

Tăng trưởng chậm lại bởi thách thức trong ngắn hạn

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

29/03/2023

Mảng M&E: kỳ vọng vào các dự án đầu tư công

Doanh thu và LNST 2022 của mảng M&E cho thấy sự phục hồi từ mức nền thấp năm 2021 do giãn cách xã hội. Trong ngắn hạn, sự khó khăn của thị trường Bất động sản sẽ ảnh hưởng đến triển vọng doanh thu của REE. Chúng tôi kì vọng công ty sẽ bắt đầu nghiệm thu cũng như ghi nhận doanh thu từ các dự án đã hoàn thành trong năm ngoài. Trong trung hạn, với vị thế nhà thầu thi công cơ điện hàng đầu, chúng tôi cho rằng REE sẽ trúng thầu các dự án lớn như nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và sân bay Quốc tế Long Thành, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng trong trung hạn của mảng M&E.

Mảng BĐS & cho thuê văn phòng: Dòng tiền ổn định và triển vọng từ E.town 6

Chúng tôi cho rằng, mảng cho thuê văn phòng của REE sẽ giữ được tăng trưởng doanh thu ổn định với CAGR 2023-2027 đạt 9%/năm nhờ vào: **(1)** Tỷ lệ lấp đầy sẽ tiếp tục duy trì ở mức trung bình 98-100%, **(2)** Giá cho thuê văn phòng tiếp tục có xu hướng tăng trong trung và dài hạn, và **(3)** E.town 6 hoạt động từ Q4/2023 sẽ góp phần tăng diện tích cho thuê của REE với giá thuê trung bình cao hơn, đạt khoảng 27 USD/m²/tháng.

Mảng điện: sản lượng điện bị ảnh hưởng từ tình hình thời tiết

Thủy điện sẽ khó khăn khi La Nina sẽ kết thúc, ảnh hưởng đến tổng sản lượng điện thương phẩm của REE. Bên cạnh đó, chúng tôi kì vọng 3 dự án điện gió sẽ tiếp tục hoạt động ổn định. Chúng tôi cũng đánh giá cao triển vọng tích cực của kế hoạch phát triển điện mặt trời của REE nhờ vào trọng tâm phát triển năng lượng tái tạo của Chính phủ trong Quy hoạch điện VIII.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 83,000 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 83,000 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 23.5% so với giá tại ngày 29/03/2022.

MUA

Giá mục tiêu	VNĐ 83,000
Tăng/giảm (%)	23.5%
Giá hiện tại (29/03/2023)	67,200
Giá mục tiêu thị trường	83,000
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	24,167

Dự phóng KQKD & định giá

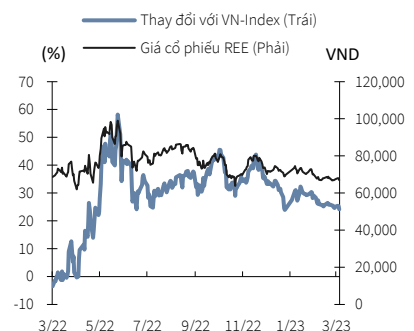
Năm tài chính	2021A	2022	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	5,810	9,372	8,811	9,881
EBIT	1,855	3,663	2,762	2,953
LN sau CĐTS	1,855	2,693	2,004	2,545
EPS (VNĐ)	6,003	7,576	5,615	7,128
Thay đổi EPS (%)	14.3	26.2	-26.0	27.0
P/E (x)	12.1	10.6	14.8	11.6
EV/EBITDA (x)	13.0	8.7	11.6	11.4
P/B (x)	1.4	1.5	1.4	1.2
ROE (%)	13.1	18.3	12.1	11.6
Tỷ suất cổ tức (%)	0.4	2.0	1.8	2.0

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	42.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	24.7
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory PTE LTD (31.05%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2	-11	-21	-5
Tương đối	-5	-14	-7	24



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hoạt động kinh doanh

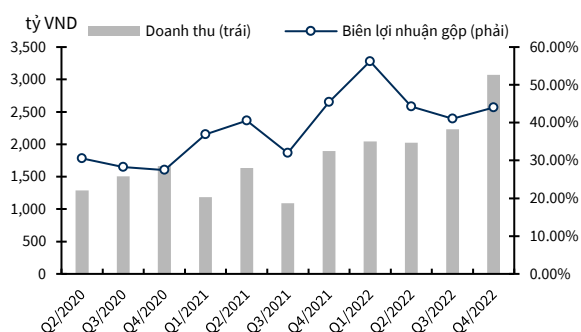
Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2022 tăng trưởng 61.3% YoY và 65% YoY

Trong năm 2022, REE ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 9,371 tỷ VNĐ (+61.3% YoY) và 3,515 tỷ VNĐ (+65% YoY). Mảng điện tiếp tục là trụ cột đóng góp chính với doanh thu của REE năm 2022 đạt 5,365 tỷ VNĐ (+81.1% YoY), chiếm khoảng 57% tổng doanh thu cả năm. Tình hình thủy văn thuận lợi và đóng góp từ các dự án năng lượng tái tạo là lý do chính cho sự tăng trưởng tốt của mảng điện. Ngoài ra, việc hợp nhất kết quả kinh doanh của nhà máy thủy điện Nậm Ban 2 cũng đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh.

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

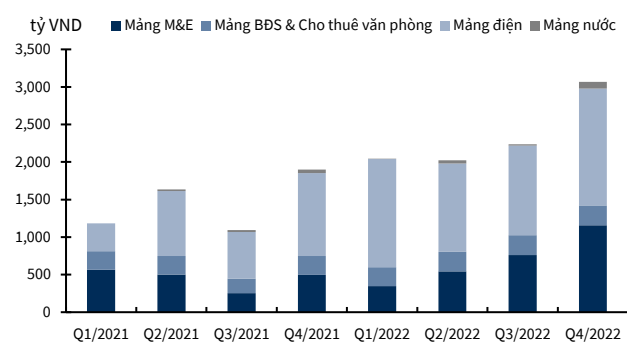
Tổng sản lượng điện thương phẩm 2022 của các nhà máy do REE sở hữu đạt 11,194 triệu kWh (+24.4% YoY). Trong đó, sản lượng thủy điện đạt 7,246 triệu kWh (+31% YoY) nhờ ghi nhận thêm sản lượng nhà máy Nậm Ban 2 và diễn biến thủy văn thuận lợi nhờ La Nina kéo dài trong 2022. Mảng nhiệt điện ghi nhận 3,348 triệu kWh (+9% YoY), tăng trưởng thấp từ mức nền thấp 2021 do (1) Giá nhiên liệu cao (2) Nhiệt điện được huy động ít và tổ máy S6 của nhiệt điện Phả Lại chưa hoạt động trở lại. Thêm vào đó, sản lượng năng lượng tái tạo tăng trưởng tích cực, đạt 600 triệu kWh (+52.3% YoY) do ghi nhận kết quả của các nhà máy điện gió.

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của REE, 2020 – 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: REE, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của REE, 2021 - 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: REE, KBSV

Bảng 1. Tổng hợp KQKD 2021-2022 của REE

Tỷ VNĐ	2021	2022	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	5,810	9,372	61.3%	Doanh thu tăng mạnh nhờ các đóng góp từ mảng điện khi giá điện CGM ở mức cao, các dự án điện gió hoạt động ổn định và hợp nhất kết quả kinh doanh của nhà máy thủy điện Nậm Ban 2
M&E	1,816	2,816	55%	Mảng M&E hồi phục từ mức nền thấp năm 2021 bởi vì giãn cách xã hội ảnh hưởng đến xây dựng các công trình
BDS & Cho thuê văn phòng	938	1,037	10.5%	Tỷ lệ lấp đầy cao, đạt trung bình khoảng 98%. Giá cho thuê phục hồi vì REE đã giảm giá thuê văn phòng và phí dịch vụ đi 20% trong Q3/2021 để hỗ trợ bên thuê văn phòng. Mảng bất động sản không có gì cải thiện khi không có dự án mới.
Điện	2,963	5,365	81.1%	Tình hình thủy văn thuận lợi giúp sản lượng phát của thủy điện cao và giá thị trường điện cạnh tranh duy trì cao giúp tăng giá bán trung bình của thủy điện. Ngoài ra các dự án điện gió hoạt động ổn định và đóng góp hoàn toàn cả năm 2022. Kết quả kinh doanh của nhà máy thủy điện Nậm Ban 2 được hợp nhất.
Nước	92	154	67.4%	
Lợi nhuận gộp	2,310	4,329.8	87%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	39.76%	46.2%		Biên lợi nhuận gộp cao hơn nhờ tỷ trọng cao của mảng điện - mảng hoạt động có biên lợi nhuận gộp cao
Chi phí SG&A	455	667		
% SG&A / doanh thu	7.8%	7.1%		
LN từ HĐKD	1,855	3,663		
Thu nhập tài chính	466	187	-59.8%	Quý 1/2021, REE thực hiện thoái vốn tại QTP dẫn tới thu nhập tài chính tăng mạnh
Chi phí tài chính	707	942		REE bắt đầu phải chi trả lãi vay thực hiện các dự án điện gió cũng như điện mặt trời mới thực hiện, dẫn tới lãi vay tăng mạnh
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	914.8	774.2		
Thu nhập khác (ròng)	13	-107		
LN trước thuế	2,399.83	3,878.56		
LN sau thuế	2,135.41	3,515.38		
Biên lợi nhuận ròng (%)	36.8%	37.5%		

Nguồn: REE, KBSV

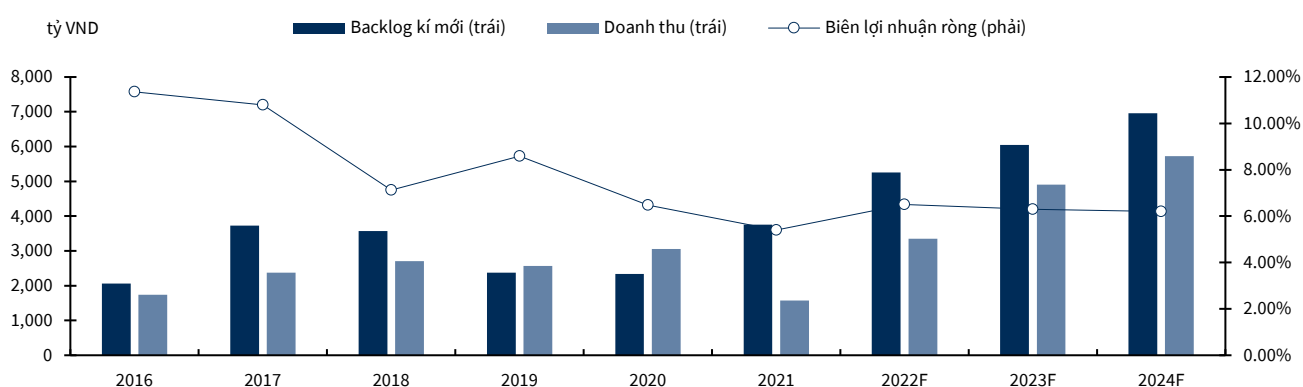
Mảng M&E: kỳ vọng vào các dự án đầu tư công

Doanh thu 2022 của mảng M&E đạt 2,816 tỷ VNĐ (+55% YoY) và LNST đạt 131 tỷ VNĐ (+33.3% YoY). Kết quả cho thấy sự phục hồi từ mức nền thấp năm 2021 (giãn cách xã hội). Tuy nhiên, tốc độ vẫn còn chậm và chưa đạt kế hoạch đề ra do **(1)** các dự án mới bắt đầu khởi công trong năm 2022 **(2)** các dự án đang thi công chưa được nghiệm thu hoàn thành dẫn đến chưa được ghi nhận doanh thu và lợi nhuận.

Tổng giá trị backlog mới của REE chỉ đạt 2,405 tỷ VNĐ (-36% YoY). Chúng tôi cho rằng sự khó khăn của thị trường Bất động sản sẽ ảnh hưởng đến triển vọng doanh thu của REE. Vì vậy, dự phóng KQKD năm 2023 sẽ phụ thuộc vào các dự án được ký mới trong 2022. Chúng tôi cũng kỳ vọng công ty sẽ bắt đầu nghiệm thu cũng như ghi nhận doanh thu từ các dự án đã hoàn thành trong năm ngoái. Từ các luận điểm trên, dự phóng backlog ký mới năm 2023 của REE cho mảng M&E đạt khoảng 2,886 tỷ (+20% YoY). Tương ứng, doanh thu và lợi nhuận ròng

M&E 2023 dự phóng đạt 3,296.87 tỷ VNĐ (+17% YoY) và 164 tỷ VNĐ (+24%). Về dài hạn, REE với tư cách nhà thầu cơ điện hàng đầu, có kinh nghiệm sẽ có khả năng trúng thầu các dự án sân bay lớn như dự án nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất và sân bay Long Thành. Theo quan điểm của chúng tôi, doanh thu giai đoạn 2023-2027 của REE sẽ đạt mức khả quan tương tự như trong giai đoạn thi công dự án mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất (2016-2017). Cùng với những kỳ vọng về sự phục hồi của thị trường BĐS, chúng tôi dự đoán doanh thu và lợi nhuận ròng của mảng M&E năm 2024 sẽ đạt lần lượt 3,607 tỷ VNĐ (+20% YoY) và 214.7 tỷ VNĐ (+20% YoY).

Biểu đồ 3. Kết quả kinh doanh và dự phóng mảng M&E của REE, 2016-2027 (tỷ VNĐ)



Nguồn: REE, KBSV

Bảng 2. REE có kinh nghiệm dày dặn trong việc thi công cơ điện cho các sân bay

Dự án	Thời gian thi công	Gói thầu
Sân bay Quốc tế Nội Bài	06/2000 - 12/2001	Cung cấp và lắp đặt hệ cơ
Sân bay Liên Khương	12/2007 - 12/2009	Cung cấp và lắp đặt hệ thống Cơ Điện
Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất	11/2004 - 09/2007	Cung cấp và lắp đặt hệ thống Cơ Điện
Nhà ga T2 sân bay Quốc tế Nội Bài	08/2012 - 12/2014	Cung cấp và lắp đặt hệ cơ và thông gió & BMS
Mở rộng nhà ga T2 sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất	GĐ 1: 05/2015 - 10/2016 GĐ 2: 07/2017 - 08/2018	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện và thiết bị nhà ga
Sân bay Quốc tế Đà Nẵng	04/2016 - 09/2017	Cung cấp và lắp đặt hệ thống Cơ Điện
Sân bay Quốc tế Cam Ranh	02/2017 - 05/2018	Cung cấp và lắp đặt hệ thống Cơ Điện
Sân bay Quốc tế Vân Đồn	11/2017 - 03/2019	Cung cấp và lắp đặt hệ thống Cơ Điện
Nhà ga T2 sân bay Quốc tế Phú Bài	07/2021 - 11/2022	Cung cấp và lắp đặt hệ thống Cơ Điện

Nguồn: REE, KBSV

**Mảng BĐS & cho thuê văn phòng:
Dòng tiền ổn định và triển vọng từ
E.town 6**

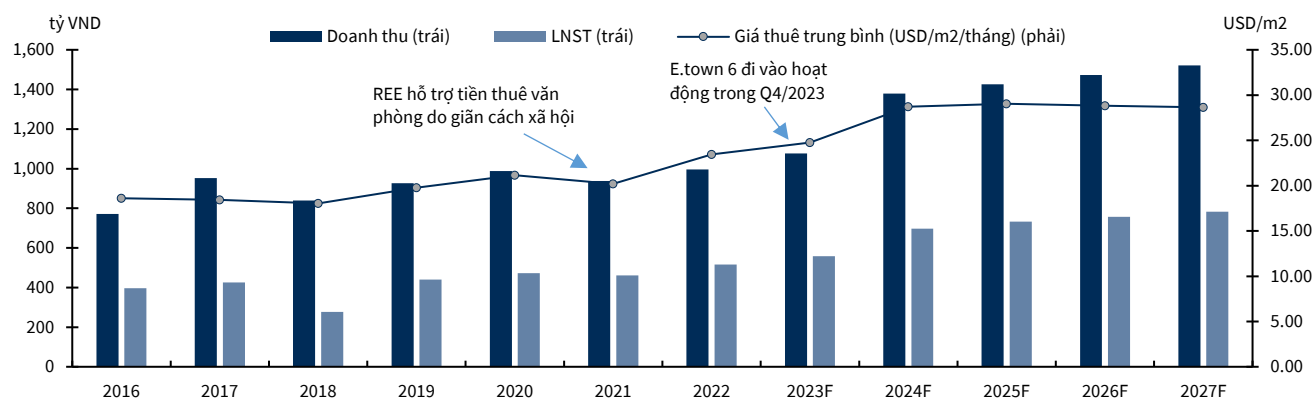
Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của mảng BĐS & cho thuê văn phòng lần lượt đạt 1,037 tỷ VNĐ (+10.5% YoY) và 579 tỷ VNĐ (-8.1% YoY). Tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà văn phòng cho thuê đạt trung bình 97.5%. Giá cho thuê phục hồi so với nền thấp 2021 do chính sách giảm 20% tiền thuê và dịch vụ cho khách thuê. Điều này đóng góp tích cực vào tăng trưởng của mảng này trong 2022. Chúng tôi kỳ vọng trong 2023, mảng cho thuê văn phòng của REE sẽ tiếp tục mang lại dòng tiền ổn định cho REE.

Với giai đoạn tới, chúng tôi cho rằng, mảng cho thuê văn phòng của REE sẽ giữ được tăng trưởng doanh thu ổn định với CAGR giai đoạn 2023-2027 đạt 9%/năm nhờ vào:

- **Tỷ lệ lấp đầy sẽ tiếp tục duy trì ở mức trung bình 98-100%:** Hiện nay, REE đang vận hành tổng cộng hơn 150,000 m² diện tích văn phòng hạng B. Với vị trí thuận lợi và giá cho thuê thấp hơn mặt bằng chung, chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy diện tích cho thuê của REE sẽ được đảm bảo ổn định trong khoảng 98-100%/năm trong giai đoạn tới.
- **Giá cho thuê văn phòng tiếp tục có xu hướng tăng trong trung và dài hạn:** Với nguồn cung hạn chế trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng giá thuê trung bình các cao ốc của REE sẽ đạt mức tăng trung bình khoảng 3.5%/năm nhờ vào vị trí thuận lợi và xu hướng chuyển đổi văn phòng hạng A sang văn phòng hạng B của các doanh nghiệp nội địa nhằm tối ưu chi phí hoạt động.
- **E.town 6 hoạt động trong năm 2023 sẽ góp phần tăng diện tích cho thuê của REE với giá thuê trung bình cao hơn:** E.town 6 là cao ốc văn phòng cho thuê mới được REE khởi công vào năm 2020 và dự kiến đi vào hoạt động từ giữa Q4/2023. E.town 6 sẽ là tòa nhà văn phòng hạng B mới, với tổng diện tích cho thuê đạt 40,000m², gồm 16 tầng nổi và 7 tầng hầm được trang bị nhiều tiện ích hiện đại. Chúng tôi ước tính E.town 6 khi đi vào khai thác sẽ nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê của REE lên 200,000 m² với mức giá cho thuê dự kiến cao hơn các tòa nhà cũ, đạt khoảng 27 USD/m²/tháng và mức tăng giá trung bình khoảng 3%/năm. Chúng tôi ước tính E.town 6 sẽ đóng góp ổn định khoảng 300-320 tỷ doanh thu mỗi năm cho REE từ năm 2024, đem lại dòng tiền đều đặn cho công ty.

Về mảng bất động sản, kết quả kinh doanh năm 2022 giảm so với 2021 là do Quý 4 năm 2021 công ty ghi nhận được lợi nhuận từ việc thoái vốn CTCP Hạ tầng và Bất động sản Việt Nam (VIID), trong khi lợi nhuận sau thuế năm 2022 phần lớn đến từ khoản cổ tức được nhận của công ty thành viên.

Trong 4Q2022, REE Land – một công ty thành viên chuyên về mảng bất động sản của REE đã trúng đấu giá quyền sử dụng đất dự án Khu dân cư Phường Bồ Xuyên – Thành phố Thái Bình – Tỉnh Thái Bình. Tổng diện tích khu đất là 19,375 m². Công năng dự án gồm nhà liền kề, shophouse, biệt thự, chung cư cao tầng và thương mại dịch vụ. Chúng tôi chưa tính đến dự án này trong dự báo và định giá cho đến khi có thêm thông tin về dự án.

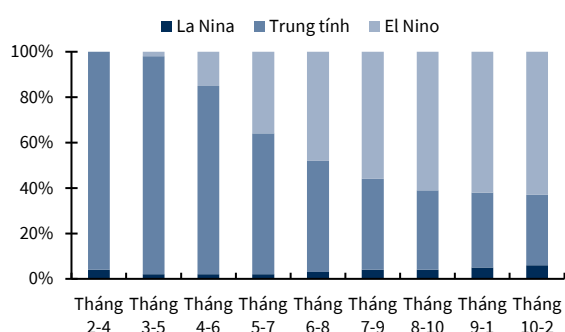
Biểu đồ 4. Kết quả kinh doanh và dự phóng mảng BĐS & Cho thuê văn phòng của REE, 2016-2026 (tỷ VNĐ)

Nguồn: REE, KBSV

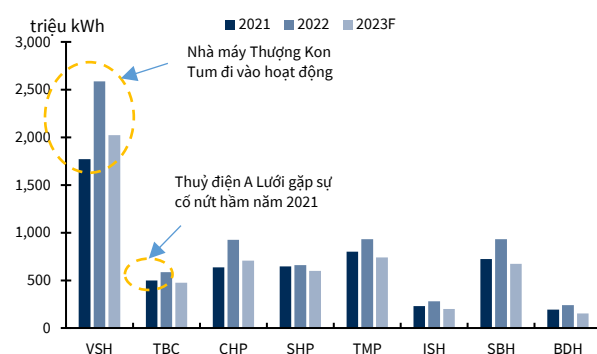
Thủy điện: tình hình thủy văn không còn thuận lợi trong năm 2023

Kết quả 2022 mảng điện của REE, đặc biệt là thủy điện ghi nhận tăng trưởng ấn tượng với doanh thu và LNST lần lượt đạt 3,847 tỷ VNĐ (+103.1% YoY) và 1,443 tỷ VNĐ (+122.6% YoY). Đóng góp vào sự tăng trưởng vượt bậc này nhờ vào: **(1)** tình hình thủy văn tiếp tục thuận lợi và nhu cầu tiêu thụ điện năm 2021 ở mức thấp do bởi quý 3 năm 2021 dịch bệnh Covid-19 bùng phát trở lại, **(2)** Việc đưa vào vận hành và ghi nhận trọn năm kết quả của thủy điện Thượng Kon Tum **(3)** Giá thị trường điện cạnh tranh (CGM) duy trì ở mức cao do EVN tăng cường huy động các nguồn điện có chi phí cao như điện khí (+44% so với 2021).

Theo dự báo của các tổ chức khí tượng lớn trên thế giới cho rằng thời tiết sẽ bước vào pha trung tính trong năm 2023 và xác suất cao xuất hiện El Nino từ tháng 5/2023 trở đi. Điều này sẽ ảnh hưởng tới khả năng phát điện của thủy điện do không còn lượng mưa dồi dào như giai đoạn 2021-2022. Theo đó, chúng tôi dự phóng sản lượng các nhà máy thủy điện của REE sẽ giảm vào năm 2023.

Biểu đồ 5. Hình thái thời tiết khả năng qua chuyển qua pha trung tính và El Nino trong 2023

Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 6. Dự báo sản lượng các nhà máy thủy điện của REE (triệu kWh)

Nguồn: REE, KBSV

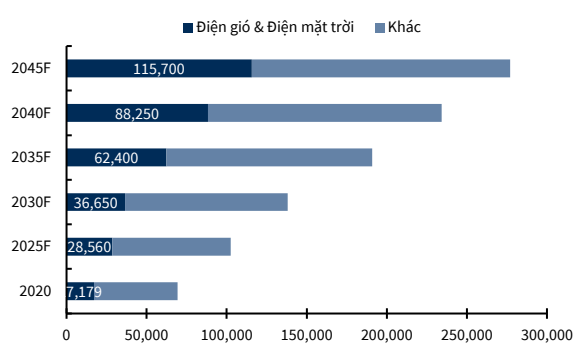
Năng lượng tái tạo: Điện mặt trời áp mái gặp thách thức trong mở rộng công suất mới và kỳ vọng vào QHĐ8

Mảng năng lượng tái tạo có kết quả kinh doanh khả quan trong 2022 với doanh thu và LNST lần lượt đạt 928 tỷ VNĐ (+81% YoY) và 201 tỷ VNĐ (+136% YoY). Kết quả tích cực này nhờ vào việc đóng góp mới từ 3 dự án điện gió mới (Trà Vinh, Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2) và phát triển mới 30 MWp điện mặt trời mái nhà.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tiềm năng công suất mới sẽ không cao khi hiện tại ngành NLTT vẫn gặp phải vấn đề từ chính sách giá cho các dự án mới. Vì vậy, dự phóng tốc độ tăng trưởng công suất mới sẽ thấp hơn vào năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng REE Solar Energy vẫn gia tăng công suất điện mặt trời áp mái ~35-100 MWp mỗi năm cho giai đoạn 2023-2027 trong bối cảnh có cơ chế định giá tốt hơn cho lĩnh vực năng lượng tái tạo. Tương ứng, dự phóng tổng công suất năng lượng mặt trời trên mái nhà là 464 MWp vào năm 2027F.

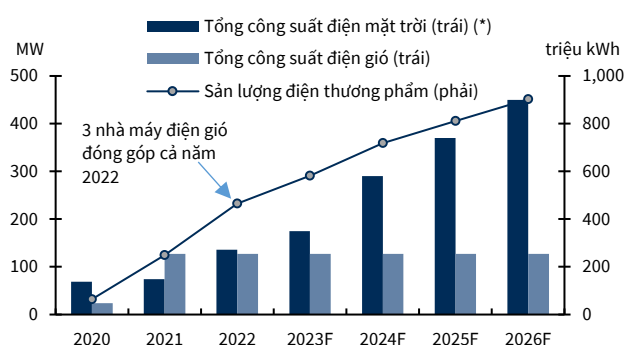
Về mảng điện gió, chúng tôi kỳ vọng 3 nhà máy điện gió của REE sẽ hoạt động ổn định với sản lượng tiêu thụ cao trong năm 2023 do giá bán điện gió hiện đang cạnh tranh hơn so với nhiệt điện và việc thủy điện không còn hưởng lợi từ tình hình thời tiết. Ngoài ra, với sự quyết liệt của Chính phủ trong việc phát triển các dự án năng lượng tái tạo để đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0 tới năm 2050 thể hiện qua Quy hoạch điện VIII cùng với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện đạt mức cao trong những năm tới nhờ vào nhu cầu điện cho phát triển kinh tế - xã hội, chúng tôi kỳ vọng rằng những yếu tố trên sẽ giúp các nhà máy điện gió của REE được huy động ở hiệu suất cao trong những năm tới.

Biểu đồ 7. Cơ cấu nguồn phát chứng kiến sự tăng mạnh của năng lượng tái tạo (MW)



Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, KBSV

Biểu đồ 8. Dự báo sản lượng mảng năng lượng tái tạo của REE, 2020-2026



Nguồn: REE, KBSV, (*) 1 MWp ~ 0.8 MW

Mảng nhiệt điện: Kỳ vọng phục hồi trong 2023

Lợi nhuận của mảng nhiệt điện 2022 suy giảm, tương ứng đạt 80 tỷ VNĐ (-28.6% YoY) do (1) REE ghi nhận lợi nhuận từ việc thoái vốn từ QTP trong năm 2021 (2) Giá nhiên liệu tăng cao, nhiệt điện được huy động kém hơn (3) Tổ máy S6 của nhà máy nhiệt điện Phả Lại chưa hoạt động trở lại.

Tổ máy S6 của PPC đã gặp sự cố nghiêm trọng từ tháng 3/2021 và phải dừng máy tới hiện tại để thực hiện công tác khắc phục và sửa chữa. Chúng tôi cho rằng, PPC sẽ kết thúc quá trình sửa chữa tổ máy và phát điện trở lại từ tháng 9/2023.

Hơn nữa, dư địa huy động cho các nhà máy nhiệt điện sẽ nhiều hơn vào 2023 do (1) La Nina kết thúc, sản lượng thủy điện bị ảnh hưởng (2) Giá than thế giới hạ nhiệt. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng nhiệt điện phục hồi trong năm 2023 sẽ bù đắp phần nào sự sụt giảm từ những nhà máy thủy điện

Màng nước: Màng kinh doanh đem lại dòng tiền ổn định

Màng nước là một trong những mảng kinh doanh đóng góp ổn định vào cơ cấu lợi nhuận của REE với doanh thu và LNST 2022 đạt 154 tỷ VNĐ (+67.4% YoY) và tỷ 339 VNĐ (+24% YoY) (LNST được REE ghi nhận từ các công ty liên doanh liên kết).

Tính đến hết năm 2022, REE vẫn duy trì danh mục với 8 công ty LDLK hoạt động trong mảng xử lý và phân phối nước sạch. Doanh nghiệp cũng hợp nhất 65% một công ty tư vấn thiết kế dự án nước TK+. Đây là mảng kinh doanh ít biến động do gần như không có tồn kho và nhu cầu luôn tăng trưởng qua từng năm, từ đó giúp REE có nguồn thu ổn định để có thể tái đầu tư vào mảng năng lượng – trụ cột tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp.

Bảng 6. Dự phóng kết quả kinh doanh mảng nước của REE, 2021-2026 (tỷ VNĐ)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Sản lượng	676.6	699.6	706.3	713.6	721.0	728.7
Cấp nước	258.3	267.2	273.88	280.73	287.75	294.94
Xử lý nước	418.3	432.4	432.39	432.83	433.27	433.71
Doanh thu	4,602.0	4,900.0	5,122.4	5,357.6	5,604.4	5,863.2
Lợi nhuận ròng hợp nhất vào REE	274.0	339.0	328.12	343.19	359.00	375.58

Nguồn: REE, KBSV

Bảng 7. Danh mục đầu tư mảng nước của REE

Công ty	Địa điểm	Công suất (m ³ /ngày)	Sở hữu của REE
Công ty xử lý nước			
CTCP B.O.O NƯỚC THỦ ĐỨC (BOO)	Thủ Đức, TP.HCM	300,000	42.10%
CTCP ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH NƯỚC SẠCH SÀI GÒN (SWIC)	Thủ Đức, TP.HCM	300,000	40.00%
CTCP ĐẦU TƯ NƯỚC TÂN HIỆP (THW)	Tân Hiệp, TP. HCM	300,000	32.00%
CTCP ĐẦU TƯ NƯỚC SẠCH SÔNG ĐÀ (VCW)	Hoà Bình, Hà Nội	300,000	36.00%
Công ty phân phối nước sạch			
CTCP CẤP NƯỚC THỦ ĐỨC (TDW)	Thủ Đức, TP.HCM		44.20%
CTCP CẤP NƯỚC GIA ĐỊNH (GDW)	Gia Định		20.10%
CTCP CẤP NƯỚC NHÀ BÈ (NBW)	Nhà Bè		20.00%
Xử lý và phân phối nước sạch			
CTCP CẤP THOÁT NƯỚC KHÁNH HÒA (KHW)	Khánh Hoà	120,000	44.00%
Tư vấn thiết kế phát triển nhà máy			
CÔNG TY TNHH TK CỘNG (TK Cộng)	TP.HCM		65.00%

Nguồn: REE, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2023: doanh thu và lợi nhuận dự phóng suy giảm

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của REE vào 2023 sẽ đạt 8,811 VNĐ (-6% YoY) và 2,615.1 tỷ VNĐ (-25.1% YoY). Cơ sở dự phóng của chúng tôi dựa trên:

- Mạng M&E tăng trưởng doanh thu 17% YoY với backlog kí mới đạt hơn 2,886 tỷ VNĐ (+20% YoY).
- Mạng cho thuê văn phòng tăng trưởng doanh thu 13% YoY nhờ vào cao ốc E.town 6 bắt đầu được khai thác vào đầu Quý 4/2023 với giá thuê trung bình 27 USD/m²/tháng.
- 35 MWp điện mặt trời áp mái mới được phát triển.

Bảng 2. Dự phóng KQKD 2022-2023F

Tỷ VNĐ	2022	2023F	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	9,371.93	8,811.06	-6.0%	
M&E	2,816	3,297.25	17.1%	Doanh thu thực hiện trong năm 2023 sẽ chủ yếu đến từ những hợp đồng ký mới trong năm 2022. Nhiều dự án sẽ được ghi nhận doanh thu vào năm 2023.
BDS & Cho thuê văn phòng	1,037	1,076.19	3.8%	Giá định giá cho thuê văn phòng sẽ tăng 3%. Dự phóng Etown 6 sẽ đóng góp vào doanh thu của REE từ Q4/2023
Điện và nước	5,365	4,437.62	-19.6%	Giá định sản lượng thủy điện giảm xuống do kết thúc pha La Nina. Điện gió và điện mặt trời áp mái được duy trì ổn định. Tuy nhiên, tốc độ gia tăng công suất điện mặt trời áp mái mới bị giảm xuống do ảnh hưởng về cơ chế tính giá bán điện. Tổ máy S6 của PPC kỳ vọng sẽ hoạt động trở lại từ tháng 9/2023.
Lợi nhuận gộp	4,329	3,389.00	-22%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	46.2%	38.5%		
Chi phí SG&A	667	627		
% SG&A / doanh thu	7.1%	7.1%		
LN từ HĐKD	3,663	2,762		
Thu nhập tài chính	187	218		
Chi phí tài chính	942	1,114		
Thu nhập khác (ròng)	(107)	(107)		
LN trước thuế	3,878.5	2,889.10		
LN sau thuế	3,515.38	2,617.10		

Nguồn: REE, KBSV

Định giá

Phương pháp 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 83,000 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 23.5% so với giá đóng cửa ngày 29/03/2022. 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. Giá cổ phiếu đã chiết khấu từ thời điểm tháng 12/2022 phản ánh 1 phần triển vọng cũng như kì vọng của thị trường về những khó khăn của REE sẽ gặp trong thời gian tới. Mỗi nhịp điều chỉnh giá cổ phiếu sẽ là cơ hội tích hợp cho việc đầu tư và nắm giữ REE cho triển vọng lạc quan dài hạn với các dự án mới trong tương lai.

Định giá chưa bao gồm các dự án mở rộng nhà máy thủy điện và điện gió mới của REE

Mô hình định giá của chúng tôi chưa bao gồm các dự án mở rộng mới của các công ty con cũng như công ty thành viên của REE và các dự án điện gió mới do chưa có thông tin chi tiết.

Bảng 8. Tổng hợp định giá REE

Định giá	Phương pháp	Project NPV	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị của REE
Điện				21,339
Thủy điện	DCF	32,013	23-50%	13,224
Nhiệt điện	DCF	5,371	24-30%	1,427
Điện mặt trời	DCF	1,533	99.99%	1,533
Điện gió	DCF	5,543	50-100%	5,099
Phân phối điện (DTV)	BV	56	66.29%	56
Cho thuê văn phòng & BĐS				8,296
Các dự án hiện tại	Tỷ lệ hoàn vốn	7,596	100%	7,596
Etown 6	DCF	700	100%	700
M&E	P/E	1,649	100%	1,649
Nước	P/E	3,729	20-44%	3,729
Đầu tư khác	BV	1,236		1,236
Tổng giá trị				36,249
(-) Vay nợ ròng công ty mẹ tại 31/12/2022				-3,369
Giá trị VCSH				32,880
Chiết khấu tập đoàn đa ngành				10%
Giá trị hợp lý				29,592
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				356.41
Giá trị cổ phiếu				83,000
Giá hiện tại (28/03/2022)				67,200
Tổng mức sinh lời				23.5%

Nguồn: KBSV ước tính

PHỤ LỤC**REE – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2020A – 2023F**

Báo cáo Kết quả HĐKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F	(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần	5,810	9,372	8,811	9,881	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	31,827	33,914	38,868	43,139
Giá vốn hàng bán	-3,500	-5,042	-5,422	-6,225	TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,806	8,573	13,134	16,391
Lãi gộp	2,310	4,330	3,389	3,656	Tiền và tương đương tiền	1,831	1,151	3,588	3,558
Thu nhập tài chính	466	187	218	419	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	914	1,749	1,836	1,928
Chi phí tài chính	-707	-942	-1,114	-1,239	Các khoản phải thu	2,987	4,013	3,114	3,330
Trong đó: Chi phí lãi vay	-663	-883	-1,114	-1,239	Hàng tồn kho, ròng	800	1,409	1,188	1,296
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	915	774	1,130	1,095	TÀI SẢN DÀI HẠN	25,021	25,341	25,734	26,748
Chi phí bán hàng	-85	-89	-84	-94	Phải thu dài hạn	37	33	33	33
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-370	-578	-543	-609	Tài sản cố định	16,058	15,842	15,712	16,248
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,529	3,682	2,996	3,228	Tài sản dở dang dài hạn	406	549	549	549
Thu nhập khác	25	44	44	44	Đầu tư dài hạn	1,570	1,457	1,546	1,639
Chi phí khác	12	151	151	151	Lợi thế thương mại	308	583	0	0
Thu nhập khác, ròng	13	-107	-107	-107	NỢ PHẢI TRẢ	15,469	14,711	17,215	18,851
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	1	Nợ ngắn hạn	4,062	4,086	4,201	4,338
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,542	3,575	2,889	3,121	Phải trả người bán	660	650	850	964
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-264	-363	-272	-293	Người mua trả tiền trước	822	810	948	884
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,135	3,515	2,617	2,827	Vay ngắn hạn	1,234	1,455	1,266	1,287
Lợi ích của cổ đông thiểu số	280	823	613	283	Nợ dài hạn	11,407	10,625	13,014	14,513
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,855	2,693	2,004	2,545	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	216	216	216	216
					Vay dài hạn	10,740	9,946	12,335	13,834
Chỉ số hoạt động	2021	2022	2023F	2024F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	16,358	19,204	21,653	24,288
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39.8%	46.2%	38.5%	37.0%	Vốn góp	3,101	3,564	3,566	3,566
Tỷ suất EBITDA	47.3%	52.2%	43.0%	40.5%	Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
Tỷ suất EBIT	31.9%	39.1%	31.4%	29.9%	Lãi chưa phân phối	8,964	10,705	12,540	14,892
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	41.3%	41.4%	32.8%	31.6%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	187	187	187	187
Tỷ suất lãi hoạt động KD	43.5%	39.3%	34.0%	32.7%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,056	3,697	4,310	4,593
Tỷ suất lợi nhuận thuần	36.8%	37.5%	29.7%	28.6%					
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2021	2022	2023F	2024F	Chỉ số chính				
(Tỷ VND)					(x, %, VND)				
Lãi trước thuế	2,400	3,879	2,889	3,120	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	893	1,225	1,027	1,045	P/E	12.1	10.6	14.8	11.6
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-989	-989	-989	-989	P/E pha loãng	12.1	10.6	14.8	11.6
Chi phí lãi vay	673	888	1,120	1,246	P/B	1.4	1.5	1.4	1.2
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,767	5,003	4,047	4,422	P/S	3.9	3.1	3.4	3.0
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	30	-771	899	-216	P/Tangible Book	1.4	1.5	1.4	1.2
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	78	-623	221	-108	P/Cash Flow	14.7	18.2	7.1	9.9
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-854	126	200	114	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	13.0	8.7	11.6	11.4
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-99	0	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	19.2	11.6	15.9	15.5
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-384	-2,154	-1,178	-1,209					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,525	1,569	4,189	3,003	Hiệu quả quản lý				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-3,912	-738	-3,084	-3,458	ROE%	13.1%	18.3%	12.1%	11.6%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	27	0	0	ROA%	6.7%	10.4%	6.7%	6.6%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-904	-2,155	-2,155	-2,155	ROIC%	6.8%	12.2%	8.5%	8.1%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,489	2,114	2,114	2,114	Cấu trúc tài chính				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-224	-738	-738	-738	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.7	0.7	1.3	1.3
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	247	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.4	1.7	2.0	2.0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,291	722	433	260	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.7	2.1	3.1	3.8
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-2,013	-768	-3,417	-3,964	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.7	0.5	0.6	0.6
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	121	1	0	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền thu được các khoản đi vay	3,972	1,827	2,200	1,520	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền trả các khoản đi vay	-2,340	-2,734	0	0	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuế tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Cổ tức đã trả	-86	-574	-535	-589	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.9	0.8	0.8	0.8
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.5	0.4	0.4	0.4
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	1,667	-1,481	1,665	931	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,179	-680	2,437	-30	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	1.9	2.7	2.5	3.1
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	652	1,831	1,151	3,588	Hệ số quay vòng HTK	4.4	4.6	4.6	4.8
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,831	1,151	3,588	3,558	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	9.0	14.3	11.8	10.9

Nguồn: REE, KBSV

KHOẢ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

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

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

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

Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann1@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anh1d@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anh1tp@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 G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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:	Nắm giữ:	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.