổ tức bằng cổ phiếu, gồm 706.4 tỷ đồng trong năm 2025 và 812.4 tỷ đồng trong sáu

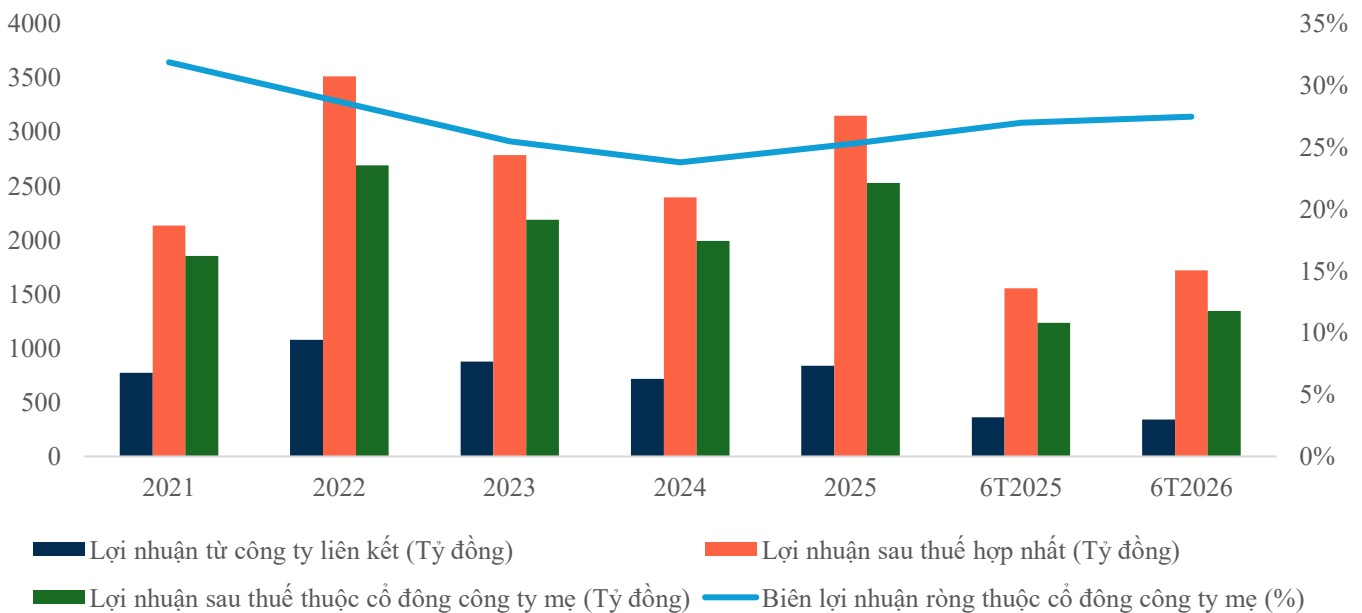
tháng đầu năm 2026; đây là sự chuyển dịch trong vốn chủ sở hữu và không tạo ra dòng tiền mới cho doanh nghiệp.

4.2. Hoạt động kinh doanh có tính chu kỳ

Kết quả kinh doanh của REE có tính chu kỳ nhất định do phụ thuộc vào điều kiện thủy văn, tiến độ hợp đồng M&E, giá thuê văn phòng và lợi nhuận từ các công ty liên kết.



Nguồn: REE, FNS research



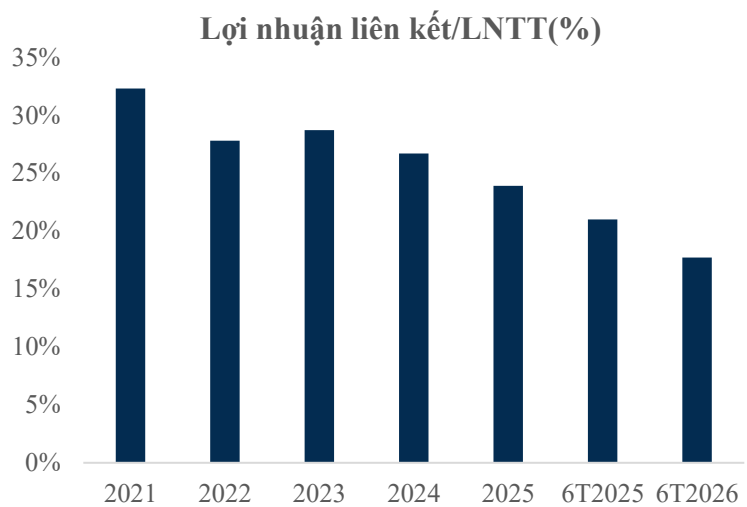
Nguồn: REE, FNS research

Năm 2022 REE ghi nhận doanh thu tăng 61.3% và lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ tăng 45.1%. Sau mức nền cao này, doanh thu giảm lần lượt 8.6% trong năm 2023 và 2.2% trong năm 2024; lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ cũng giảm tương ứng 18.7% và 8.9%.

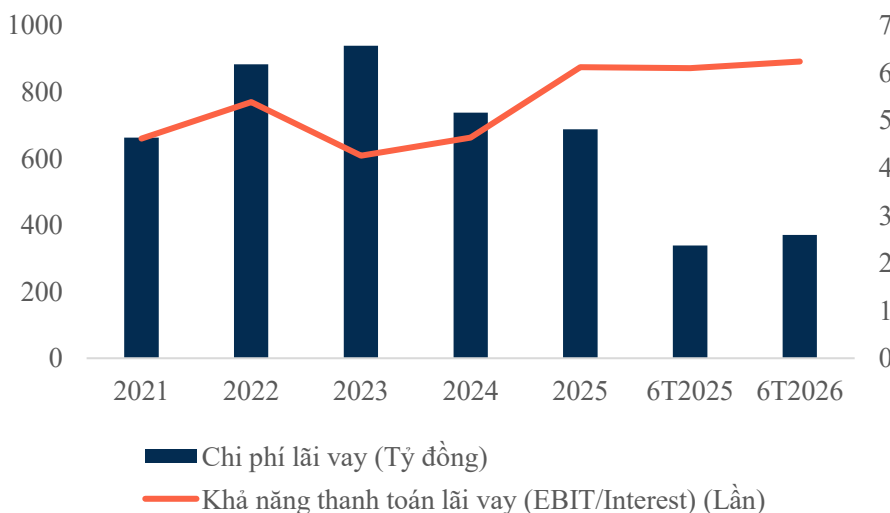
Kết quả kinh doanh phục hồi trong năm 2025. Doanh thu tăng 19.4% lên 10,011.6 tỷ đồng, lợi nhuận gộp tăng 20.8% và lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ tăng 26.9% lên 2,529.1 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ từ 37.3% lên 37.7%, trong khi biên lợi nhuận ròng tăng từ 23.8% lên 25.3%.

Trong sáu tháng đầu năm 2026, doanh thu tăng 6.9% và lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ tăng 9.0%. Biên lợi nhuận gộp đạt 40.1%, tăng 0.8 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Kết quả này cho thấy tăng trưởng đang tiếp diễn nhưng với tốc độ bình thường hóa hơn so với mức phục hồi cao của năm 2025.

Mức độ phụ thuộc vào lợi nhuận công ty liên kết đang giảm dần. Tỷ trọng lợi nhuận liên kết trong lợi nhuận trước thuế giảm từ 32.3% năm 2021 xuống 23.9% năm 2025 và 17.7% trong sáu tháng đầu năm 2026. Tuy nhiên, lợi nhuận liên kết vẫn đạt 342.7 tỷ đồng trong sáu tháng đầu năm 2026, tương đương 17.7% lợi nhuận trước thuế, do đó biến động kết quả của các khoản đầu tư điện và nước vẫn có ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận hợp nhất.



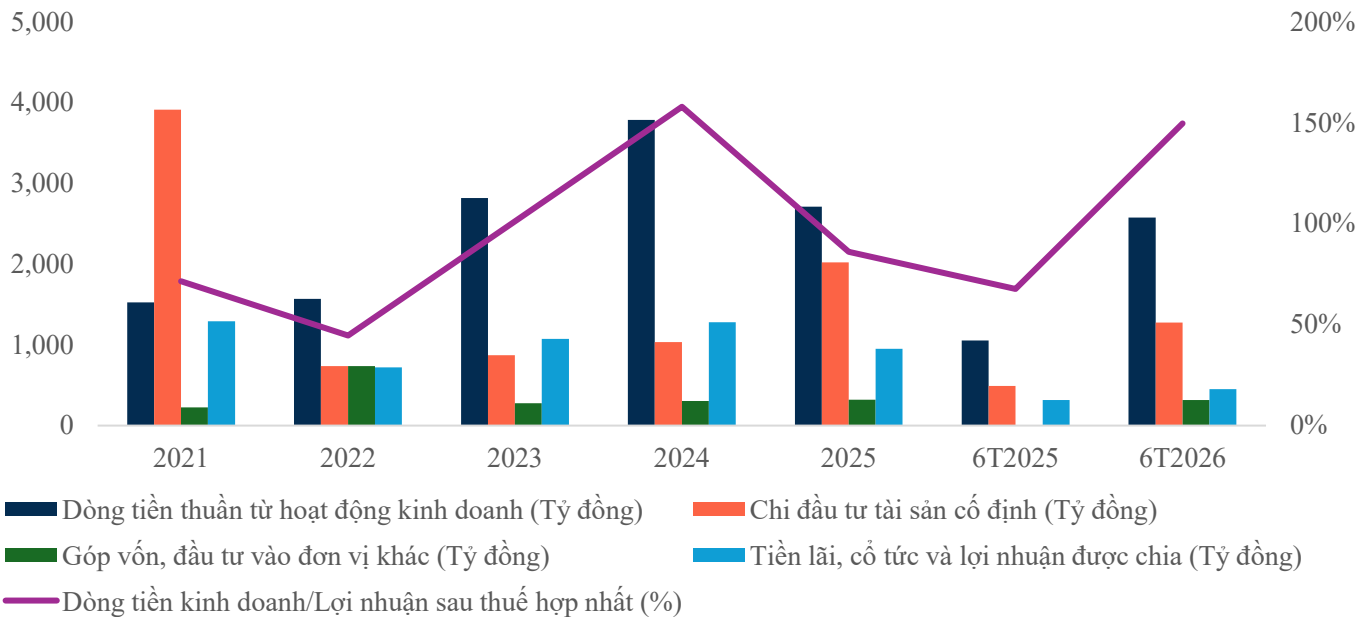
Nguồn: REE, FNS research



Nguồn: REE, FNS research

Khả năng chi trả lãi vay vẫn an toàn, với hệ số thanh toán lãi vay đạt 6.24 lần trong sáu tháng đầu năm 2026. Dù vậy, chi phí lãi vay tăng 9.4% so với cùng kỳ lên 370.4 tỷ đồng, trong khi tổng nợ vay giảm 6.1% so với cuối năm 2025. Diễn biến này cho thấy chi phí vốn và cơ cấu lãi suất vẫn là yếu tố cần theo dõi.

4.3. Dòng tiền và khả năng tự tài trợ đầu tư



Nguồn: REE, FNS research

REE duy trì dòng tiền kinh doanh dương trong toàn bộ giai đoạn 2021–2025. Tuy nhiên, chất lượng dòng tiền biến động khá mạnh do đặc điểm vốn lưu động của mảng M&E và việc cổ tức từ công ty liên kết được ghi nhận trong dòng tiền đầu tư thay vì dòng tiền kinh doanh.

Năm 2025, lợi nhuận sau thuế hợp nhất tăng 31.5% nhưng dòng tiền kinh doanh giảm 28.4%, xuống 2,710.9 tỷ đồng. Dòng tiền kinh doanh chỉ tương đương 86.0% lợi nhuận sau thuế, chủ yếu do dòng tiền bị sử dụng cho các khoản phải thu khoảng 986.3 tỷ đồng và hàng tồn kho khoảng 204.4 tỷ đồng. Đồng thời, chi đầu tư tài sản cố định tăng 95.4% lên 2,022.5 tỷ đồng, khiến dòng tiền còn lại sau đầu tư tài sản và góp vốn giảm từ 2,444.7 tỷ đồng xuống 368.3 tỷ đồng.

Dòng tiền cải thiện rõ rệt trong sáu tháng đầu năm 2026. Dòng tiền kinh doanh đạt 2,576.1 tỷ đồng, tăng 144.6% so với cùng kỳ và tương đương 149.7% lợi nhuận sau thuế hợp nhất. Dòng tiền này đủ trang trải 1,275.4 tỷ đồng đầu tư tài sản cố định, 315.5 tỷ đồng góp vốn và 654 tỷ đồng trả nợ vay ròng.

Dòng tiền từ tiền lãi, cổ tức và lợi nhuận được chia đạt 452.6 tỷ đồng trong sáu tháng đầu năm 2026, tăng 42.5% so với cùng kỳ. Con số này cho thấy các khoản đầu tư đang tạo dòng tiền thực tế.

5. Định giá và khuyến nghị

Do REE hoạt động đồng thời trong các lĩnh vực năng lượng, cơ điện công trình, cho thuê văn phòng, bất động sản và nước sạch, phương pháp tổng các thành phần - Sum-of-the-Parts (SOTP) - được sử dụng làm phương pháp định giá chính. Các hoạt động do REE kiểm soát được định giá theo dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF); các công ty liên kết năng lượng và nước được định giá theo dòng cổ tức thuộc về REE; hoạt động bất động sản được định giá theo dòng tiền hữu hạn của các dự án.

Trong kịch bản cơ sở, mô hình dự phóng doanh thu hợp nhất năm 2026 đạt 10,754.5 tỷ đồng, tăng 7.4% so với năm 2025; lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 2,495.7 tỷ đồng, giảm 1.3%. Giai đoạn 2025-2031, doanh thu được dự phóng tăng trưởng kép 7.5%/năm, chủ yếu nhờ tiến độ các dự án năng lượng mới, chuyển đổi backlog M&E thành doanh thu và quá trình nâng tỷ lệ lấp đầy tại E.town 6.

5.1. Tóm tắt kết quả kinh doanh

Khoản mục	2025A	2026E	Thay đổi	FNS bình luận
Doanh thu thuần	10,011.6	10,754.5	7.4%	Tăng trưởng được hỗ trợ bởi sản lượng và doanh thu của tài sản hiện hữu, phần đóng góp của dự án mới vận hành, chuyển đổi backlog M&E thành doanh thu và tỷ lệ lấp đầy E.town 6 tăng từ 53.0% lên 65.0%.
Doanh thu tài chính	447.2	264.5	-40.9%	
Chi phí lãi vay	687.7	726.0	5.6%	Được tính trên dư nợ bình quân khoảng 10,676.2 tỷ đồng và lãi suất bình quân 6.8%.
Lợi nhuận từ công ty liên kết	839.7	876.5	4.4%	Giả định lợi nhuận từ các khoản đầu tư năng lượng tăng 4.0%, ngành nước tăng 5.0% và các khoản đầu tư liên kết khác tăng 3.0%.
Lợi nhuận trước thuế	3,519.7	3,649.1	3.7%	
Lợi nhuận sau thuế hợp nhất	3,150.4	3,094.6	-1.8%	
Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ	2,529.1	2,495.7	-1.3%	Lợi nhuận sau thuế hợp nhất giảm nhẹ với giả định lợi ích cổ đông không kiểm soát đạt 598.9 tỷ đồng, tương đương khoảng 27.0% lợi nhuận của các công ty con thuộc phạm vi áp dụng.
Tổng tài sản	40,074.9	41,822.1	4.4%	Tài sản cố định, xây dựng cơ bản dở dang và đầu tư vào công ty liên kết tăng tổng cộng khoảng 3,304.4 tỷ đồng, bù đắp cho sự suy giảm của tiền và các tài sản tài chính ngắn hạn.
Tài sản cố định hữu hình	14,129.6	15,703.8	11.1%	Khoảng 2,000.0 tỷ đồng xây dựng cơ bản dở dang được giả định hoàn thành và chuyển sang tài sản cố định, cộng với đầu tư duy trì trong năm và trừ khấu hao.
Xây dựng cơ bản dở dang	2,433.2	3,633.2	49.3%	
Đầu tư vào công ty liên kết	6,046.0	6,576.2	8.8%	Số dư tăng nhờ 876.5 tỷ đồng lợi nhuận được chia sẻ và 300 tỷ đồng góp vốn mới, sau khi trừ khoảng 646.3 tỷ đồng cổ tức dự kiến nhận.
Tổng nợ vay	10,852.3	10,500.0	-3.2%	
Vốn chủ sở hữu	24,796.5	26,808.0	8.1%	Vốn chủ sở hữu tăng nhờ 3,094.6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế hợp nhất, sau khi trừ khoảng 1,083.1 tỷ đồng cổ tức tiền mặt trả cho cổ đông công ty mẹ và cổ đông không kiểm soát.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2,710.9	2,660.7	-1.9%	Dòng tiền trước biến động vốn lưu động đạt khoảng 3,118.7 tỷ đồng, trong khi vốn lưu động hấp thụ khoảng 458.0 tỷ đồng.
Chi đầu tư tài sản cố định	2,022.5	3,527.9	74.4%	Bao gồm khoảng 327.9 tỷ đồng đầu tư duy trì và 3,200 tỷ đồng đầu tư phát triển. Mức tăng cao phản ánh REE bước vào chu kỳ đầu tư mới trong năm 2026.

Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác. Năm 2025 là số thực tế; năm 2026 là dự phóng theo kịch bản cơ sở.

5.2. Các giả định chiết khấu trọng yếu trong kịch bản cơ sở

Thành phần	Tỷ lệ chiết khấu	Tăng trưởng dài hạn
Năng lượng do REE kiểm soát	WACC 10.0%	2.5%
M&E	WACC 12.0%	3.0%
Văn phòng cho thuê	WACC 9.5%	3.0%
Hoạt động nước do REE kiểm soát	WACC 9.5%	3.0%
Công ty liên kết năng lượng	Chi phí vốn chủ sở hữu 12.0%	3.0%
Công ty liên kết ngành nước	Chi phí vốn chủ sở hữu 11.5%	4.0%
Phát triển bất động sản	WACC 14.0%	

6. PHỤ LỤC

6.1. Một số thuật ngữ ngành cơ điện công trình ([Trở về](#))

Thuật ngữ	Giải thích
M&E – Mechanical & Electrical	Cơ điện công trình, bao gồm các hệ thống điện, điều hòa – thông gió, cấp thoát nước, phòng cháy chữa cháy, điện nhẹ và điều khiển kỹ thuật trong công trình.
MEP – Mechanical, Electrical and Plumbing	Cơ khí, điện và cấp thoát nước. Đây là cách gọi phổ biến cho phạm vi cơ điện của một công trình.
MEPF – Mechanical, Electrical, Plumbing and Fire Protection	MEP có bổ sung hệ thống phòng cháy chữa cháy. Trong thực tế, MEPF thể hiện đầy đủ hơn phạm vi công việc của nhà thầu cơ điện.
HVAC – Heating, Ventilation and Air Conditioning	Hệ thống sưởi, thông gió và điều hòa không khí; tại Việt Nam chủ yếu gồm điều hòa, cấp gió tươi, hút gió và kiểm soát nhiệt độ – độ ẩm.
Chiller	Thiết bị sản xuất nước lạnh trung tâm để cung cấp cho hệ thống điều hòa không khí của tòa nhà, nhà máy hoặc trung tâm dữ liệu.
PCCC – Phòng cháy chữa cháy	Hệ thống phát hiện, cảnh báo và chữa cháy, gồm báo cháy, chữa cháy tự động, cấp nước chữa cháy, hút khói và tăng áp.
ELV – Extra-Low Voltage	Hệ thống điện nhẹ, thường gồm mạng dữ liệu, điện thoại, camera, kiểm soát ra vào, âm thanh công cộng và một số hệ thống an ninh – thông tin khác.
BMS – Building Management System	Hệ thống quản lý tòa nhà, dùng để giám sát và điều khiển tập trung các hệ thống như điều hòa, điện, chiếu sáng, cấp thoát nước và cảnh báo kỹ thuật.

DCIM – Data Center Infrastructure Management	Hệ thống giám sát và quản lý hạ tầng trung tâm dữ liệu, gồm nguồn điện, làm mát, công suất thiết bị, môi trường vận hành và mức độ sử dụng tài nguyên.
BIM – Building Information Modeling	Mô hình thông tin công trình, cho phép phối hợp thiết kế giữa các bộ môn, phát hiện xung đột và quản lý thông tin công trình trong suốt vòng đời dự án.
UPS – Uninterruptible Power Supply	Bộ lưu điện, cung cấp điện tức thời khi nguồn chính gặp sự cố và duy trì hoạt động cho đến khi nguồn dự phòng khác được kích hoạt.
N+1	Cấu hình dự phòng trong đó hệ thống có thêm ít nhất một thiết bị so với số lượng tối thiểu cần thiết để vận hành. Ví dụ, nhu cầu cần ba máy nhưng hệ thống bố trí bốn máy.
PUE – Power Usage Effectiveness	Chỉ tiêu hiệu quả sử dụng điện của trung tâm dữ liệu, được tính bằng tổng điện năng của cơ sở chia cho điện năng tiêu thụ của thiết bị công nghệ thông tin. PUE càng gần 1.0 thì hiệu quả năng lượng càng cao.
Rack	Tủ tiêu chuẩn dùng để lắp đặt máy chủ, thiết bị lưu trữ và thiết bị mạng trong trung tâm dữ liệu.
Availability	Mức độ sẵn sàng vận hành của hệ thống trong một khoảng thời gian. Chỉ tiêu này đặc biệt quan trọng đối với trung tâm dữ liệu, bệnh viện và nhà máy vận hành liên tục.
Phòng sạch – Cleanroom	Không gian được kiểm soát nghiêm ngặt về bụi, nhiệt độ, độ ẩm, chênh áp và mức độ nhiễm bẩn; thường sử dụng trong sản xuất bán dẫn, dược phẩm và thiết bị điện tử.
Nước siêu tinh khiết – Ultrapure Water	Nước được xử lý để loại bỏ gần như toàn bộ tạp chất, ion và vi sinh vật; sử dụng trong sản xuất bán dẫn và một số ngành công nghệ cao.
Khí kỹ thuật – Process/ Technical Gas	Các loại khí được cấp cho quá trình sản xuất như khí nén, nitơ, oxy hoặc khí chuyên dụng. Hệ thống khí kỹ thuật thường yêu cầu tiêu chuẩn an toàn và độ tinh khiết cao.
Commissioning	Quá trình kiểm tra, chạy thử, hiệu chỉnh và xác nhận từng hệ thống đáp ứng thiết kế, tiêu chuẩn kỹ thuật và yêu cầu vận hành trước khi bàn giao.
Integrated Systems Testing	Chạy thử tích hợp nhiều hệ thống để kiểm tra khả năng phối hợp trong các tình huống vận hành và sự cố, chẳng hạn mất điện, cháy hoặc hỏng thiết bị làm mát.
Interface	Điểm giao tiếp hoặc ranh giới trách nhiệm giữa các hệ thống, nhà thầu hay gói thầu. Quản lý interface yếu có thể gây xung đột thiết kế, chậm tiến độ và phát sinh chi phí.
Value Engineering	Quá trình tối ưu thiết kế, vật tư hoặc phương án thi công nhằm giảm tổng chi phí hoặc cải thiện hiệu quả mà vẫn đáp ứng yêu cầu về công năng, chất lượng và an toàn.
Long-lead Item	Thiết bị hoặc vật tư có thời gian thiết kế, sản xuất và giao hàng dài, như chiller, máy phát điện, UPS, máy biến áp và tủ điện chuyên dụng.
Switchgear	Hệ thống thiết bị đóng cắt, bảo vệ và cách ly mạch điện, thường gồm máy cắt, cầu dao, rơ-le bảo vệ và tủ điện.
Vendor	Nhà sản xuất hoặc nhà cung cấp thiết bị, vật tư và giải pháp kỹ thuật cho dự án.

Approved Vendor List	Danh sách nhà cung cấp hoặc thương hiệu đã được chủ đầu tư, tư vấn hay tổng thầu phê duyệt. Nhà thầu thường phải mua thiết bị từ danh sách này.
Retrofit	Cải tạo hoặc nâng cấp hệ thống cơ điện hiện hữu nhằm tăng công suất, tiết kiệm năng lượng, đáp ứng tiêu chuẩn mới hoặc kéo dài tuổi thọ công trình.
O&M – Operation and Maintenance	Dịch vụ vận hành và bảo trì hệ thống sau khi công trình hoàn thành, gồm kiểm tra định kỳ, sửa chữa, thay thế thiết bị và xử lý sự cố.
EPC – Engineering, Procurement and Construction	Hợp đồng trong đó nhà thầu chịu trách nhiệm thiết kế, mua sắm thiết bị và thi công xây dựng cho toàn bộ hoặc một phần dự án.
Design & Build	Mô hình trong đó một nhà thầu đồng thời thực hiện thiết kế và thi công, qua đó giảm đầu mối phối hợp nhưng làm tăng trách nhiệm về thiết kế và hiệu năng.
Balance of Plant	Các hệ thống phụ trợ cần thiết để một nhà máy vận hành nhưng không thuộc thiết bị công nghệ chính, chẳng hạn hệ thống điện, nước, điều khiển, làm mát và phòng cháy chữa cháy.
Turnkey	Hợp đồng “chìa khóa trao tay”, trong đó nhà thầu bàn giao một hệ thống hoặc công trình hoàn chỉnh, sẵn sàng đưa vào sử dụng.
Prefabricated/ Modular MEP	Phương pháp chế tạo trước các cụm cơ điện tại nhà máy hoặc xưởng, sau đó vận chuyển đến công trường để lắp ráp nhằm rút ngắn tiến độ và giảm sai sót.
BOQ – Bill of Quantities	Bảng khối lượng công việc, vật tư và thiết bị dùng để lập giá dự thầu, quản lý khối lượng thực hiện và thanh toán hợp đồng.
Backlog	Giá trị phần việc thuộc các hợp đồng đã ký nhưng chưa được ghi nhận doanh thu. Backlog tạo tầm nhìn doanh thu nhưng vẫn chịu rủi ro chậm tiến độ, giảm phạm vi hoặc hủy dự án.
Book-to-bill	Giá trị hợp đồng ký mới chia cho doanh thu trong cùng kỳ. Chỉ số trên 1.0 cho thấy backlog có xu hướng tăng, nhưng không bảo đảm biên lợi nhuận hoặc khả năng thu tiền.
Notice to Proceed – NTP	Thông báo hoặc lệnh chính thức cho phép nhà thầu bắt đầu thực hiện công việc theo hợp đồng. Hợp đồng đã ký nhưng chưa có NTP có thể chưa đủ điều kiện triển khai.
Variation	Thay đổi phạm vi, thiết kế, khối lượng hoặc yêu cầu kỹ thuật so với hợp đồng ban đầu. Variation chỉ tạo doanh thu bổ sung khi được phê duyệt và có khả năng thu tiền.
Claim	Yêu cầu của nhà thầu về việc được thanh toán thêm hoặc gia hạn thời gian do thay đổi phạm vi, chậm bàn giao mặt bằng hoặc các sự kiện ngoài trách nhiệm của nhà thầu.
EOT – Extension of Time	Việc gia hạn thời gian hoàn thành hợp đồng. EOT được chấp thuận có thể giúp nhà thầu tránh hoặc giảm khoản phạt chậm tiến độ.
Fixed-price/ Lump-sum Contract	Hợp đồng trọn gói với giá cơ bản không thay đổi trong phạm vi công việc đã thỏa thuận. Nhà thầu chịu phần lớn rủi ro tăng giá vật tư, năng suất thấp và sai lệch dự toán.
Hợp đồng theo đơn giá điều chỉnh	Hợp đồng cho phép điều chỉnh đơn giá theo công thức hoặc điều kiện đã thỏa thuận, qua đó giảm một phần rủi ro biến động giá đầu vào.

Cost-plus Contract	Hợp đồng thanh toán theo chi phí thực tế hợp lệ cộng thêm một khoản phí hoặc tỷ lệ lợi nhuận cho nhà thầu.
Target-cost Contract	Hợp đồng xác lập chi phí mục tiêu và cơ chế chia sẻ phần tiết kiệm hoặc vượt chi phí giữa chủ đầu tư và nhà thầu.
Retention	Phần tiền thanh toán bị chủ đầu tư giữ lại cho đến khi công trình hoàn thành, hết thời gian bảo hành hoặc đáp ứng các điều kiện quy định trong hợp đồng.
Bảo lãnh thực hiện hợp đồng	Cam kết của ngân hàng về việc bồi thường cho chủ đầu tư nếu nhà thầu không thực hiện đúng nghĩa vụ hợp đồng.
Bảo lãnh bảo hành	Cam kết của ngân hàng bảo đảm nghĩa vụ sửa chữa, khắc phục lỗi của nhà thầu trong thời gian bảo hành.
WIP – Work in Progress	Khối lượng công việc đang thực hiện nhưng chưa hoàn thành hoặc chưa đủ điều kiện nghiệm thu, thanh toán.
Tài sản hợp đồng – Contract Asset	Phần doanh thu đã được ghi nhận theo tiến độ nhưng quyền thu tiền còn phụ thuộc vào việc hoàn thành thêm nghĩa vụ hoặc được nghiệm thu.
Rework	Công việc phải làm lại do lỗi thiết kế, thi công, phối hợp hoặc không đáp ứng tiêu chuẩn; rework làm tăng chi phí và có thể kéo dài tiến độ.

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:

Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN

Email: research@funan.com.vn

Website : www.funan.com.vn

TRỤ SỞ CHÍNH

Đ/c: Tầng hầm và tầng 2, 3, 4, số 50 Nguyễn Cơ Thạch, Phường An Khánh, Tp. Hồ Chí Minh

Tel : (028) 6295 9158

Fax: (028) 6295 9218

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: Tầng 11, số 74 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng

Tel : (023) 6377 9655

Fax: (023) 6377 9656

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: Tầng 1, số 50 Nguyễn Cơ Thạch, Phường An Khánh, Tp. Hồ Chí Minh

Tel : (028) 6295 9138

Fax: (028) 6295 9178

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Giảng Võ, Tp. Hà Nội

Tel : (024) 6283 3666

Fax: (024) 3206 8881