

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

Mảng năng lượng dẫn dắt động lực tăng trưởng

09/12/2024

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

Doanh thu và lợi nhuận cải thiện trong 3Q/24, lần lượt tăng 3.4% YoY và 39.4% YoY

Doanh thu 3Q2024 đạt 2,031 tỷ VND (+3.4% YoY/-6.9% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 561.5 tỷ VND (+20.7% YoY/39.4% QoQ). Trong đó, doanh thu và lợi nhuận của mảng năng lượng ghi nhận kết quả tích cực, đạt 1,008 tỷ và 301 tỷ (+12.62% YoY và 51.25% YoY) chủ yếu nhờ thủy điện ghi nhận sản lượng tăng mạnh.

Mảng điện: Thủy điện hưởng lợi từ La Nina và diễn biến mưa nhiều nửa cuối năm, cải thiện KQKD

Trong 9 tháng đầu năm, sản lượng điện của công ty mẹ và các công ty con – liên kết đạt 2.7 tỷ kWh (+7% YoY/+4.2% QoQ), chủ yếu đến từ đóng góp nhiều hơn của mảng thủy điện. Sản lượng thủy điện ghi nhận 1.7 tỷ kWh, tăng 13.1% YoY, tăng tỷ trọng đóng góp lên 63% trong tổng sản lượng của REE, cao hơn mức 60% cùng kỳ.

Khung giá điện mới sẽ thúc đẩy tiến độ đàm phán và triển khai các dự án điện gió

Hiện REE đang đề xuất nghiên cứu khả thi 344 MW công suất điện gió lắp đặt mới tại tỉnh Trà Vinh, đánh dấu sự trở lại của REE trong việc phát triển các dự án điện NLTT. Việc chuẩn bị từ sớm sẽ giúp doanh nghiệp hưởng lợi từ các chính sách mới, với khung giá mới được ban hành tạo động lực thúc đẩy các dự án năng lượng tái tạo đi vào hoạt động.

Mảng Bất động sản: Tiến độ bàn giao The Light Square chậm hơn so với dự kiến

Trong 3Q/24, doanh thu mảng bất động sản chỉ đạt 12 tỷ VND do tiến độ ghi nhận bàn giao căn hộ tại dự án The Light Square chậm lại sau thời gian đẩy mạnh chiến lược bán hàng thông qua chiết khấu. Lợi nhuận ghi nhận vào khoảng 2 tỷ VND, tương đương biên lợi nhuận ròng 17%.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 76,900 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 76,900 VND/cổ phiếu, cao hơn 13.4% so với giá tại ngày 06/12/2024.

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	VND 76,900
Tăng/giảm (%)	13.4%
Giá hiện tại (06/12/2024)	VND 67,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 72,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	31.9/1.3

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	25.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	68.8/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (35.7%)

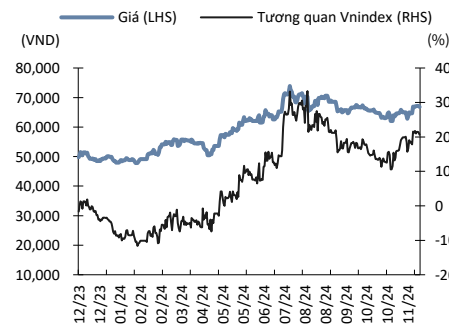
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7.7	-2.6	6.0	34.1
Tương đối	8.0	-0.1	8.3	20.5

Dự phóng KQKD & định giá

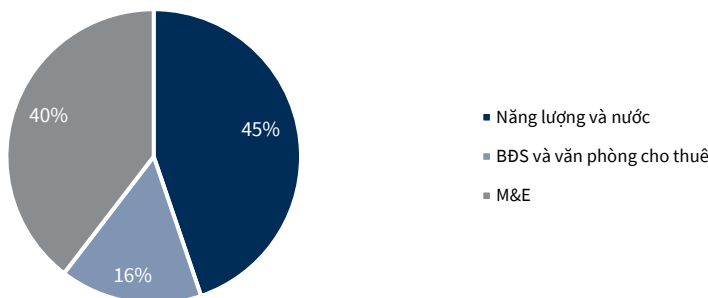
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	9,372	8,570	8,342	9,072
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	3,663	2,954	2,496	2,677
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	2,693	2,188	2,041	2,311
EPS (VND)	7,576	5,354	4,635	4,905
Tăng trưởng EPS (%)	26.2	-29.3	-13.0	6.0
P/E (x)	10.2	14.4	16.6	15.7
P/B (x)	1.8	1.8	1.9	1.8
ROE (%)	18.3	13.4	11.4	11.9
Tỷ suất cổ tức (%)	1.1	1.1	1.0	1.2

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2023



Hoạt động kinh doanh

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

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

La Nina kéo dài tới Q1/25, bảo đảm mức tăng trưởng tích cực từ mức nền thấp. Sản lượng và doanh thu mảng thủy điện dự báo sẽ tăng trưởng tích cực so với năm 2024.

Các chính sách thuận lợi thúc đẩy tiến độ gia tăng công suất. Khung giá điện tái tạo dự kiến được công bố vào Q1/25 sẽ thúc đẩy 344MW điện gió mà REE đang khảo sát tại tỉnh Trà Vinh.

E.Town 6 có khả năng vượt qua giai đoạn ảm đạm của thị trường. Lợi thế giá thuê cạnh tranh trong phân khúc giúp E.Town 6 tăng nhanh chóng tỷ lệ lấp đầy, đạt 60% và 85% trong 2025, 2026.

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

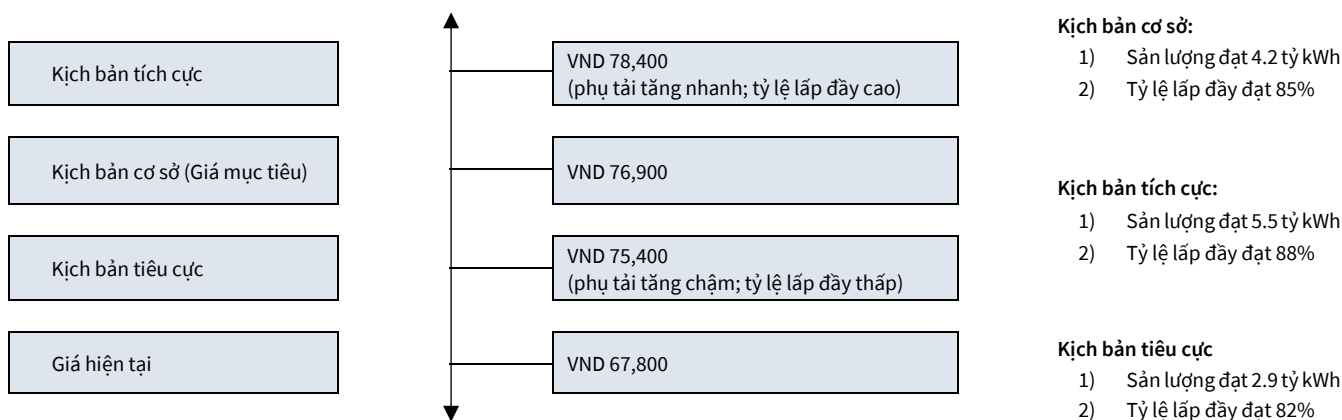
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	8,342	9,072	-10%	1%	8,857	8,278	-6%	10%
EBIT	2,496	2,677	-18%	-15%	3,003	2,949	-17%	-9%
LNST công ty mẹ	2,041	2,311	-15%	-6%	2,379	2,349	-14%	-2%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

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

Quan điểm định giá



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu và lợi nhuận cải thiện trong 3Q/24, lần lượt tăng 3.4% YoY và 39.4% YoY

Doanh thu 3Q2024 đạt 2,031 tỷ (+3.4% YoY/-6.9% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 561 tỷ VND (+20.7% YoY/39.4% QoQ), với đóng góp chính của mảng năng lượng. Trong đó, doanh thu và lợi nhuận của mảng năng lượng ghi nhận kết quả tích cực, đạt 1,008 tỷ và 301 tỷ (+12.6% YoY và 51.3% YoY) chủ yếu nhờ thủy điện ghi nhận sản lượng tăng mạnh. Lãi từ hoạt động các công ty liên kết tăng 83.8% QoQ, song giảm 4.9% YoY do công ty giảm tỷ lệ sở hữu tại PPC từ 21.2% xuống 20.7%.

Tổng sản lượng điện tăng trưởng nhờ thủy điện hưởng lợi từ pha thời tiết La Nina và mùa mưa diễn ra từ Q3/24

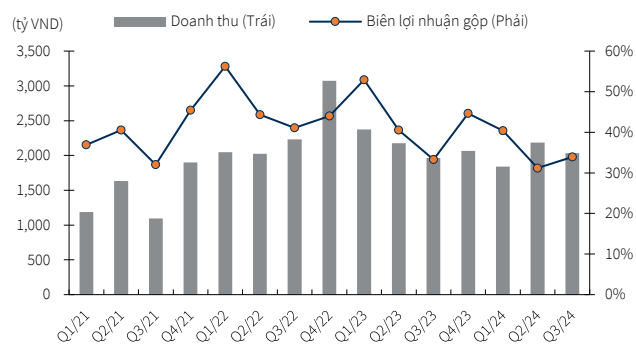
Trong 3Q2024, sản lượng điện của công ty mẹ, công ty con và công ty liên kết đạt 2.7 tỷ kWh (+7% YoY/+4.2% QoQ). Kể từ Q3, các cơn mưa lớn bắt đầu xuất hiện thường xuyên hơn tại khu vực Miền Trung và Tây Nguyên giúp cải thiện lưu lượng về hồ thủy điện so với quý trước, tuy nhiên mùa mưa đến chậm hơn và cường độ chưa lớn so với trung bình mọi năm nên sản lượng phát điện của VSH và TMP chỉ tăng trưởng nhẹ so mức nền thấp của 2023.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q3/2023	Q3/2024	+/-%YoY	9M2023	9M2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	1,965	2,031	3%	6,513	6,056	-7%	Doanh thu hợp nhất của mảng Năng lượng đạt 839 tỷ VND, +13% YoY, chủ yếu là bởi sản lượng thủy điện cao hơn so với cùng kỳ trong bối cảnh phía Bắc đón nhiều đợt mưa lớn.
Năng lượng	740	839	13%	3,097	2,408	-22%	
Thủy điện	499	631	26%	2,311	1,626	-30%	
Điện mặt trời	174	147	-16%	588	573	-3%	
Điện gió	67	61	-9%	198	209	6%	
M&E	766	706	-8%	2,080	2,187	5%	Doanh thu thấp hơn so với cùng kỳ do tiến độ xây dựng chậm lại, tuy nhiên khối lượng backlog cuối quý 3 đạt 3,902 tỷ VND và cao gấp 4 lần so với cùng kỳ sẽ mở ra triển vọng tăng trưởng trong Q4. Mảng bán điều hòa ghi nhận doanh thu tăng 30.9% do các hợp đồng dự án tăng về giá trị lẫn số lượng.
Cho thuê văn phòng	267	270	1%	801	796	-1%	
BDS	0	12	n.a	0	80	n.a	Dự án Light Square ghi nhận số căn bàn giao thấp hơn so với đợt mở bán trong Q3.
Nước	32	33	3%	59	44	-25%	Mảng nước ghi nhận doanh thu giảm 23% so với cùng kỳ là do thời điểm ghi nhận và sự biến động của các dự án tại Công ty TNHH TK Công.
Lợi nhuận gộp	654	688	5%	2,788	2,109	-24%	Chủ yếu do doanh thu thấp hơn của mảng điện khiến lợi nhuận gộp sau khi trừ chi phí khấu hao sụt giảm.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	33%	34%	1 ppts	43%	35%	-8 ppts	
Thu nhập tài chính	49	63	29%	166	222	34%	
Chi phí tài chính	-276	-185	-33%	-787	-609	-23%	Chi phí tài chính được tối ưu nhờ tái cơ cấu các khoản vay lãi suất thấp.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	218	207	-5%	607	441	-27%	Lợi nhuận từ các công ty chủ yếu trong mảng thủy điện và bị ảnh hưởng bởi thời tiết chưa thuận lợi.
SG&A	-119	-139	17%	-411	-464	13%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	525	633	21%	2,362	1,698	-28%	
Thu nhập khác	-1	-4	300%	-5	-5	0%	
Lợi nhuận trước thuế	526	633	20%	2,375	1,706	-28%	
Lợi nhuận sau thuế	465	562	21%	2,143	1,514	-29%	
LNST công ty mẹ	450	480	7%	1,684	1,314	-22%	
<i>Biên LNST</i>	24%	28%	4 ppts	33%	25%	-8 ppts	
Sản lượng							
Mảng điện	2,516	2,694	7%	6,937	7,730	11%	
Nhiệt điện	863	858	-1%	2,354	3,578	52%	
Thủy điện	1,503	1,700	13%	4,083	3,663	-10%	Sản lượng điện được cải thiện nhờ lưu lượng về hồ tại NMTĐ Thác Bà cao hơn so với cùng kỳ nhờ cơn bão Yagi.
Điện mặt trời	71	69	-3%	227	227	0%	
Điện gió	79	67	-15%	273	262	-4%	

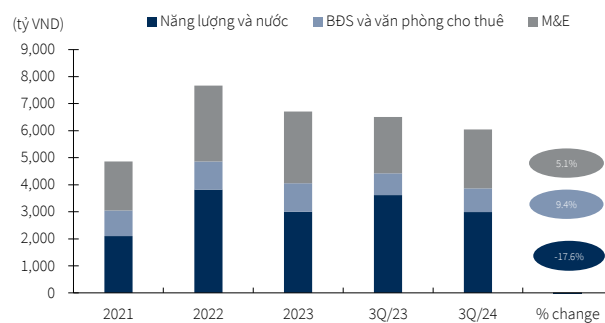
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh REE, 2021-2024



Nguồn: REE, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của REE, 2021-2024



Nguồn: REE, KBSV

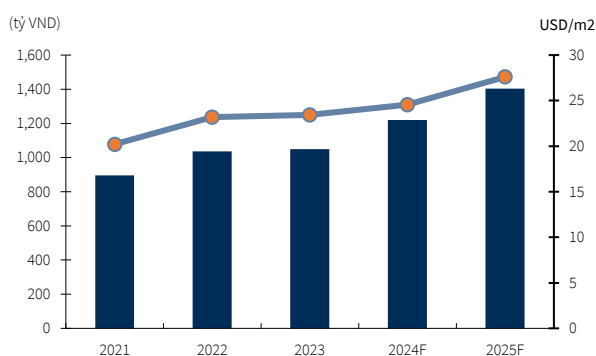
Mảng cho thuê văn phòng: E.Town 6 với giá bán cạnh tranh sẽ vượt qua khó khăn trong bối cảnh nhu cầu ảm đạm

Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của mảng cho thuê văn phòng lần lượt đạt 796 tỷ (-0.6% YoY) và 379 tỷ (-7.7% YoY). Do việc vận hành và đưa vào sử dụng văn phòng mới, tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà văn phòng cho thuê giảm nhẹ 1.5% YoY trong Q2 chưa được cải thiện dẫn tới doanh thu giảm, dù vậy giá thuê trung bình tăng nhẹ so với mặt bằng thị trường phần nào bù đắp ảnh hưởng tiêu cực trên. Theo CBRE, thị trường BĐS văn phòng hạng A tại TP.HCM đã ghi nhận sự cải thiện nhẹ về khả năng cho thuê, đạt gần 4000 m2 cho thuê mới, tăng 0.6 điểm phần trăm so với quý trước. Điều này phản ánh xu hướng chuyển dịch văn phòng - động lực chính cho sự gia tăng lấp đầy các văn phòng hạng A đang hồi phục, bất chấp tỷ lệ trống văn phòng ở mức cao trong 3 năm trở lại đây. Trong năm 2024, KBSV cho rằng dự án E.Town 6 sẽ đạt được tỷ lệ lấp đầy 20%, với giá chào thuê vào khoảng 27.54 USD/m2/tháng do: i) Xu hướng mở rộng văn phòng /nâng cấp văn phòng sẽ dẫn dắt nhu cầu tới các văn phòng cao cấp và mới đi vào vận hành, ii) Lợi thế cạnh tranh của E.Town 6 đến từ chất lượng văn phòng đạt nhiều tiêu chí xây dựng xanh giúp dễ dàng thu hút các doanh nghiệp FDI, trong khi giá thuê chỉ bằng 60% nhờ vị trí nằm ngoài trung tâm. Doanh thu và LNST của mảng cho thuê văn phòng trong năm 2024 sẽ đạt 1,219 tỷ VNĐ (+14.2% YoY) và 664.47 tỷ VNĐ (+23.5% YoY). Về dài hạn, chúng tôi duy trì quan điểm sự phục hồi của cầu thuê văn phòng sẽ sôi động trở lại, qua đó giúp E.Town 6 đạt tỷ lệ lấp đầy 60%, 85% trong 2 năm tới.

Mảng BĐS cao cấp: The Light Square bắt đầu ghi nhận doanh thu

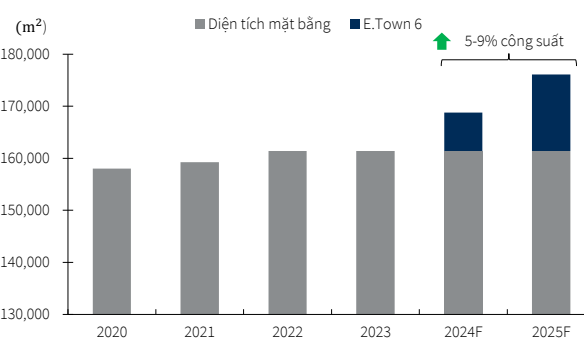
Dự án nhà phố The Light Square bắt đầu mở bán và bàn giao căn hộ tới khách hàng trong tháng 5/2024. Trong Q3, dự án ghi nhận bàn giao căn hộ với tổng giá trị 12 tỷ VNĐ, thấp hơn đáng kể so với mức doanh số 68 tỷ VNĐ của Q2/24. Chúng tôi cho rằng kế hoạch của BLĐ đặt ra trong năm 2024 để ghi nhận 100% số lượng căn bán ra khó có thể đạt được do chương trình khuyến mãi 7% giá trị căn hộ cho người mua nhà đã hết hiệu lực từ tháng 9/2024, trong khi áp lực cạnh tranh tăng cao hơn đến từ các dự án mở bán tại tỉnh Thái Bình sẽ khiến dự án lùi thời gian ghi nhận bàn giao sang năm 2025. Chúng tôi điều chỉnh doanh số ghi nhận trong 2024 đạt 120 tỷ VNĐ, chuyển 770 tỷ VNĐ doanh thu ghi nhận sang 2025 (tương đương 86% giá trị dự án).

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



Nguồn: REE, KBSV

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



Nguồn: REE, KBSV

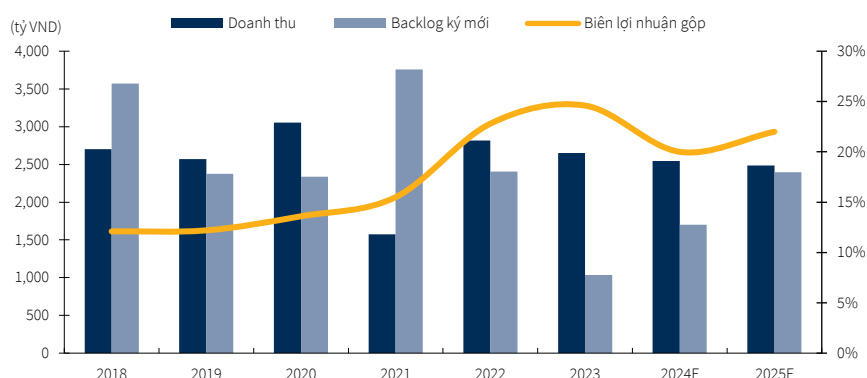
Mảng M&E: Tiếp tục ghi nhận doanh thu từ dự án sân bay Long Thành

Doanh thu Q3/24 của mảng M&E chứng kiến mức giảm so với cùng kỳ, đạt 551 tỷ VNĐ (-12% YoY). Dù vậy, tiến độ kí hợp đồng xây dựng sân bay Long Thành

được đẩy nhanh, giúp cho khối lượng backlog lũy kế ước đạt 3,902 tỷ VND, tăng 775 tỷ VND so với quý trước. LNST 9M dù thấp hơn 10 tỷ VND so với cùng kỳ, song lợi nhuận thu về Q3 tăng 37 tỷ so với Q2 cho thấy đà giảm trong việc thực hiện trích lập phải thu khó đòi các dự án.

Biểu đồ 6. Kết quả kinh doanh và dự phóng backlog ký mới

Chúng tôi dự phóng backlog ký mới năm 2024 của REE cho mảng M&E đạt 1,699 tỷ VND và sẽ giúp doanh thu đạt 2,478 tỷ VND từ mức nền thấp 2023. Nhìn sang 2025-2026, dưới kì vọng phục hồi của thị trường BĐS sau khi khung giá đất đã được ban hành, nguồn việc cho REE đến từ khu vực tư nhân sẽ trở sôi động hơn. Doanh thu sẽ đạt tăng trưởng kép ở mức 9.3% nhờ kí hợp đồng với các dự án BĐS mới và khối lượng lớn backlog được duy trì.



Nguồn: REE, KBSV

Thủy điện bước vào giai đoạn hồi phục từ Q2/24 nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi

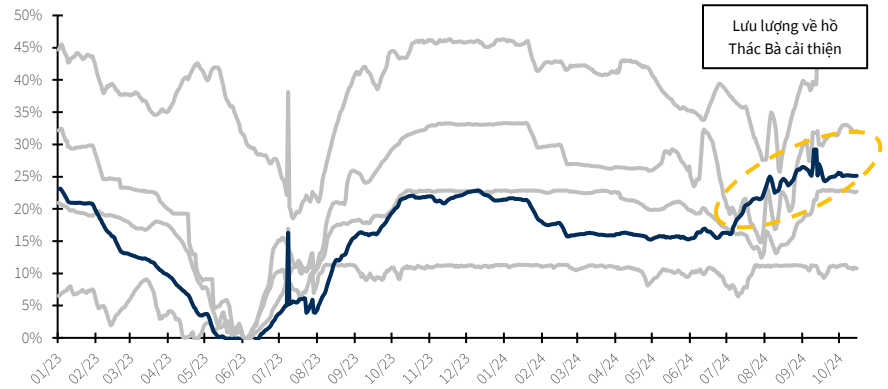
Trong Q3/24, mùa mưa diễn ra mạnh mẽ trên khu vực miền Trung và Tây Nguyên, song thời gian đến muộn hơn và tác động tới các khu vực là không đồng đều nên doanh thu từ VSH và TMP chỉ tăng trưởng nhẹ 13% YoY so với mức nền thấp của năm 2023.

Trong quý cuối năm 2024, dưới tác động của các đợt áp thấp nhiệt đới diễn ra thường xuyên hơn, đem về các đợt mưa kéo dài với cường độ lớn, dự kiến lưu lượng nước về hồ sẽ được cải thiện và hỗ trợ sản xuất của các nhà máy. Theo Viện Khoa học và Khí tượng Thủy văn, trong 3 tháng XI - I/2024/2025, tổng lượng mưa (TLM) có khả năng xấp xỉ bằng đến thấp hơn TBNN ở Bắc Bộ, Bắc Trung Bộ và xấp xỉ đến cao hơn TBNN ở Nam Trung Bộ, Tây Nguyên, Nam Bộ. Sản lượng thủy điện trước và sau điều chỉnh tỷ lệ sở hữu của REE trong năm 2024 ước đạt 5,290 triệu kWh và 2,900 triệu kWh (-14% YoY/-18% YoY). Giá bán điện trung bình trong cuối năm ước tính sẽ thấp hơn so với cùng kỳ chủ yếu bởi tỷ trọng đóng góp lớn hơn của sản lượng hợp đồng và giá điện thị trường giao ngay chưa có dấu hiệu cải thiện; do đó doanh thu điều chỉnh tỷ lệ sở hữu cho cả năm 2024 ước đạt 2,563 tỷ VND (-14.62% YoY).

Sang năm 2025, thủy điện sẽ trở thành trụ cột tăng trưởng của REE. Chúng tôi ước tính sản lượng điều chỉnh tỷ lệ sở hữu và doanh thu 2025 sẽ bứt phá so với 2024, lần lượt đạt 3,428 triệu kWh và 2,416 tỷ VND (+18.2% YoY/+1% YoY) nhờ: i) Lượng mưa các tháng đầu năm cải thiện nhờ hiệu ứng La Nina giúp thủy điện được tăng cường huy động cao hơn cùng kì trong nửa đầu năm và mực nước xấp xỉ dâng bình thường duy trì sản lượng huy động nửa cuối năm, ii) Giá nhiên liệu cho điện than và điện khí diễn biến đi ngang ổn định, iii) Tiêu thụ điện tiếp tục tăng trưởng ở mức 9%-10% YoY. Trong dài hạn, công suất phát điện của REE trong mảng thủy điện sẽ liên tục được củng cố, mới đây nhất là dự án thủy điện Trà Khúc 2 dự kiến bổ sung 30MW công suất và dự kiến đưa vào vận hành năm 2028.

Biểu đồ 7. Tỷ lệ cao hơn mức nước chết tại thủy điện Thác Bà và một số hồ thủy điện phía Bắc

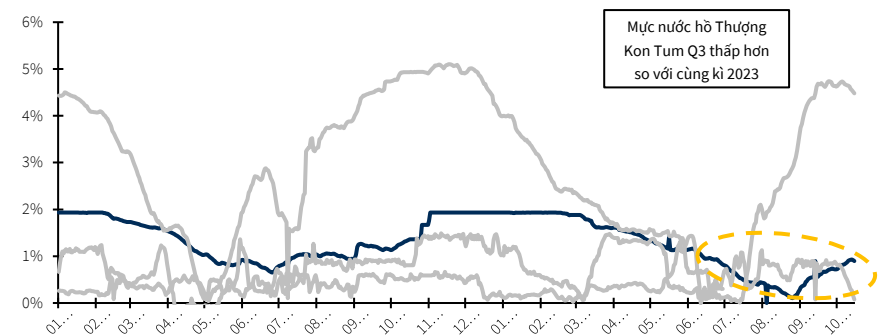
Tại phía Bắc, lượng mưa nhiều đi kèm với tác động của cơn bão Yagi đã khiến mực nước hồ Thác Bà chạm ngưỡng dâng bình thường (mức nước lớn nhất thiết kế của hồ thủy điện) và tăng cường xả nước qua tua bin giúp cho sản lượng điện tăng đột biến.



Nguồn: EVN, KBSV

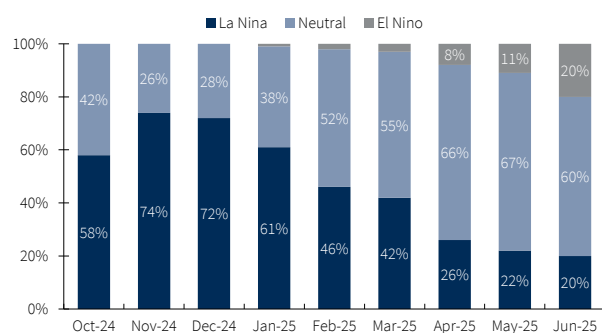
Biểu đồ 8. Tỷ lệ cao hơn mức nước chết tại thủy điện Thượng Kon Tum và một số hồ thủy điện khu vực Tây Nguyên

Tại khu vực Bình Định và Kon Tum nơi hoạt động chính của VSH, số liệu cho thấy lượng mưa khu vực thấp hơn từ 10-20% so với TBNN, khiến cho lưu lượng về hồ dưới mức phát điện của nhà máy. Dù lượng nước hồ có cải thiện hơn so với nửa đầu năm do các hồ chủ động tích nước, song lưu lượng thấp khiến thời gian huy động của nhà máy bị hạn chế.



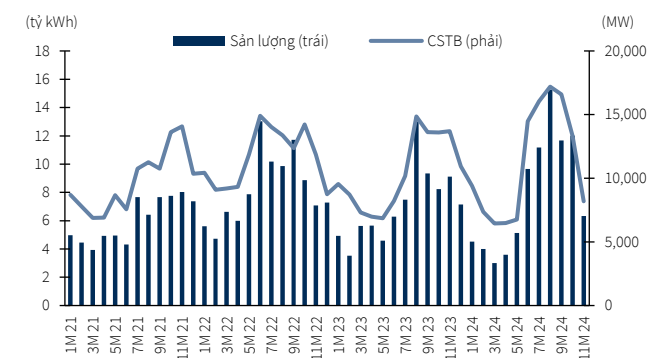
Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 9. Xác suất các pha thời tiết trong 2024-2025

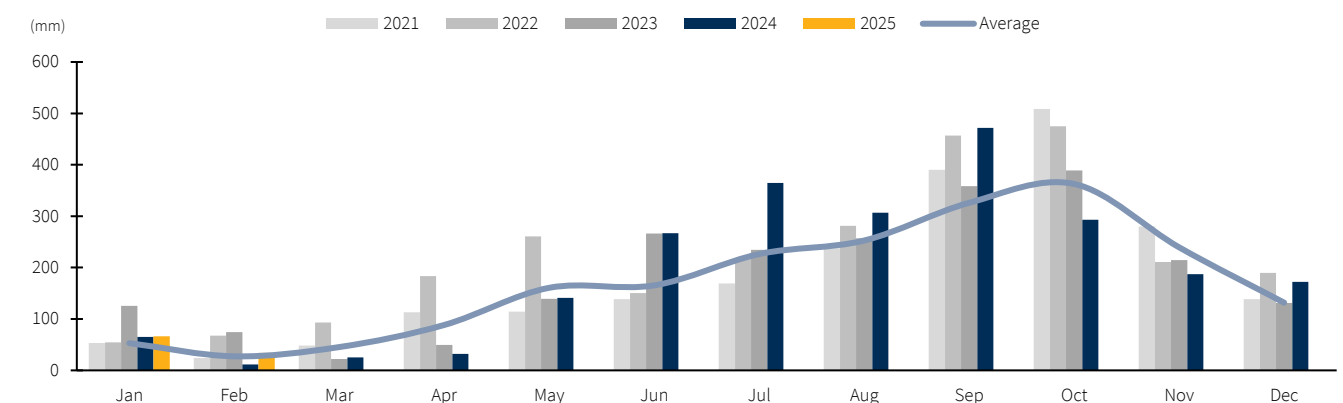


Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 10. Tổng sản lượng và công suất trung bình thủy điện toàn quốc đến T11/24



Nguồn: NSMO, KBSV

Biểu đồ 11. Dự báo lượng mưa cả nước trong tháng 11-12/4 và 1-2/25

Nguồn: IMHEN, KBSV

Năng lượng tái tạo: Màng kinh doanh hứa hẹn với tiềm năng mở rộng công suất trong dài hạn

Theo thông tin chính thức từ UBND Trà Vinh, REE đang đề xuất phê duyệt nghiên cứu bổ sung 3 dự án mới gồm: V3-5 (96 MW), V3-7 (200 MW) và V1-4 giai đoạn 2 (48 MW). Thời gian dự kiến cho việc nghiên cứu và khảo sát 3 dự án là 6 tháng, tuy nhiên thời gian thực tế để dự án được bổ sung quy hoạch có thể kéo dài hơn do dư địa để bổ sung các dự án điện gió tại Trà Vinh đến 2030 chỉ còn khoảng 260 MW (thấp hơn so với đề nghị 344 MW của REE). KBSV cho rằng có khả năng cao hơn để REE hoàn thành khảo sát và đầu tư xây dựng khoảng 150-200 MW trước năm 2030 đối với các dự án phù hợp với quy hoạch của tỉnh Trà Vinh. Ngoài ra, đối với dự án điện gió Duyên Hải (48 MW) mà REE thành công mua 70% cổ phần, UBND Trà Vinh đã cấp giấy phép môi trường cho dự án (thời hạn 10 năm), bảo đảm tiến độ vận hành thử nghiệm thu gom xử lý nước thải trong Q4/24 và bắt đầu tìm kiếm nhà thầu trong Q1/25.

Khung giá điện gió sớm được hoàn thiện là động lực thúc đẩy kí kết hợp đồng mua bán điện và tiến tới thực hiện dự án

Về tiến độ của việc công bố khung giá bán dành cho các dự án điện gió triển khai kể từ năm 2025 căn cứ theo TT 19/2023/BCT, Công ty Mua bán điện (EPTC) đã xây dựng và trình lên EVN xét duyệt khung giá các dự án điện gió trên bờ và gần bờ lần lượt là 1,610.56 VND/kWh và 1,890.68~1,902.08 VND/kWh (cao hơn 1.5%/4.1% so với khung giá chuyển tiếp). Khung giá được tính toán dựa trên thông số đầu vào của các dự án nhà máy điện gió chuyển tiếp đang thực hiện đàm phán giá điện và có báo cáo khả thi dự án được phê duyệt trong thời gian gần đây, nhờ vậy phản ánh tương đối chính xác chi phí mà chủ đầu tư bỏ ra và là cơ sở chắc chắn cho quyết định khung giá chính thức được ban hành trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng khung giá chính thức sẽ cần thời gian để EVN xét duyệt và trình lên Bộ Công thương xem xét nhằm công bố chính thức, dự kiến sẽ có hiệu lực trong Q1/2025. Khung giá điện gió mới là cơ sở pháp lý để chủ đầu tư đàm phán giá bán với EVN, nhanh chóng ký kết hợp đồng mua bán điện và thuận lợi trong việc thực hiện huy động vốn từ tổ chức tín dụng. Chúng tôi áp dụng mức giá bán thấp hơn khung giá chuyển tiếp dành cho các dự án điện gió REE dự kiến triển khai từ năm 2025, phản ánh mức giảm chi phí sản xuất điện gió trong dài hạn và khả năng sinh lời dự kiến thấp hơn vào khoảng 10% (so với 12-13% của các dự án hưởng giá FIT).

DỰ PHÓNG KQKD VÀ ĐỊNH GIÁ

Bảng 12. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	8,570	8,342	-3%	9,072	9%	
Năng lượng	4,170	3,464	-17%	3,472	0%	
Thủy điện	3,072	2,403	-22%	2,417	1%	2024: KQKD mảng thủy điện thấp hơn chủ yếu do sản lượng giảm trong nửa đầu năm và nửa cuối năm sẽ có sản lượng tương đương cùng kì. Mức sản lượng thấp hơn so với dự phóng cũ đến từ lượng nước về hồ thấp hơn so với kì vọng. 2025: KQKD mảng thủy điện trong năm 2025 tăng nhẹ so với 2024 do dự báo pha thời tiết La Nina sẽ kết thúc và chuyển sang pha trung tính trong 2Q25, trong khi mùa mưa chỉ diễn ra trong nửa cuối năm.
Điện mặt trời	256	254	-1%	276	9%	2024: Sản lượng điện mặt trời giảm do số giờ nắng điều chỉnh giảm trong năm 2024 khi tần suất mưa diễn ra thường xuyên. 2025: Từ 2025, sản lượng dần được cải thiện nhờ bổ sung công suất 6MW đưa vào từ cuối năm 2023 và 20 MW trong năm 2024.
Điện gió	842	807	-4%	779	-3%	
M&E	2,653	2,833	7%	2,658	-6%	
Cho thuê văn phòng	1,067	1,163	9%	1,404	21%	Doanh thu cải thiện nhờ tòa nhà E.Town 6 đưa vào vận hành với tỷ lệ lấp đầy trong năm 24/25 đạt 20%/60%.
BDS	-18	120	n.a	770	542%	Điều chỉnh tiến độ bàn giao dự án Light Square lùi sang năm 2025 với giá trị khoảng 770 tỷ VNĐ.
Nước	67	72	7%	76	6%	
Lợi nhuận gộp	3,710	3,270	-12%	3,470	6%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	43%	39%	-4 ppts	38%	-1 ppts	
Thu nhập tài chính	227	273	20%	331	21%	
Chi phí tài chính	-1,016	-903	-11%	-804	-11%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	877	934	6%	970	4%	
SG&A	-756	-774	2%	-793	2%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,954	2,496	-16%	2,677	7%	
Thu nhập khác	-8	-8	0%	-8	0%	
Lợi nhuận trước thuế	3,056	2,836	-7%	3,210	13%	
Lợi nhuận sau thuế	2,787	2,552	-8%	2,889	13%	
LNST công ty mẹ	2,188	2,041	-7%	2,311	13%	
<i>Biên LNST</i>	33%	31%	-2 ppts	32%	1 ppts	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 76,900 VND/cổ phiếu

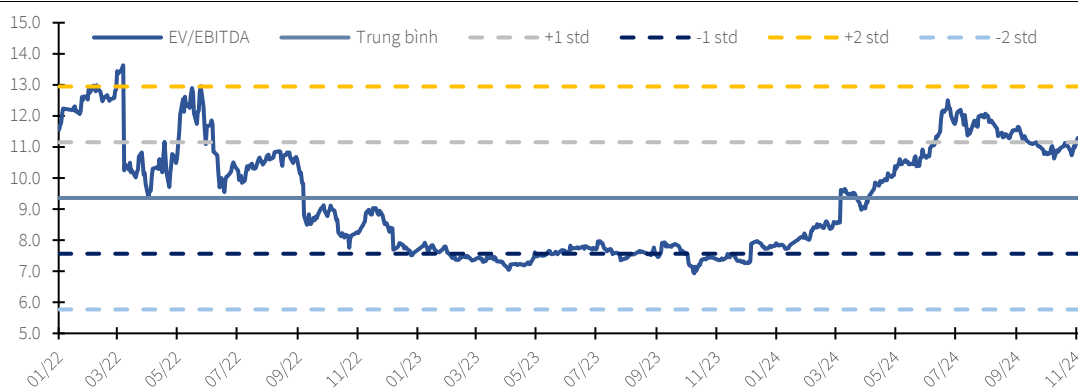
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu REE và đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu 76,900 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 13.4% so với giá đóng cửa ngày 06/12/2024. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro đặc thù của REE là tập đoàn đa ngành hoạt động trong nhiều mảng khác nhau.

Bảng 13. Định giá SOTP

(tỷ VND)	Phương pháp	Project NPV	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị của REE
Điện				26,564
Thủy điện	DCF	31,771	23-50%	20,115
Nhiệt điện	DCF	4,231	24-30%	1,030
Điện mặt trời	DCF	710	99.99%	710
Điện gió	DCF	4,653	50-100%	4,653
Phân phối điện (DTV)	BV	56	66.29%	56
Cho thuê văn phòng & BĐS				9,686
Các dự án hiện tại	Tỷ lệ hoàn vốn	7,908	100%	7,908
E.Town 6	DCF	1,778	100%	1,778
M&E	P/E	1,757	100%	1,757
Nước	P/E	3,699	20-44%	3,699
Đầu tư khác	BV	1,149		1,149
Tổng giá trị				42,855
(-) Vay nợ ròng công ty				-4,399
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				-3,452
Giá trị VCSH				35,004
Chiết khấu tập đoàn đa ngành				10%
Giá trị hợp lý				31,504
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				409.71
Giá trị cổ phiếu (VND)				76,900
Giá hiện tại (06/12/2024)				67,800
Upside (%)				13.4%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 14. Diễn biến EV/EBITDA của REE



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

REE – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2022A – 2025F

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần	9,372	8,570	8,342	9,072	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	33,914	34,912	35,274	36,415
Giá vốn hàng bán	-5,042	-4,860	-5,072	-5,602	TÀI SẢN NGẮN HẠN	8,573	9,524	11,111	11,541
Lãi gộp	4,330	3,710	3,270	3,470	Tiền và tương đương tiền	1,151	3,023	3,675	3,346
Thu nhập tài chính	187	227	273	331	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,749	1,132	1,948	1,800
Chi phí tài chính	-942	-1,016	-903	-804	Các khoản phải thu	4,013	3,780	3,794	4,349
Trong đó: Chi phí lãi vay	-883	-939	-903	-804	Hàng tồn kho, ròng	1,409	1,354	1,459	1,811
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	774	1,077	934	970	TÀI SẢN DÀI HẠN	25,341	25,388	24,163	24,874
Chi phí bán hàng	-89	-93	-98	-103	Phải thu dài hạn	33	17	17	17
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-578	-663	-676	-690	Tài sản cố định	15,842	14,917	13,880	15,616
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	3,682	3,242	2,800	3,174	Tài sản dở dang dài hạn	549	1,608	1,158	919
Thu nhập khác	-107	14	14	14	Đầu tư dài hạn	1,457	1,345	2,732	2,623
Chi phí khác	-44	-22	-22	-22	Lợi thế thương mại	583	513	0	0
Thu nhập khác, ròng	-63	36	36	36	NỢ PHẢI TRẢ	14,711	14,142	12,891	12,095
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	1	2	Nợ ngắn hạn	4,086	3,945	3,825	4,051
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	3,619	3,278	2,836	3,210	Phải trả người bán	650	619	499	725
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	7	23	-284	-321	Người mua trả tiền trước	810	707	707	707
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,515	2,787	2,552	2,889	Vay ngắn hạn	1,455	1,238	1,238	1,238
Lợi ích của cổ đông thiểu số	823	598	510	578	Nợ dài hạn	10,625	10,198	9,066	8,044
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,693	2,188	2,041	2,311	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	9,946	9,505	8,308	7,269
					VỐN CHỦ SỞ HỮU	19,204	20,770	22,383	24,320
					Vốn góp	3,564	4,097	4,712	4,712
					Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
					Lãi chưa phân phối	10,705	11,802	12,667	14,354
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	187	416	574	780
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,697	3,452	3,428	3,472

Chỉ số hoạt động				
	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46.2%	43.3%	39.2%	38.3%
Tỷ suất EBITDA	52.2%	49.2%	44.9%	44.7%
Tỷ suất EBIT	39.1%	34.5%	29.9%	29.5%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	41.4%	35.7%	34.0%	35.4%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	39.3%	37.8%	33.6%	35.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	37.5%	32.5%	30.6%	31.8%

Báo cáo Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)				
	2022	2023	2024F	2025F
Lãi trước thuế	3,879	3,056	2,836	3,210
Khấu hao TSCĐ	1,225	1,264	1,248	1,379
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-783	-1,207	-1,301	-1,219
Chi phí lãi vay	888	943	903	804
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	5,003	4,480	3,780	4,092
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-771	-221	-14	-555
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-623	21	-105	-352
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	126	-137	-120	226
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	0	-22	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-2,153	-1,291	-1,187	-1,125
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,569	2,817	2,354	2,286
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-738	-873	-1,144	-2,764
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	27	15	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,155	-699	-2,186	-1,222
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	2,114	1,370	1,370	1,370
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-738	-279	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	32	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	722	1,075	2,345	1,992
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-768	642	385	-624
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	1	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	1,827	2,889	-1,197	-1,039
Tiền trả các khoản đi vay	-2,735	-3,590	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-574	-886	-890	-952
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-1,481	-1,588	-2,087	-1,991
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-680	1,872	652	-329
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,831	1,151	3,023	3,675
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,151	3,023	3,675	3,346

Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
Chỉ số định giá				
P/E	10.2	14.4	16.6	15.7
P/E pha loãng	10.2	14.4	16.6	15.7
P/B	1.8	1.8	1.9	1.7
P/S	2.9	3.7	4.3	4.0
P/Tangible Book	1.8	1.8	1.9	1.7
P/Cash Flow	17.5	11.2	15.4	15.9
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	8.5	10.1	12.2	11.1
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	11.3	14.4	18.2	16.7
Hiệu quả quản lý				
ROE%	18.3%	13.4%	11.4%	11.9%
ROA%	10.4%	8.0%	7.2%	7.9%
ROIC%	12.2%	10.1%	8.6%	8.9%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.7	1.1	1.5	1.3
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.7	2.0	2.5	2.3
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.1	2.4	2.9	2.9
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.5	0.5	0.4	0.3
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.2	0.2
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.8	0.7	0.6	0.5
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.4	0.4	0.3
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.7	2.2	2.2	2.2
Hệ số quay vòng HTK	4.6	3.5	3.5	3.1
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.4	3.2	3.2	3.4

Nguồn: KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

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

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

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

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

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

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

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

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

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