

# CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

## Diện mạo cải thiện của các mảng kinh doanh

18/09/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh  
[anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)

**Doanh thu đi ngang trong khi lợi nhuận 2Q2024 của REE giảm -34.6% YoY**

Doanh thu 2Q2024 đạt 2,182 tỷ (+0.3% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 402.9 tỷ VND (-34.6% 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 1,006 tỷ và 117 tỷ (-10.09% YoY và -45.6% YoY) do thủy điện ghi nhận sản lượng sụt giảm mạnh. Lãi từ LDLK cũng ghi nhận giảm 37% 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**

Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng điện của REE tăng trưởng 14% YoY, chủ yếu đến từ đóng góp nhiều hơn của mảng điện than và mảng điện tái tạo. Nhiệt điện ghi nhận tăng 82.3% YoY về sản lượng, tăng tỷ trọng đóng góp 54% tổng sản lượng của REE, cao hơn mức 34% cùng kỳ. Ngược lại, tỷ trọng đóng góp của thủy điện giảm còn 39% trong tổng sản lượng. Điện tái tạo duy trì sản lượng ổn định đạt 353 triệu kWh, tăng nhẹ 1.1% YoY.

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

Trong 2Q/24, mảng bất động sản bắt đầu mang về doanh thu đạt 68 tỷ VND nhờ vào ghi nhận bán căn hộ tại dự án The Light Square sau khi tích cực đẩy mạnh chiến lược bán hàng thông qua chiết khấu. Lợi nhuận của dự án vào khoảng 15 tỷ VND, tương đương biên lợi nhuận ròng 22%. Mảng cho thuê ghi nhận giảm nhẹ tỷ lệ lấp đầy do dự án mới E.Town 6 đi vào vận hành.

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 77,600 VND/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 77,600 VND/cổ phiếu, cao hơn 19.6% so với giá tại ngày 17/09/2024.

## MUA DUY TRÌ

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 77,600</b>
Tổng mức sinh lời (%)	19.6%
Giá hiện tại (17/09/2024)	VND 64,900
Giá mục tiêu thị trường	VND 72,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	30.9/1.3

### 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 (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (34.93%)

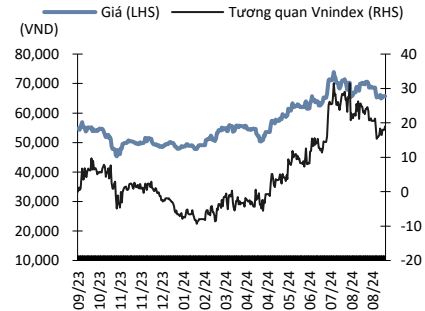
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6.0	6.8	18.1	19.9
Tương đối	-6.0	9.0	19.0	17.9

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	9,372	8,570	9,272	8,982
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	3,663	2,954	3,030	3,145
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,693	2,188	2,398	2,465
EPS (VND)	7,576	5,354	5,852	6,016
Tăng trưởng EPS (%)	26.2	-29.3	9.0	3.0
P/E (x)	10.2	14.5	13.3	12.9
P/B (x)	1.5	1.5	1.4	1.2
ROE (%)	18.3	13.4	13.0	12.0
Tỷ suất cổ tức (%)	2.1	2.8	3.1	3.8

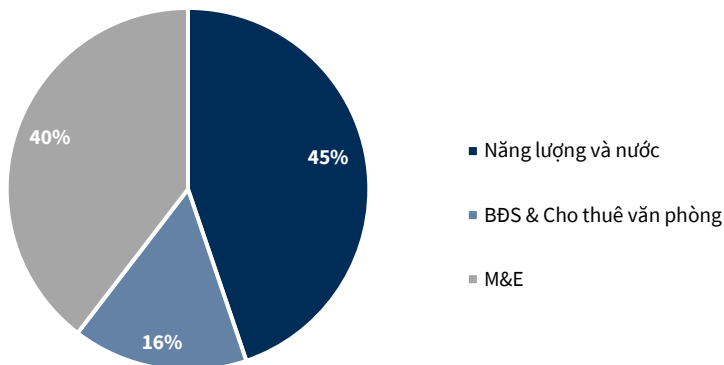
Nguồn: Fiinpro, KBSV



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: POW, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Chú thích

**Thủy điện đóng góp tích cực vào KQKD kể từ 2H/24.** chúng tôi dự phóng sản lượng của mảng thủy điện trong 2H/24 năm 2024 sẽ đạt 3,408 triệu kWh (+ 0% YoY/73.61% HoH). Ngoài ra, sản lượng và doanh thu 2025 sẽ bứt phá so với 2024, lần lượt đạt 6,537 triệu kWh và 3,097 tỷ VND (+21.70% YoY/+20.83% YoY).

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

**E.Town 6 sẽ sớm vượt qua giai đoạn thị trường giao dịch ảm đạm và nâng cao tỷ lệ lấp đầy.** KBSV cho rằng giai đoạn mở bán chậm 1 quý so với kế hoạch khiến tỷ lệ lấp đầy dự kiến của E.Town 6 bị ảnh hưởng, chỉ 20%. Sang các năm tới, 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.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

**Mảng M&E ghi nhận doanh thu khởi sắc từ dự án trọng điểm.** Ước tính Backlog ký mới năm 2024 của REE cho mảng M&E ước đạt 1,104 tỷ VND và đem về doanh thu 2,306 tỷ VND. Tốc độ tăng trưởng của M&E dự kiến phục hồi ở mức 21% trong năm 2025-2028.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

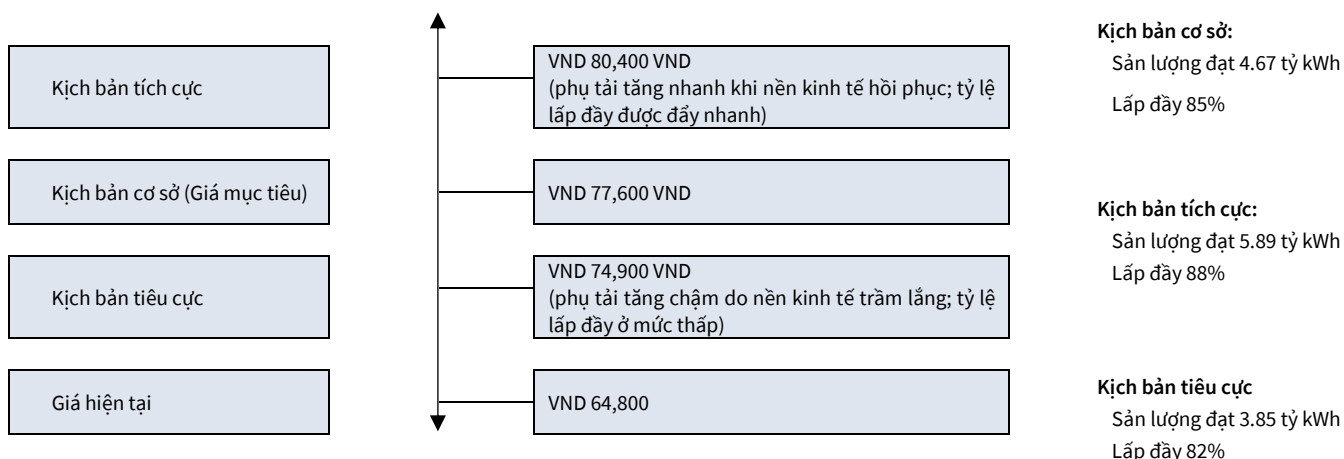
Dự phóng kết quả kinh doanh

(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	9,272	8,982	5%	9%	8,414	8,954	10%	0%
EBIT	3,030	3,145	1%	7%	3,058	3,579	-1%	-12%
LNST công ty mẹ	2,398	2,465	1%	5%	3,246	3,767	-26%	-35%

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



Kịch bản cơ sở:

Sản lượng đạt 4.67 tỷ kWh  
Lấp đầy 85%

Kịch bản tích cực:

Sản lượng đạt 5.89 tỷ kWh  
Lấp đầy 88%

Kịch bản tiêu cực

Sản lượng đạt 3.85 tỷ kWh  
Lấp đầy 82%

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

**Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 2/2024 thay đổi +0.3% YoY và -34.6% YoY**

Trong Quý 2/2024 REE ghi nhận kết quả kinh doanh kém tích cực với doanh thu đạt 2,182 tỷ (+0.3% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 402.9 tỷ VND (-34.6% YoY). Trong đó, mảng điện với danh mục từ thủy điện chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng công suất phát điện đối mặt với khó khăn toàn ngành, đạt doanh thu 521 tỷ VND (-30% YoY), chiếm 73.27% tổng doanh thu Quý 2.

**Tổng sản lượng điện tăng trưởng nhờ nhiệt điện tang cường huy động**

Tổng sản lượng điện thương phẩm Q2/24 của các nhà máy do REE sở hữu đạt 2,586 triệu kWh (+19.06% YoY/5.51% QoQ). Trong nửa đầu năm 2024, dù thủy điện ghi nhận hồi phục nhẹ so với quý trước đó nhờ vào sản lượng cải thiện của các hồ phía Bắc, tuy nhiên vẫn thấp hơn so với cùng kỳ do lưu lượng nước về hồ khu vực miền Trung và Tây Nguyên vẫn ở mức thấp. Nhiệt điện ghi nhận tăng 72% YoY về sản lượng, tăng tỷ trọng đóng góp 54% tổng sản lượng của REE, cao hơn mức 34% cùng kỳ.

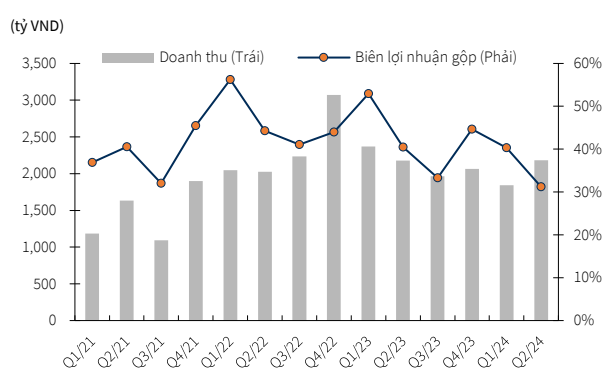
**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh Q2/2024**

(tỷ VND)	Q2/2023	Q2/2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,176	2,183	0.32%	Doanh thu hợp nhất của mảng Năng lượng đạt 711 tỷ VND, -25% YoY, 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	946	711	-25%	
Thủy điện	746	521	-30%	
Điện mặt trời	130	112	-14%	
Điện gió	70	78	11%	
M&E	767	933	22%	Tăng trưởng 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 2 đạt 3,214 tỷ VND. Mảng bán điều hòa ghi nhận doanh thu tăng 53.9% do công ty đẩy mạnh bán hàng mùa nắng nóng.
Cho thuê văn phòng	269	263	-2%	
BDS	0	68	n.a	Dự án Light Square bán khai trương trong tháng 5 và bắt đầu bàn giao trong Q2/24.
Nước	20	7	-65%	Mảng nước ghi nhận doanh thu giảm 60,7% so với cùng kỳ là do thời điểm ghi nhận và sự biến động của các dự án tại TK Cộng.
Lợi nhuận gộp	880	680	-23%	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>	40%	31%	-9 ppts	
Thu nhập tài chính	58	89	53%	
Chi phí tài chính	-255	-201	-21%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	180	113	-37%	Lợi nhuận từ các công ty chủ yếu trong mảng thủy điện và bị ảnh hưởng bởi thời tiết chưa thuận lợi
SG&A	-171	-210	23%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	692	470	-32%	
Thu nhập khác	-2	-1		
Lợi nhuận trước thuế	697	474	-32%	
Lợi nhuận sau thuế	623	403	-35%	
LNST công ty mẹ	489	354	-28%	
<i>Biên LNST</i>	29%	18%	-11 ppts	
Sản lượng				

Màng điện	2,172	2,586	19%	
Nhiệt điện	838	1,446	73%	Sản lượng nhiệt điện từ 2 nhà máy điện than PPC và NBP tăng mạnh do EVN tăng cường huy động điện than trong 5M/24.
Thủy điện	1,191	1,009	-15%	Mức nước về hồ thấp hơn ở cả 3 miền khiến cho sản lượng nước qua tuabin sụt giảm. Sản lượng Q2 ghi nhận hồi phục so với Q1 nhờ mức nước về miền Bắc được cải thiện.
Điện mặt trời	82	80	-2%	
Điện gió	61	51	-16%	Tốc độ gió tại khu vực Trà Vinh và Bình Thuận đều ghi nhận cải thiện hơn cùng kỳ.
<b>Cho thuê văn phòng</b>				
Diện tích cho thuê	198,218	198,218	0%	
Tỷ lệ lấp đầy	95%	92%	-3.4 pts	

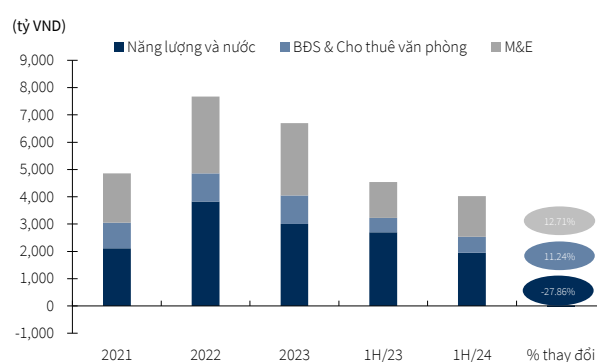
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh REE, 2021-2024 (tỷ VND)**



Nguồn: REE, KBSV

**Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của REE, 2021-2024 (tỷ VND)**



Nguồn: REE, KBSV

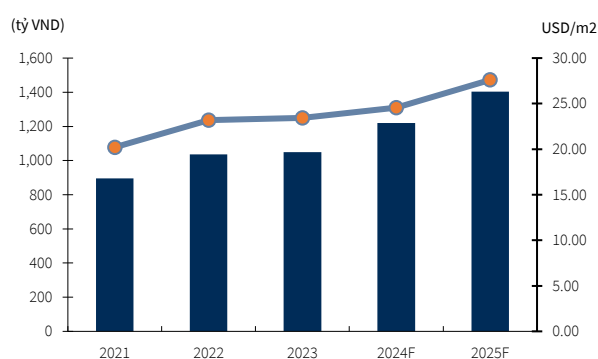
**Mảng cho thuê văn phòng: E.Town 6 với giá bán cạnh tranh sẽ vượt qua khó khăn trong bối cảnh nhu cầu ảm đạm**

Trong 6 tháng đầu năm 2024, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của mảng cho thuê văn phòng lần lượt đạt 526 tỷ (-1.5% YoY) và 271 tỷ (-0.2% YoY). Tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà văn phòng cho thuê giảm nhẹ 1.5% YoY sau khi đưa vào hoạt động tòa văn phòng mới, dù vậy giá thuê trung bình tăng nhẹ so với mặt bằng thị trường phần nào bù đắp ảnh hưởng tới doanh thu. 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/m<sup>2</sup>/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 (+14.24% 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**

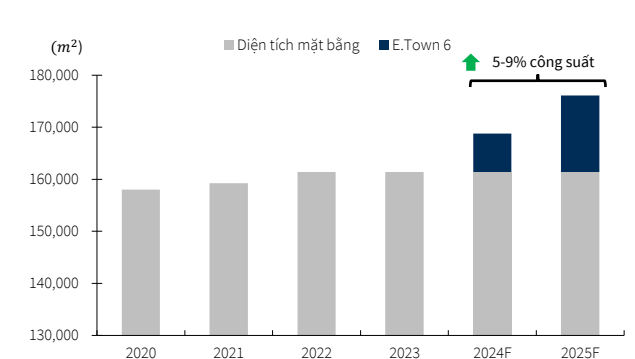
Dự án nhà phố The Light Square bắt đầu mở bán và bàn giao căn hộ tới khách hàng trong tháng 5/2024. Trong Q2, dự án ghi nhận bàn giao căn hộ với tổng giá trị 68 tỷ VNĐ và dự kiến sẽ tiếp tục ghi nhận những đóng góp tích cực vào doanh thu trong nửa cuối năm nhờ: i) Chính sách bán hàng ưu đãi trực tiếp chiết khấu 7% giá căn hộ cho người mua đến tháng 9/2024, ii) Động lực từ nhóm khách hàng kinh doanh dịch vụ mua căn hộ để đón đầu lượng lớn cư dân đổ về khu vực khi dự án chung cư GD2 được xây dựng. Với ước tính giá bán trung bình 15 tỷ cho nhà phố liền kề diện tích từ 80-90m<sup>2</sup>, và 28 tỷ cho villa diện tích từ 170m<sup>2</sup>, chúng tôi dự kiến tổng doanh thu GĐ1 của dự án sẽ đạt 890 tỷ, LN ròng đạt 312 tỷ với biên LN duy trì khoảng 35%.

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



Nguồn: REE, KBSV

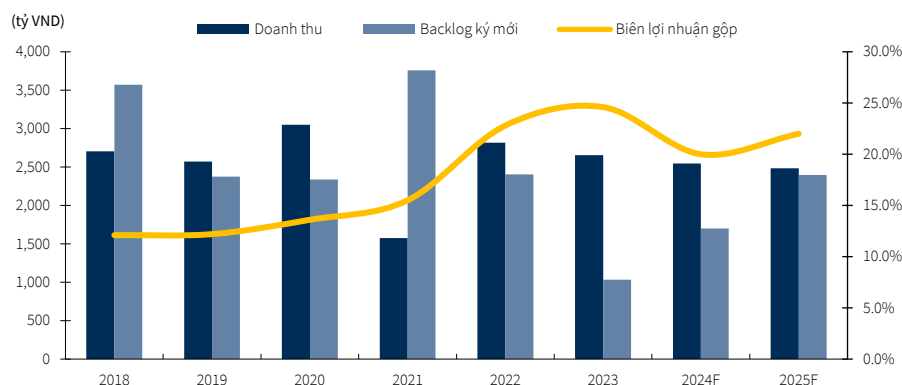
**Biểu đồ 5. Diện tích mặt bằng cho thuê sau khi dự án E.Town 6 đi vào vận hành**



Nguồn: REE, KBSV

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

Doanh thu Q2/24 của mảng M&E tăng trưởng tích cực đạt 933 tỷ VNĐ (21.64% YoY), nhờ tiến độ xây dựng sân bay Long Thành được đẩy nhanh, giúp cho khối lượng backlog lũy kế ước đạt 3,127 tỷ VNĐ (+19.66% YoY), qua đó đảm bảo nguồn việc cho doanh nghiệp. Tuy nhiên chứng kiến LNST giảm nhẹ đạt 10 tỷ VNĐ (9.09% YoY) chủ yếu do công ty phải trích lập dự phòng các dự án ghi nhận phải thu khó đòi.

**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 1,104 tỷ VND và sẽ giúp doanh thu đạt 2,306 tỷ VND từ mức nền thấp 2023. Cho giai đoạn 2025-2028, chúng tôi tin tưởng doanh nghiệp sẽ duy trì CAGR doanh thu mảng này ở mức 21.5% nhờ vào việc tìm kiếm các dự án mới trong lĩnh vực BĐS, khách sạn và đầu tư công.

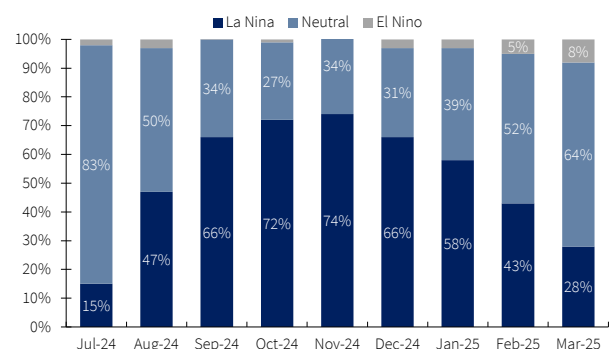
Nguồn: WeatherSpark, KBSV

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

Sau kết quả kinh doanh hồi phục của mảng thủy điện so với quý trước đó của trong Q2/24, chúng tôi tin rằng mùa mưa bắt đầu diễn ra trong nửa cuối năm được tăng cường bởi điều kiện thời tiết La-Nina sẽ tạo thuận lợi cho sản lượng phát điện của các nhà máy thủy điện, đem lại kết quả kinh doanh bất phá so với mức nửa đầu năm và tương đương với cùng kỳ 2023. Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn dự báo, diễn biến thiếu hụt nước chảy về sông khu vực miền Trung và Tây Nguyên trong nửa đầu năm sẽ kết thúc khi dự báo chỉ ra rằng lượng mưa sẽ tập trung vào cuối năm với cường độ lớn. Trong mùa 3 tháng tháng IX-XI/2024, tổng lượng mưa (TLM) có khả năng xấp xỉ bằng đến cao hơn TBNN ở Bắc Bộ, Tây Nguyên, Nam Bộ; cao hơn TBNN ở Trung Bộ. Chúng tôi dự phóng sản lượng của mảng thủy điện trong 2H/24 năm 2024 sẽ đạt 3,408 triệu kWh (+0% YoY/73.61% HoH). Giá bán điện trung bình trong cuối năm ước tính sẽ thấp hơn so với nửa đầu năm và so với cùng kỳ chủ yếu bởi tỷ trọng đóng góp lớn hơn của sản lượng hợp đồng và giá điện thị trường có xu hướng giảm thấp hơn so với cùng kỳ; qua đó đem về sản lượng và doanh thu điều chỉnh tỷ lệ sở hữu cho cả năm 2024 đạt lần lượt 2,995 triệu kWh và 2,563 tỷ VND (-14.82% YoY và -14.62% YoY).

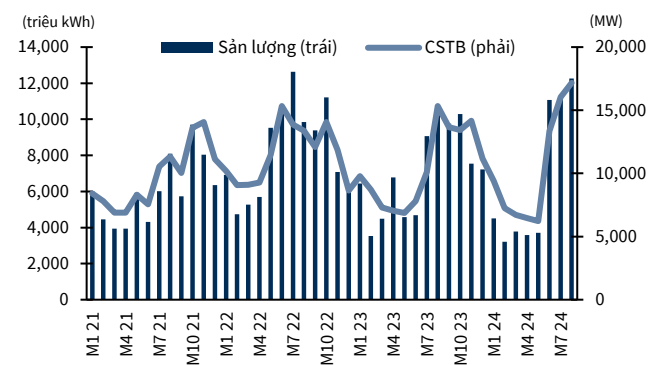
Sang năm 2025, thủy điện sẽ trở thành trụ cột tăng trưởng của REE. Chúng tôi ước tính sản lượng điều chỉnh tỷ lệ sở hữu và doanh thu 2025 sẽ bất phá so với 2024, lần lượt đạt 3,897 triệu kWh và 3,097 tỷ VND (+30.11% YoY/+20.83% YoY) nhờ: i) Lượng mưa cải thiện ngay từ đầu năm do La Nina giúp thủy điện được tăng cường huy động, 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. Xác suất các pha thời tiết trong 2024 (%)



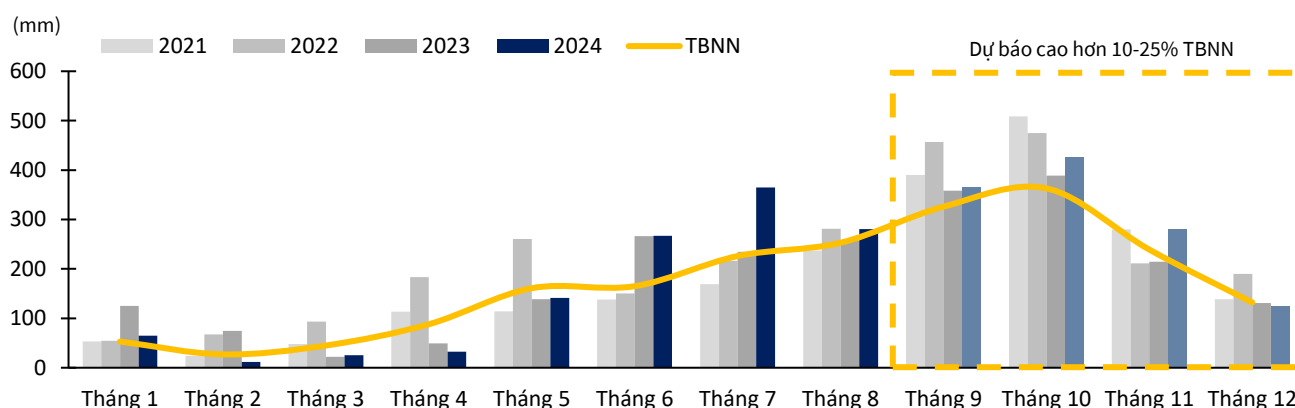
Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 8. Tổng sản lượng và công suất trung bình thủy điện toàn quốc đến T8/24



Nguồn: NLDC, KBSV

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



Nguồn: IMHEN, KBSV

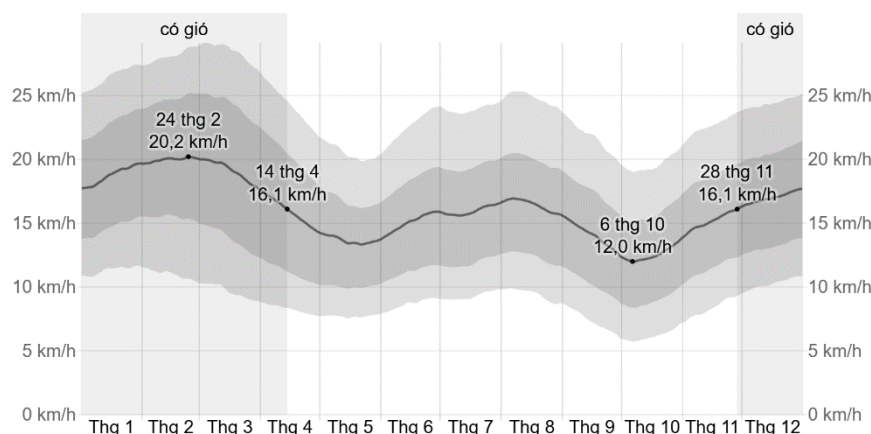
**Năng lượng tái tạo: Ghi nhận những cải thiện tích cực trong kết quả kinh doanh**

Kết quả kinh doanh của mảng năng lượng tái tạo có mức bật tăng đáng kể với doanh khả quan trong 1H/24 với doanh thu và LNST lần lượt đạt 574 tỷ VND (+5.13% YoY) và 181 tỷ VNĐ (+62.16% YoY), đóng góp tăng trưởng chủ yếu từ sản lượng trong Q1 khi mà tốc độ gió và số giờ nắng tại khu vực nhà máy cao hơn so với cùng kỳ. Trong quý 2, mùa gió thấp điểm đang diễn ra và kéo dài từ tháng 4 cho đến tháng 10 cuối năm ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của mảng này.

Chúng tôi cho rằng 2H2024 sẽ tiếp tục là giai đoạn kinh doanh thuận lợi cho mảng điện tái tạo của REE nhờ: i) Các dự án hoạt động ổn định với tốc độ gió tại khu vực 2 nhà máy điện gió được đảm bảo, (2) Mặt bằng lãi suất thấp hỗ trợ giảm chi phí vay cho các nhà máy. Tuy nhiên, do những chậm trễ trong việc triển khai QHD8 và tình hình tài chính khó khăn của EVN gây cản trở đến khả năng mua các nguồn điện mới có giá cao hơn, tính khả thi trong xây dựng các nhà máy điện tái tạo mới sau các nhà máy chuyển tiếp vẫn còn là dấu hỏi. 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 ổn định từ các dự án đang vận hành và đẩy lùi kế hoạch mở rộng công suất phát điện nhằm chờ đợi sự thay đổi thuận lợi hơn về giá bán

và bổ sung quy hoạch. Chủ yếu công suất bổ sung của REE sẽ đến từ mua lại các dự án.

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



Phần có gió hơn trong năm kéo dài trong 4,6 tháng, từ 28 tháng 11 đến 14 tháng 4, với tốc độ gió trung bình trên 16,1 km/h. Tháng có gió mạnh nhất trong năm ở Trà Vinh là Tháng 2, với tốc độ gió trung bình là 20,0 km/h.

Thời gian lặng gió hơn trong năm kéo dài trong 7,4 tháng, từ 14 tháng 4 đến 28 tháng 11. Tháng êm ả nhất trong năm ở Trà Vinh là Tháng 10, với tốc độ gió trung bình là 12,0 km/h.

Nguồn: WeatherSpark, KBSV

### 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 1H/24, điện than được tăng cường huy động, giúp sản lượng nhiệt điện của REE đạt 2,700 triệu kWh (81.08% YoY). Từ quý 3 trở đi, điện than sẽ bị cạnh tranh trực tiếp với thủy điện đang vào pha thời tiết thuận lợi hơn, ghi nhận tỷ lệ Pmax/tổng công suất phát điện của nhiệt than đã giảm xuống mức 50%. KBSV dự báo 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	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	8,570	9,272	8%	8,982	-3%	
Năng lượng	4,170	3,624	-13%	4,152	15%	
Thủy điện	3,072	2,563	-17%	3,097	21%	Doanh thu của thủy điện 2024 thấp hơn chủ yếu do sản lượng giảm trong nửa đầu năm và nửa cuối năm sẽ có sản lượng tương đương svck. Mức sản lượng thấp hơn so với dự phóng cũ đến từ lượng nước về hồ thấp hơn so với kì vọng.
Điện mặt trời	256	254	-1%	276	9%	Sản lượng điện mặt trời giảm do số giờ nắng điều chỉnh giảm trong năm 2024 khi tần suất mưa diễn ra thường xuyên. 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	890	n.a	0	-100%	Dự kiến ghi nhận doanh thu từ GD1 dự án Light Square trị giá 890 tỷ VND.
Nước	67	72	7%	76	6%	
Lợi nhuận gộp	3,710	3,804	3%	3,938	4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	43%	41%	-2.00 ppts	44%	3.00 ppts	
Thu nhập tài chính	227	273	20%	217	-21%	
Chi phí tài chính	-1,016	-969	-5%	-979	1%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	877	960	9%	1,004	5%	Doanh thu từ các công ty liên kết cải thiện do lợi nhuận cho cổ đông thiểu số tốt hơn từ mảng thủy điện và nhiệt điện trong



nửa cuối năm.

---

SG&A	-756	-774	2%	-793	2%
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,954	3,030	3%	3,145	4%
Thu nhập khác	-8	-8	0%	-8	0%
Lợi nhuận trước thuế	3,056	3,330	9%	3,423	3%
Lợi nhuận sau thuế	2,787	2,997	8%	3,081	3%
LNST công ty mẹ	2,188	2,398	10%	2,465	3%
<i>Biên LNST</i>	33%	32%	<i>-1.00 ppts</i>	34%	<i>2.00 ppts</i>

---

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## ĐỊNH GIÁ

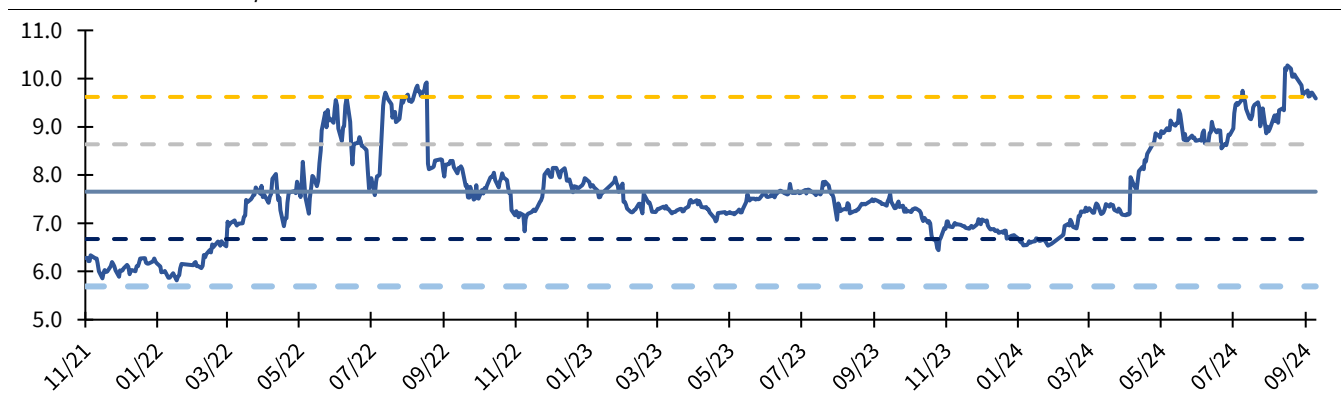
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu REE và đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 77,600 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 19.6% so với giá đóng cửa ngày 17/09/2024. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro đặc thù của REE là tập đoàn đa ngành 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
<b>Điện</b>				<b>29,103</b>
Thủy điện	DCF	34,360	23-50%	22,291
Nhiệt điện	DCF	4,225	24-30%	1,028
Điện mặt trời	DCF	796	99.99%	796
Điện gió	DCF	4,932	50-100%	4,932
Phân phối điện (DTV)	BV	56	66.29%	56
<b>Cho thuê văn phòng &amp; BĐS</b>				<b>9,646</b>
Các dự án hiện tại	Tỷ lệ hoàn vốn	7,908	100%	7,908
E.Town 6	DCF	1,738	100%	1,738
<b>M&amp;E</b>	P/E	1,757	100%	<b>1,757</b>
<b>Nước</b>	P/E	3,699	20-44%	<b>3,699</b>
<b>Đầu tư khác</b>	BV	1,149		<b>1,149</b>
<b>Tổng giá trị</b>				<b>45,354</b>
(-) Vay nợ ròng công ty				-6,588
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số				-3,452
<b>Giá trị VCSH</b>				<b>35,314</b>
Chiết khấu tập đoàn đa ngành				10%
<b>Giá trị hợp lý</b>				<b>31,783</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				409.71
<b>Giá trị cổ phiếu</b>				<b>77,600</b>
Giá hiện tại (13/09/2024)				64,800
<b>Upside</b>				<b>19.8%</b>

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 10. Diễn biến EV/EBITDA của REE



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC

## REE – Bảng tóm tắt KQKD &amp; 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	9,272	8,982	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	33,914	34,912	36,644	38,448
Giá vốn hàng bán	-5,042	-4,860	-5,468	-5,044	TÀI SẢN NGẮN HẠN	8,573	9,524	10,414	9,132
Lãi gộp	4,330	3,710	3,804	3,938	Tiền và tương đương tiền	1,151	3,023	2,239	970
Thu nhập tài chính	187	227	273	217	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,749	1,132	1,948	1,800
Chi phí tài chính	-942	-1,016	-969	-979	Các khoản phải thu	4,013	3,780	4,217	4,307
Trong đó: Chi phí lãi vay	-883	-939	-969	-979	Hàng tồn kho, ròng	1,409	1,354	1,573	1,631
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	774	1,077	960	1,004	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	25,341	25,388	26,230	29,316
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	15,847	17,829
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	3,682	3,242	3,294	3,387	Tài sản dở dang dài hạn	549	1,608	775	1,500
Thu nhập khác	-107	14	14	14	Đầu tư dài hạn	1,457	1,345	1,840	1,939
Chi phí khác	-44	-22	-22	-22	Lợi thế thương mại	583	513	0	0
Thu nhập khác, ròng	-63	36	36	36	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	14,711	14,142	13,656	12,802
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	1	2	Nợ ngắn hạn	4,086	3,945	3,305	2,274
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	3,619	3,278	3,330	3,423	Phải trả người bán	650	619	626	378
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	7	23	-333	-342	Người mua trả tiền trước	810	707	791	650
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,515	2,787	2,997	3,081	Vay ngắn hạn	1,455	1,238	572	54
Lợi ích của cổ đông thiểu số	823	598	599	616	Nợ dài hạn	10,625	10,198	10,351	10,528
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,693	2,188	2,398	2,465	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	9,672	10,301
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	19,204	20,770	22,988	25,646
					Vốn góp	3,564	4,097	4,097	4,097
					Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
					Lãi chưa phân phối	10,705	11,802	13,470	15,512
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	187	416	368	368
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,697	3,452	4,051	4,667
<b>Chỉ số hoạt động</b>					<b>Chỉ số chính</b>				
					(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46.2%	43.3%	41.0%	43.8%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBITDA	52.2%	49.2%	42.6%	48.0%	P/E	10.2	14.5	13.3	12.9
Tỷ suất EBIT	39.1%	34.5%	32.7%	35.0%	P/E pha loãng	10.2	14.5	13.3	12.9
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	41.4%	35.7%	35.9%	38.1%	P/B	1.5	1.5	1.4	1.2
Tỷ suất lãi hoạt động KD	39.3%	37.8%	35.5%	37.7%	P/S	3.0	3.7	3.4	3.5
Tỷ suất lợi nhuận thuần	37.5%	32.5%	32.3%	34.3%	P/Tangible Book	1.5	1.5	1.4	1.2
					P/Cash Flow	17.6	11.3	13.8	11.3
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	8.5	10.2	11.1	10.6
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	11.4	14.5	14.5	14.6
<b>Báo cáo Lưu chuyển tiền tệ</b>					<b>Hiệu quả quản lý</b>				
(Tỷ VNĐ)					ROE%	18.3%	13.4%	13.0%	12.0%
Lãi trước thuế	3,879	3,056	3,330	3,423	ROA%	10.4%	8.0%	8.2%	8.0%
Khấu hao TSCĐ	1,225	1,264	924	1,163	ROIC%	12.2%	10.1%	9.6%	8.9%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-783	-783	-783	-783	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Chi phí lãi vay	888	943	973	983	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	71.0%	105.0%	127.0%	122.0%
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	5,003	4,480	4,444	4,786	Tỷ suất thanh toán nhanh	169.0%	201.0%	254.0%	311.0%
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-771	-221	-437	-90	Tỷ suất thanh toán hiện thời	210.0%	241.0%	315.0%	402.0%
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-623	21	-219	-58	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	51.8%	45.8%	42.1%	40.2%
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	126	-137	26	-513	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	29.3%	27.2%	26.4%	26.8%
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	0	-22	-22	-22	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	7.6%	6.0%	2.5%	0.2%
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-2,153	-1,291	-1,491	-1,297	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	4.3%	3.5%	1.6%	0.1%
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,569	2,817	2,301	2,806	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	21.3%	19.0%	14.4%	8.9%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-738	-873	-1,854	-3,144	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	12.0%	11.3%	9.0%	5.9%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	27	15	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	76.6%	68.1%	59.4%	49.9%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,155	-699	-699	-699	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	43.4%	40.5%	37.3%	33.3%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	2,114	1,370	554	702	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-738	-279	-279	-279	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.7	2.2	2.3	2.1
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	32	32	32	Hệ số quay vòng HTK	4.6	3.5	3.5	3.1
Cổ tức và tiền lãi nhận được	722	1,075	645	387	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.4	3.2	3.4	3.6
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-768	642	-1,586	-2,986					
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	-499	111					
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	-1,000	-1,200					
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0					
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-1,481	-1,588	-1,499	-1,089					
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-680	1,872	-784	-1,269					
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,831	1,151	3,023	2,239					
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,151	3,023	2,239	970					

## KHỐI 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](mailto:hieupm@kbsec.com.vn)

**Khối 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&amp;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](mailto:ccc@kbsec.com.vn)Website: [www.kbsec.com.vn](http://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.