

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

Diện mạo cải thiện của các mảng kinh doanh

22/06/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
thuannd@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận 1Q2024 của REE tăng trưởng kém tích cực

Doanh thu 1Q2024 đạt 1,842 tỷ VND (-22% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 480 tỷ VND (-35% YoY), với đóng góp chính của mảng năng lượng. Trong đó, doanh thu và lợi nhuận của mảng năng lượng ghi nhận kết quả kém tích cực, đạt 928 tỷ VND và 258 tỷ VND (-40.12% YoY và -49.9% YoY) do thủy điện ghi nhận sản lượng sụt giảm mạnh. Lãi từ LDLK cũng ghi nhận giảm 42% YoY do danh mục thủy điện và nước giảm.

Mảng điện: Nhiệt điện và năng lượng tái tạo bù đắp sụt giảm doanh thu từ thủy điện

Sản lượng điện của REE sụt giảm mạnh trong bối cảnh danh mục thủy điện với tỷ trọng cao trong công suất phát điện của REE là đối tượng của Chính phủ trong việc tích trữ nước nhằm phục vụ nhu cầu sử dụng điện trong mùa cao điểm. Dù vậy, kết quả kinh doanh tích cực của điện gió và điện mặt trời trong Q1/24 đã phần nào bù đắp được tác động từ sụt giảm sản lượng thủy điện.

Mảng Bất động sản và cho thuê văn phòng: Kỳ vọng hạch toán doanh thu GD1 dự án Light Square trong 2024

Về mảng bất động sản, REE tự tin sẽ hoàn thành việc bàn giao nhà cho khách hàng vào cuối tháng 3 với việc bán 100% căn hộ thấp tầng trong giai đoạn 1 và dự kiến ghi nhận khoảng 312 tỷ VND lợi nhuận trong năm 2024. Ngoài ra việc đưa dự án ETown 6 vào nửa sau 2024 sẽ giúp REE nhanh chóng đạt tỷ lệ lấp đầy khoảng 20% trong bối cảnh giao dịch văn phòng tại các thành phố lớn gia tăng.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 79,100 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 MUA đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 79,100 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 23.1% so với giá tại ngày 22/06/2024.

MUA DUY TRÌ

Giá mục tiêu	VND79,100
Tổng mức sinh lời (%)	23.1%
Giá hiện tại (24/06/2024)	VND64,250
Giá mục tiêu thị trường	VND68,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	29.9/1.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	26.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	69.6/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	49.01%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (34.93%)

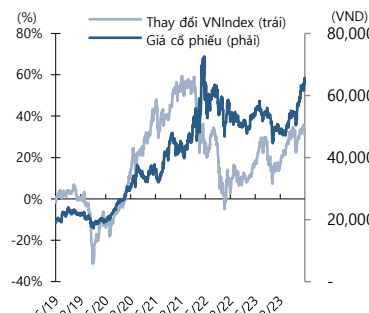
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	15.2	30.4	20.4	16.3
Tương đối	16.3	18.2	13.3	5.2

Dự phóng KQKD & định giá

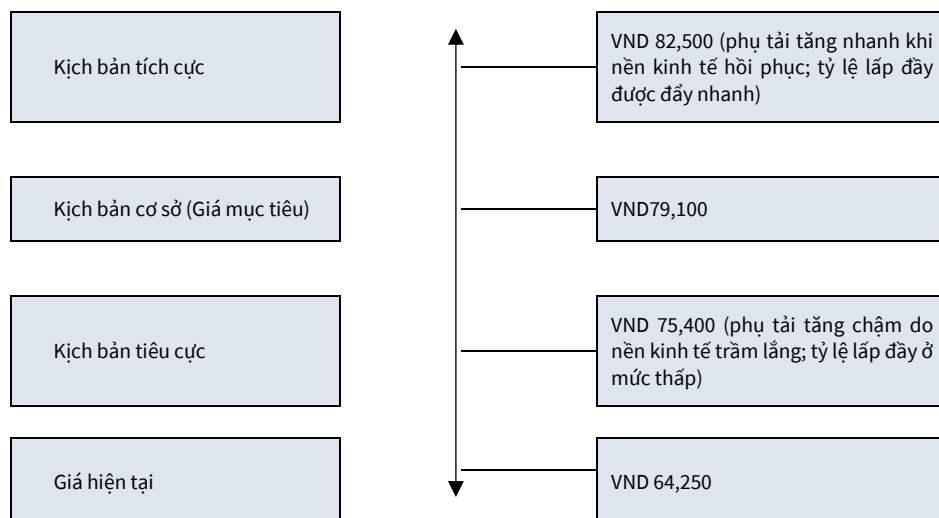
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	9,372	8,570	8,857	8,278
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	3,663	2,954	3,003	2,949
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,693	2,188	2,379	2,334
EPS (VND)	7,576	5,354	6,234	6,546
Tăng trưởng EPS (%)	26.2	-29.3	16.0	5.0
P/E (x)	10.6	14.9	12.8	12.2
P/B (x)	1.5	1.6	1.2	1.1
ROE (%)	18.3	13.4	12.3	11.1
Tỷ suất cổ tức (%)	1.3	1.6	3.5	1.9

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở:

- 1) Sản lượng điện thương phẩm đạt 4,67 tỷ kWh
- 2) Biên lợi nhuận gộp đạt 43.46%
- 3) Tỷ lệ lấp đầy văn phòng đạt 85.15%

Kịch bản tích cực:

- 1) Sản lượng điện thương phẩm đạt 5.89 tỷ kWh
- 2) Biên lợi nhuận gộp đạt 45.78%
- 3) Tỷ lệ lấp đầy văn phòng đạt 87.65%

Kịch bản tiêu cực:

- 1) Sản lượng điện thương phẩm đạt 3.85 tỷ kWh
- 2) Biên lợi nhuận gộp đạt 42.17%
- 3) Tỷ lệ lấp đầy văn phòng đạt 82.35%

Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	9,910	9,780	8,857	8,278	-11%	-15%
EBIT	3,399	3,355	3,003	2,949	-12%	-12%
LNST công ty mẹ	3,261	3,218	2,379	2,349	-27%	-27%

Nguồn: KBSV ước tính

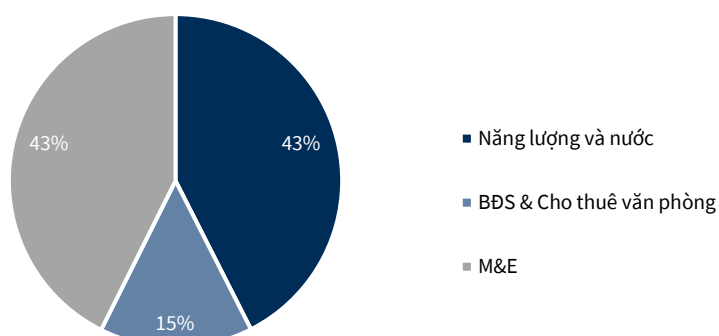
Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	8,857	8,278	8,414	8,954	5%	-8%
EBIT	3,003	2,949	3,058	3,579	-2%	-18%
LNST công ty mẹ	2,379	2,349	3,246	3,767	-27%	-38%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

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

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

KẾT QUẢ KINH DOANH 1Q2024

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 1/2024 giảm 22% YoY và 35% YoY

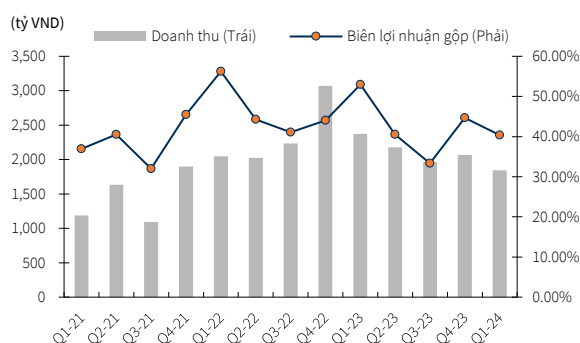
Trong Quý 1/2024 REE ghi nhận kết quả kinh doanh kém tích cực với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 1,842 tỷ VNĐ (-22% YoY) và 480 tỷ VNĐ (-35% YoY). Trong đó, mảng điện chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng doanh thu đối mặt với khó khăn toàn ngành, khiến cho doanh thu doanh thu Quý 1/2024 đạt 928 tỷ VNĐ (-40.12% YoY), chiếm 50.38% tổng doanh thu Quý 1. Nguyên nhân chính bởi đa số các hồ thủy điện mà REE đặt nhà máy đều được chỉ đạo tích trữ nước nhằm phục vụ nhu cầu điện tăng cao trong mùa cao điểm vào Q2-Q3/24.

Tổng sản lượng điện tăng trưởng tích cực nhờ các nhà máy thủy điện và năng lượng tái tạo

Tổng sản lượng điện thương phẩm Q1/24 của các nhà máy do REE sở hữu đạt 2,450 triệu kWh (+8.94% YoY). Trong đó, dù sản lượng của thủy điện ghi nhận kém khả quan đạt 954 triệu kWh, (-31.31% YoY), song sản lượng đã được bù đắp từ điện than, điện gió và điện mặt trời, đạt lần lượt 1,274 triệu kWh, 144 triệu kWh và 78 triệu kWh. Tốc độ gió lớn hơn ở khu vực phía Nam trong khoảng tháng 11 đến tháng 2 năm sau là điều kiện thuận lợi cho các tuabin gió hoạt động hiệu suất cao hơn, qua đó giúp hiệu suất điện gió đang vận hành của REE đạt mức cao kỷ lục 68.57%.

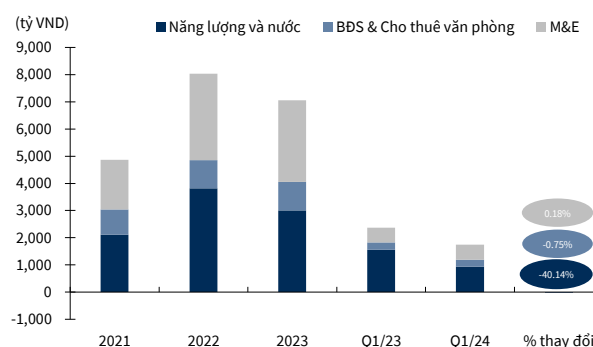
Mảng nhiệt điện ghi nhận 1,274 triệu kWh (+95.09% YoY), tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp Q1/2023 nhờ tổ máy Phả Lại vận hành trở lại và được huy động đạt hiệu suất cao trong bối cảnh giá than hạ nhiệt từ mức đỉnh của năm 2023 hỗ trợ giảm chi phí đầu vào. REE đồng thời cũng bổ sung 30MW công suất thủy điện thông qua hoàn thành mua lại dự án Trà Khúc 2 với số vốn đầu tư khoảng 1,200 tỷ đồng. Dự án đã hoàn thành xong 96% công tác giải phóng mặt bằng và dự kiến khởi công xây dựng ngay trong Q2/24.

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh REE, 2021-2024 (tỷ VNĐ)



Nguồn: REE, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của REE, 2021-2024 (tỷ VNĐ)



Nguồn: REE, KBSV

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Q1/2024

(tỷ VND)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,372	1,842	-22.34%	Doanh thu hợp nhất của mảng Năng lượng đạt 858 tỷ VND, giảm 39% so với cùng kỳ, chủ yếu là do sản lượng thủy điện trong kỳ đạt được thấp hơn so với cùng kỳ năm trước làm ảnh hưởng đến doanh thu của nhóm thủy điện – nhóm chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của mảng Năng lượng.
Năng lượng	1,411	858	-39.19%	
Thủy điện	1,066	474	-55.53%	
Điện mặt trời	284	314	10.56%	
Điện gió	61	70	14.75%	
M&E	547	548	0.18%	Doanh thu đi ngang và được duy trì nhờ REE đang thực hiện gói thầu lớn tại Dự án đầu tư xây dựng Cảng hàng không Quốc tế Long Thành. Hiện lượng backlog cuối quý 1 đạt 2,659 tỷ VND. Mảng bán điều hòa ghi nhận doanh thu tăng 17.8% do mùa nắng nóng năm nay đến sớm.
Cho thuê văn phòng	134	137	2.24%	
BDS	-4	-5	25.00%	Các dự án BĐS đang trong giai đoạn xây dựng và dần hoàn thiện nên chưa ghi nhận doanh thu trong Q1/24.
Nước	109	67	-38.53%	Doanh thu nước sụt giảm do tổng sản lượng nước xử lý trong kỳ thấp hơn so với năm ngoái đến từ sản lượng thương phẩm giảm nhẹ của nhà máy nước Sông Đà.
Sản lượng				
Màng điện	2,249	2,450	8.94%	
Nhiệt điện	653	1,274	95.10%	Sản lượng nhiệt điện từ 2 nhà máy điện than PPC và NBP tăng mạnh do EVN tăng cường huy động điện than trong Q1.
Thủy điện	1,389	954	-31.32%	Mức nước về hồ thấp hơn ở cả 3 miền khiến cho sản lượng nước qua tuabin sụt giảm.
Điện mặt trời	74	78	5.41%	Công suất vận hành thương mại tăng thêm 6 MWp giúp sản lượng được cải thiện.
Điện gió	133	144	8.27%	Tốc độ gió tại khu vực Trà Vinh và Bình Thuận đều ghi nhận cải thiện hơn cùng kỳ.
Cho thuê văn phòng				
Diện tích cho thuê	198,218	198,218	0.00%	
Tỷ lệ lấp đầy	96.90%	92.80%	-4 ppts	
Lợi nhuận gộp	1,254	741	-40.91%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	52.87%	40.23%	-13 ppts	
Thu nhập tài chính	59	70	18.64%	
Chi phí tài chính	-256	-223	-12.89%	Chi phí tài chính giảm do doanh nghiệp tăng trả nợ vay và mặt bằng lãi suất thấp hơn
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	209	121	-42.11%	
SG&A	-121	-115	-4.96%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,145	595	-48.03%	Sản lượng thủy điện của các công ty liên doanh liên kết dẫn đến lợi nhuận LDLK sụt giảm.
Thu nhập khác	-2	0	N.A	
Lợi nhuận trước thuế	1,152	599	-48.00%	
Lợi nhuận sau thuế	1,055	549	-47.96%	
LNST công ty mẹ	745	480	-35.57%	
<i>Biên LNST</i>	44.48%	29.80%	-15 ppts	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ 2024

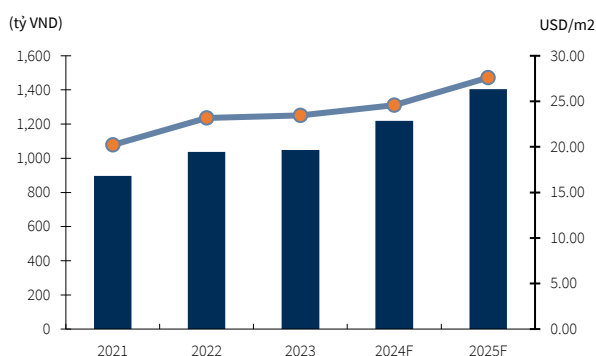
Mảng BĐS & cho thuê văn phòng: E.Town 6 đưa vào vận hành và kỳ vọng hạch toán doanh thu GĐ1 dự án Light Square trong 2024

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của mảng cho thuê văn phòng lần lượt đạt 263 tỷ VND (-0.75% YoY) và 137 tỷ VND (+2.2% YoY) đến từ sụt giảm của tỷ lệ lấp đầy các tòa nhà văn phòng cho thuê đạt 92.8% (giảm 4.1% so với mức 96.9% của Q1/23) được bù đắp bởi giá thuê trung bình tăng nhẹ so với mặt bằng thị trường. Sang Q2/24 và nửa cuối năm 2024, chúng tôi cho rằng việc đưa vào vận hành E.Town 6 sẽ hỗ trợ dòng tiền kinh doanh tích cực cho REE khi đây là dự án văn phòng hạng B mới đưa vào sử dụng của năm 2024 tại TP.HCM và sẽ hưởng lợi từ mức giá thuê 26 USD/tháng (+2% svck), theo CBRE. Do lùi thời gian vận hành sang Q2/24 so với dự kiến ban đầu là Q1/24, dự án được kỳ vọng hoạt động với tỷ lệ lấp đầy khoảng 20% trong năm 2024 và tăng dần lên mức 60%, 85% trong 2 năm tới, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu văn phòng được tăng cường bởi nhóm khách ngành Tài chính/Ngân hàng/Bảo hiểm và Sản xuất chiếm tỷ lệ cao trong số giao dịch Q1/24 đang tích cực mở rộng tại Việt Nam. Ước tính doanh thu và LNST của mảng cho thuê văn phòng trong năm 2024 sẽ đạt 1,219 tỷ VND (+14.24% YoY) và 664.47 tỷ VND (+23.5% YoY).

REE cũng cho biết doanh nghiệp đang có kế hoạch bổ sung thêm tòa nhà văn phòng tại Phú Hữu (TP.HCM) có diện tích cho thuê khoảng 33.000 m2. Dự án sẽ hoàn tất thủ tục trong năm 2024, khoảng giữa 2025 khởi công và hoàn tất năm 2026, đưa vào vận hành từ 2027.

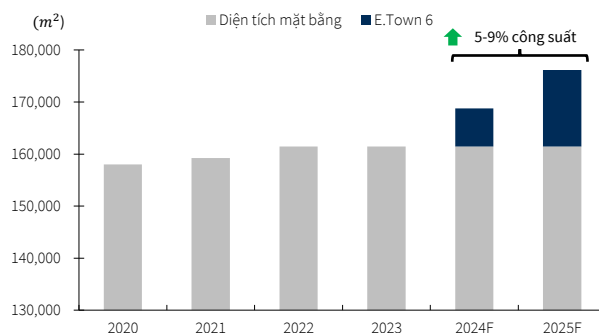
Trong 2024, dự án nhà ở thương mại The Light Square, được khởi công xây dựng GĐ1 từ Q2/2023, mở bán chính thức từ T1/24 và dự kiến bàn giao trong Q2/24. GĐ1 của dự án bao gồm 4 dãy nhà phố (44 căn nhà phố liền kề, 7 căn villa) nằm trên trục đường Lý Bôn, Thái Bình, gần nhiều trường học, bệnh viện và các cơ quan ban ngành. Ban Lãnh đạo trong cuộc họp ĐHCĐ cũng tuyên bố sẽ hoàn thành việc bàn giao nhà cho khách hàng vào cuối tháng 3 với việc bán 100% căn hộ thấp tầng trong giai đoạn 1. Với ước tính giá bán trung bình 15 tỷ cho nhà phố liền kề diện tích từ 80-90m2, và 28 tỷ cho villa diện tích từ 170m2, chúng tôi dự kiến tổng doanh thu GĐ1 của dự án sẽ đạt 890 tỷ VND, LN ròng đạt 312 tỷ VND với biên LN duy trì khoảng 35%.

Biểu đồ 3. Dự phóng doanh thu và giá cho thuê trung bình của mảng thuê văn phòng



Nguồn: REE, KBSV

Biểu đồ 4. Diện tích mặt bằng cho thuê sau khi dự án E.Town 6 đi vào vận hành

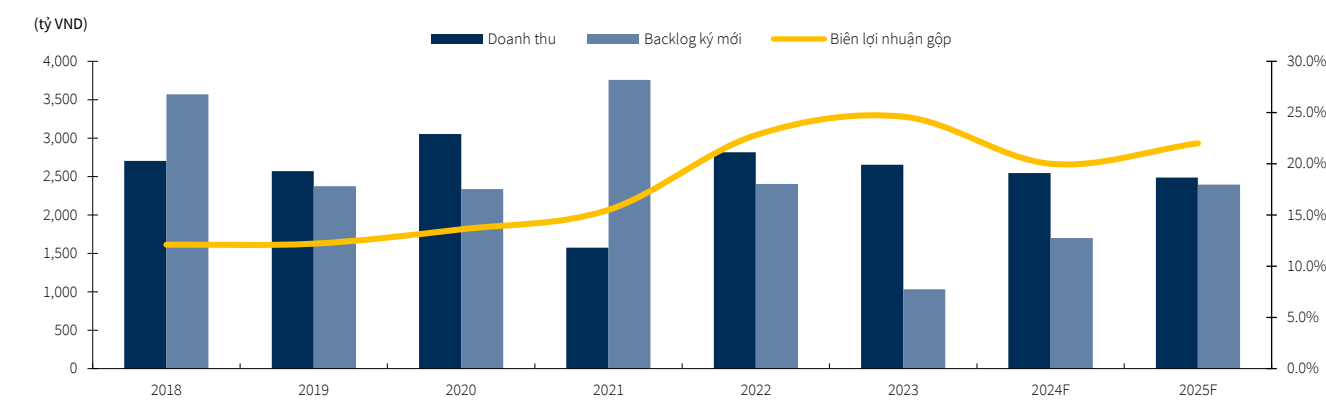


Nguồn: REE, KBSV

Mảng M&E: Vượt qua giai đoạn ảm đạm với việc hướng tới các dự án đầu tư công

Doanh thu Q1/24 của mảng M&E đi ngang đạt 548 tỷ VND (0% YoY), tuy nhiên chứng kiến LNST bật tăng mạnh mẽ đạt 24 tỷ VND (50% YoY) nhờ vào giảm bớt gánh nặng lãi vay và tối ưu chi phí quản lý. Chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp đang từng bước cải thiện hoạt động của mảng này bất chấp những khó khăn chậm trễ triển khai các dự án nhà ở thương mại, khách sạn cao cấp, nhờ chiến lược tập trung vào các công trình đầu tư công vô cùng đúng đắn. Trong Q1/24, doanh nghiệp ký thêm những hợp đồng thầu phụ cơ điện tử dự án đầu tư xây dựng Cảng hàng không Quốc tế Long Thành, giá trị backlog tính đến cuối Q1/24 đạt 2,659 tỷ VND, qua đó đảm bảo nguồn việc cho doanh nghiệp. Với quan điểm doanh nghiệp sẽ tiếp tục duy trì khối lượng công việc lớn từ dự án sân bay Long Thành và tích cực tìm kiếm các cơ hội mới đón đầu đà hồi phục của ngành BĐS, chúng tôi dự phóng backlog ký mới năm 2024 của REE cho mảng M&E đạt 1,104 tỷ VND và sẽ giúp doanh thu 2,306 tỷ VND.

Biểu đồ 5. Kết quả kinh doanh dự phóng và backlog ký mới



Nguồn: REE, KBSV

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

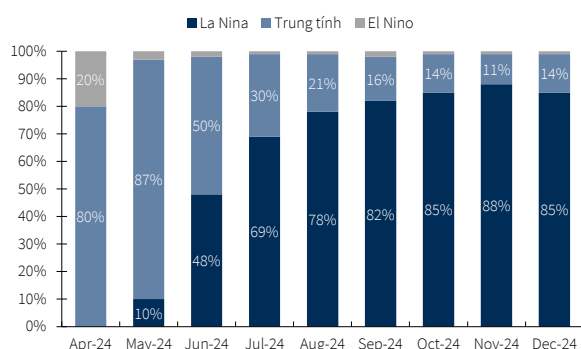
Sau kết quả kinh doanh kém ấn tượng của mảng thủy điện trong Q1/24, chúng tôi tin rằng diễn biến rõ ràng hơn của hình thái thời tiết La Nina trong các tháng còn lại năm 2024 sẽ là thời điểm thuận lợi cho các nhà máy thủy điện khi các hồ chứa được bổ sung nước từ lượng mưa gia tăng sẽ dần được huy động phát điện trở lại. Việc thủy điện được tăng cường huy động trong mùa cao điểm tiêu thụ điện sẽ giúp các nhà máy này duy trì công suất truyền tải ở mức cao trong thời gian kéo dài và là điều kiện vận hành thuận lợi bởi đặc thù của thủy điện là thời gian khởi động thường kéo dài với chi phí khởi động tuabin cao hơn nhà máy nhiệt điện khác.

Theo đó, trong tháng 5/2024, tổng lượng mưa (TLM) trên cả nước tập trung chính tại các khu vực Bắc Bộ, Trung Trung Bộ, một số nơi tại Nam Trung Bộ và miền Đông Nam Bộ khiến cho lượng mưa tại đây xấp xỉ đến cao hơn từ 30-60%, có nơi cao hơn từ 80-100% so với trung bình nhiều năm (TBNN). Cùng thời điểm này, sản lượng thủy điện trong 2 tháng đầu Q2/2024 đạt trung bình 15,599 triệu kWh (cao hơn 13.22% trung bình tháng của Q1), đóng góp 62% tổng lượng điện huy động. Cho tháng 7-9/2024, lượng mưa được dự báo sẽ phân bố đều tại các khu vực, với lượng mưa tại Bắc, Trung và Nam Bộ lần lượt cao hơn 5-10%, 10-30%, 5-15% TBNN, qua đó cải thiện nguồn nước tới các

sông và hỗ trợ sản lượng cho nhà máy thủy điện.

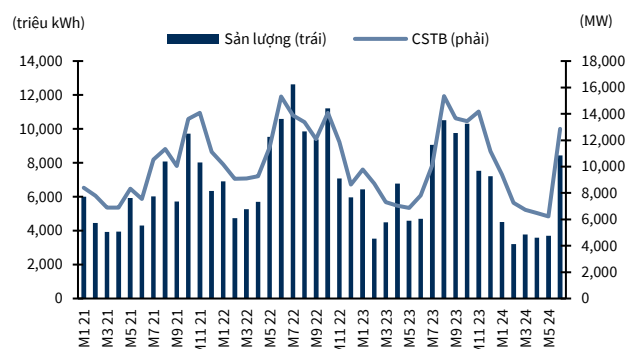
Từ những luận điểm trên, chúng tôi dự phóng sản lượng và doanh thu của mảng thủy điện sẽ bắt đầu hồi phục mạnh mẽ kể từ Q2 sau giai đoạn đầu năm sụt giảm, qua đó ghi nhận doanh thu 2024 đạt 2,927 tỷ VND (-4.72% YoY), với tổng sản lượng các nhà máy thủy điện đạt 5,692 triệu kWh (-6.94% YoY). Ngoài ra, giá bán điện trung bình sẽ được duy trì nhờ giá trên thị trường cạnh tranh được neo ở mức cao và ổn định sẽ bù đắp cho việc giảm đóng góp của thủy điện trên thị trường này. 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 6. Xác suất các pha thời tiết trong 2024 (%)



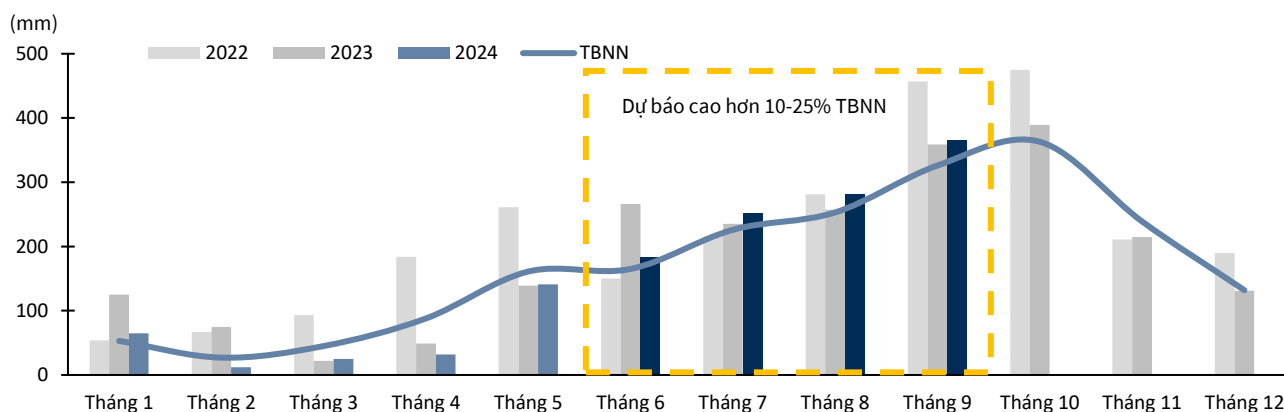
Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 7. Tổng sản lượng và công suất trung bình thủy điện toàn quốc



Nguồn: NLDC, KBSV

Biểu đồ 8. Dự báo lượng mưa cả nước trong tháng 6-9/2024



Nguồn: IMHEN, KBSV

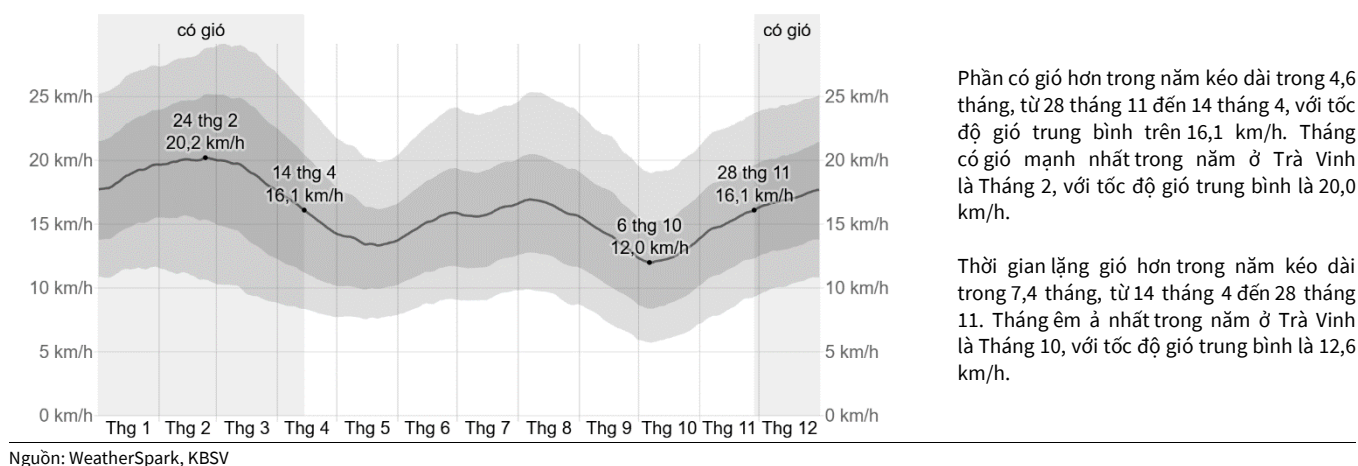
Năng lượng tái tạo: Ghi nhận những cải thiện tích cực trong kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh của mảng năng lượng tái tạo có mức bật tăng đáng kể với doanh khả quan trong Q1/24 với doanh thu và LNST lần lượt đạt 384 tỷ VND (+11.3% YoY) và 163 tỷ VND (+50.92% YoY). Kết quả tích cực này diễn biến khi hậu thuận lợi giúp cho tốc độ gió tại khu vực đặt 2 nhà máy Trà Vinh V1-3 và CTCP Phong điện Bình Thuận tăng lên, qua đó cải thiện hiệu suất hoạt động của Tuabin. Về mảng điện mặt trời, mùa hè năm nay đến sớm hơn so với mọi

nằm nên mức độ bức xạ được tăng cường trong Q1, giúp cho sản lượng điện mặt trời cải thiện.

Chúng tôi cho rằng 2H2024 sẽ tiếp tục là giai đoạn kinh doanh thuận lợi cho mảng điện tái tạo của REE nhờ: (1) Tốc độ gió tại khu vực đặt 2 nhà máy điện gió sẽ duy trì cao hơn so với cùng kỳ, (2) Mặt bằng lãi suất thấp hỗ trợ giảm chi phí vay cho các nhà máy. Trong giai đoạn 2023-2024, kế hoạch phát triển năng lượng tái tạo theo QHĐ8 đang không theo đúng tiến độ đề ra do khó khăn trong việc xác định giá bán chuyển tiếp bị trì hoãn, kéo theo các dự án chưa đưa vào vận hành để đợi mức giá cao hơn. Điều này ảnh hưởng lớn đến kế hoạch mở rộng công suất năng lượng tái tạo mà REE đặt ra và thực hiện trong giai đoạn đến 2028, vậy nên mảng NLTT sẽ duy trì dòng tiền và chưa đem lại lợi nhuận đột biến trừ khi những quy định mới được đưa ra.

Biểu đồ 9. Tốc độ gió tại Trà Vinh thường cao hơn so với trung bình năm vào tháng 12 – tháng 3 năm sau



Điện than – Sản lượng phát điện tích cực cải thiện trong ngắn hạn

Hiện nay, REE đang góp vốn sở hữu 2 nhà máy nhiệt điện than là Nhiệt điện Phả Lại (PPC) và nhiệt điện Ninh Bình (NBP) với tổng công suất thiết kế là 1,140 MW. Trong Q1/24, điện than được tăng cường huy động, giúp sản lượng nhiệt điện của REE đạt 1,274 tỷ kWh (95.09% YoY). Trong 1H/2024, chúng tôi đánh giá điện than sẽ duy trì tăng trưởng sản lượng huy động nhờ thủy điện duy trì tích trữ nước; trong khi giá than duy trì xu hướng hạ nhiệt từ đỉnh năm 2023 sẽ thúc đẩy lượng than Việt Nam nhập khẩu cho sản xuất điện. Với thuận lợi của mình về vị trí trong việc truyền tải điện năng tại miền Bắc và công suất lớn, Phả Lại sẽ tiếp tục được duy trì huy động phát điện nhằm đáp ứng nhu cầu điện tăng cao vào mùa cao điểm, qua đó đóng góp 1,200 kWh vào tổng sản lượng điện trong Q2/24 của REE.

Từ nửa cuối năm 2024, do thời tiết dần chuyển sang pha La-Nina, đem lại lượng mưa cao hơn và hỗ trợ sản lượng huy động từ thủy điện, tăng trưởng huy động điện than sẽ thấp hơn so với nửa đầu năm, song tiếp tục tăng trưởng dương so với cùng kỳ do điện than là nguồn điện có công suất phát điện ổn định nên tiếp tục giữ tỷ trọng cao trong tổng sản lượng điện, giúp sản lượng và LNST cả năm ước đạt 4,180 triệu kWh (+8.3% YoY) và 96 tỷ VND (+11.62%).

Bảng 2. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	8,570	8,857	3.35%	
Năng lượng	4,170	4,073	-2.33%	
Thủy điện	3,072	2,945	-4.13%	Sản lượng thủy điện điều chỉnh cho tỷ lệ sở hữu đạt 3,315 triệu kWh, thấp hơn svck do mực nước về các hồ khu vực miền Trung ở mức thấp khiến cho sản lượng điện của các nhà máy đóng góp chính doanh thu giảm. Dự kiến sản lượng 3 quý còn lại của 2024 sẽ hồi phục nhẹ so với đầu năm và tăng trưởng dương so với cùng kỳ năm ngoái.
Điện mặt trời	256	266	3.91%	Sản lượng điện mặt trời tăng do công suất bổ sung 6MW đưa vào từ cuối năm 2023 sẽ tăng công suất, ngoài ra kỳ vọng 20 MW sẽ được bổ sung trong năm 2024.
Điện gió	842	862	2.38%	
M&E	2,653	2,545	-4.07%	Doanh thu M&E giảm do giá trị hợp đồng ký mới sụt giảm từ bối cảnh khó khăn chung thị trường BĐS, kéo theo backlog dự kiến giảm
Cho thuê văn phòng	1,067	1,219	14.25%	Doanh thu cải thiện nhờ tòa nhà E.Town 6 đưa vào vận hành với tỷ lệ lấp đầy trong năm đạt 20%
BDS	-18	890	N.A	Dự kiến ghi nhận doanh thu từ GD1 dự án Light Square trị giá 890 tỷ VND
Nước	67	72	7.46%	
Lợi nhuận gộp	3,710	3,830	3.23%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	43.29%	43.24%	0 ppts	
Thu nhập tài chính	227	272	19.82%	
Chi phí tài chính	-1,016	-984	-3.15%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	877	976	11.29%	Doanh thu từ các công ty liên kết cải thiện do lợi nhuận cho cổ đông thiểu số tốt hơn từ mảng nhiệt điện
SG&A	-756	-827	9.39%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,954	3,003	1.66%	
Thu nhập khác	-8	-8	0.00%	
Lợi nhuận trước thuế	3,056	3,303	8.08%	
Lợi nhuận sau thuế	2,787	2,973	6.67%	
LNST công ty mẹ	2,188	2,379	8.73%	
<i>Biên LNST</i>	32.52%	33.57%	1 ppts	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

ĐỊNH GIÁ

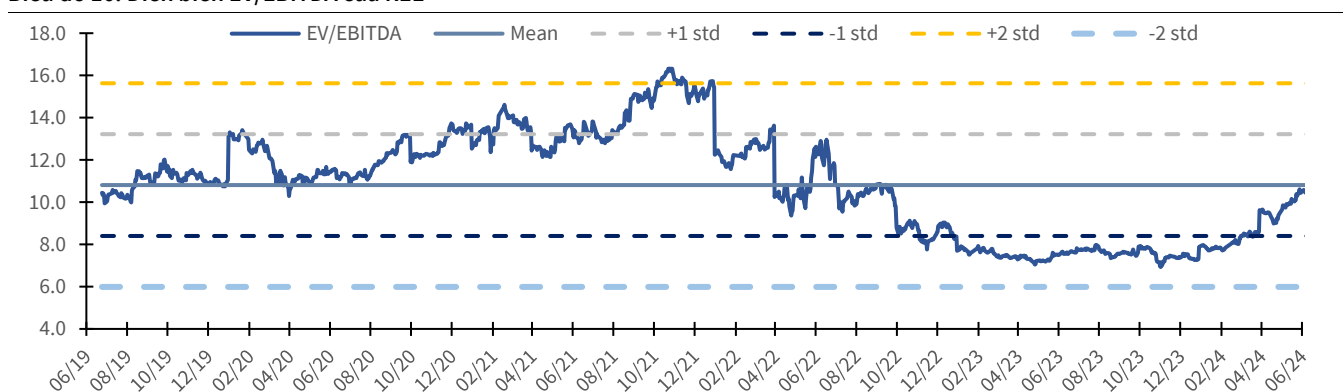
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu REE và đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 79,100 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 23.1% so với giá đóng cửa ngày 22/06/2024. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro đặc thù của REE là tập đoàn đa ngành hoạt động trong nhiều mảng khác nhau.

Bảng 3. Định giá SOTP

Định giá	Phương pháp	Project NPV	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị của REE
Điện				19,891
Thủy điện	DCF	32,395	23-50%	12,813
Nhiệt điện	DCF	6,415	24-30%	1,521
Điện mặt trời	DCF	842	99.99%	842
Điện gió	DCF	5,065	50-100%	4,659
Phân phối điện (DTV)	BV	56	66.29%	56
Cho thuê văn phòng & BĐS				10,045
Các dự án hiện tại	Tỷ lệ hoàn vốn	8,291	100.00%	8,291
E.Town 6	DCF	1,754	100.00%	1,754
M&E	P/E	1,578	100.00%	1,578
Nước	P/E	3,699	20-44%	3,699
Đầu tư khác	BV	1,149		1,149
Tổng giá trị				36,362
(-) Vay nợ ròng công ty mẹ tại 31/03/2024				-361
Giá trị VCSH				36,001
Chiết khấu tập đoàn đa ngành				10%
Giá trị hợp lý				32,401
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				409.71
Giá trị cổ phiếu				79,100
Giá hiện tại (22/06/2024)				64,250
Upside				23.1%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 10. Diễn biến EV/EBITDA của REE



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khoí phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@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 và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và 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 và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.