

Vài nét về doanh nghiệp

REE là doanh nghiệp đa ngành hiện đang kinh doanh chính trong 3 mảng gồm có tiện ích, cho thuê văn phòng & BĐS và cơ điện lạnh (M&E). Tổng công suất mảng điện theo tỷ lệ sở hữu của của REE ở mức 1.051 MW.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu (06/11/2024)

76.00

Tiềm năng tăng giá

19%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Đa ngành
Thị giá (06/11/2024)	63.90
Biến động 1 năm	47.20 – 72.20
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	0.83
Vốn hóa (Tỷ đồng)	30.192
P/E	13.7
P/B	1.5
%NN sở hữu	49%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
REE	-2%	-5%	36%
VNindex	-0.5%	5%	12%

Tỷ lệ sở hữu

Platinum Vicotry Pte.Ltd	35.7%
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.8%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Quang Nhựt

nqnhut@vcbs.com.vn

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

BƯỚC QUA KHÓ KHĂN

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA cổ phiếu REE** với giá mục tiêu ở mức **76.000 đồng/cp** (tương đương triển vọng tăng 19% so với giá hiện tại) dựa trên các triển vọng sau: (1) Sản lượng điện phục hồi khi El Nino qua đi; (2) Doanh mảng BĐS & cho thuê VP tăng trưởng với dự án the Light Square và Etown 6; (3) Mảng M&E phục hồi với lượng backlog tích cực; (4) REE tích cực triển khai các dự án nhà máy điện mới, gia tăng công suất.

KQKD Q3/2024

KQKD Q3.2024 khả quan với đạt 2.031 tỷ đồng (+3% YoY), LNST đạt 561 tỷ đồng (+21% YoY). LNST tăng nhờ vào: (1) Mảng năng lượng tăng tốt khi thời tiết bất lợi đi qua; (2) Chi phí tài chính giảm với mặt bằng lãi suất thấp hơn cùng kỳ; (3) Ghi nhận doanh thu từ dự án The Light Square.

Lũy kế 9T2024, doanh thu của REE đạt 6.048 tỷ đồng (-7% YoY, đạt 57% KH), LNST CDM đạt 1.315 tỷ đồng (-22% YoY, đạt 55% KH).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sản lượng mảng năng lượng kỳ vọng kỳ vọng tăng trưởng 5%YoY vào Q4/2024 khi bước vào cao điểm và duy trì ổn định trong năm 2025. Do 53% công suất của năng lượng của REE đến từ nhóm thủy điện và hiện tượng La Nina được dự báo quay trở lại trong Q4/2024 nên chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện của REE sẽ tăng 5% YoY trong Q4/2024 và duy trì ổn định trong năm 2025. Bên cạnh đó, REE còn đang triển khai ba nhà máy điện mới gồm NMTĐ Thác Bà 2, Trà Khúc 2, NMDG Duyên Hải gia tăng công suất thêm 97 MW (+9% công suất so với hiện tại).

Doanh thu mảng cho thuê văn phòng trong năm 2025 kỳ vọng tăng trưởng 20% YoY nhờ dự án Etown 6 được kỳ vọng lấp đầy. Dự án Etown 6 có diện tích cho thuê khoảng 36.798 m2 bắt đầu được cho thuê 2H2024, tỷ lệ lấp đầy năm đầu kỳ vọng 50%. Trong năm 2025, tỷ lệ lấp đầy của dự án được kỳ vọng sẽ đạt trên 90% thúc đẩy doanh thu mảng cho thuê văn phòng tăng trưởng 20% YoY. Bên cạnh đó Dự án The Light Square tại Thái Bình với 45 căn tháp tầng sẽ được bàn giao và ghi nhận doanh thu trên 1.000 tỷ đồng trong năm 2024 và 2025.

Mảng M&E phục hồi nhờ vào lượng backlog từ sân bay Long Thành. Lượng backlog lũy kế đến hết Q3/2024 đạt 3.902 tỷ (gấp 4 lần cùng kỳ) dự kiến sẽ giúp doanh thu mảng M&E phục hồi trong năm 2025.

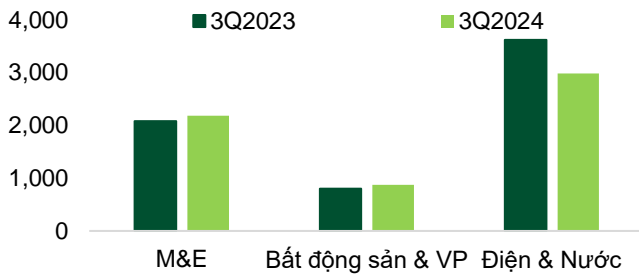
Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.570	9.285	9.977
LNST (tỷ đồng)	2.787	2.873	3.345
Nợ/TTS (%)	34%	31%	26%
TS LN gộp (%)	43%	42%	43%
EPS - TTM (đồng)	5.354	4.728	4.787

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q3.2024

Đơn vị: tỷ đồng	Q3/2024	YoY	9T2024	YoY	KH 2024 REE	%Đạt KH	VCBS dự phóng	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	2.029	3%	6.048	-7%	10.588	57%	9.285	Doanh thu tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ nhờ mảng Năng lượng và mảng cho thuê văn phòng & BĐS
<i>Năng lượng</i>	<i>1.008</i>	<i>13%</i>	<i>2.942</i>	<i>-17%</i>	<i>5.061</i>	<i>58%</i>	<i>4.379</i>	<i>Doanh thu tăng trưởng 13% YoY chủ yếu nhờ sản lượng điện cải thiện 8% YoY</i>
<i>Cho thuê văn phòng và BĐS</i>	<i>282</i>	<i>6%</i>	<i>876</i>	<i>9%</i>	<i>2.137</i>	<i>41%</i>	<i>1.820</i>	<i>Mảng cho thuê VP và BĐS có sự tăng trưởng 6% do (1) Mảng BĐS bắt đầu ghi nhận doanh thu dự án the Light Square (2) E.town 6 đã hoàn thành và đi vào hoạt động từ T6/2024 với tỷ lệ lấp đầy ban đầu chưa cao.</i>
<i>M&E</i>	<i>705</i>	<i>-8%</i>	<i>2.186</i>	<i>5%</i>	<i>3.245</i>	<i>67%</i>	<i>2.952</i>	<i>Doanh thu M&E giảm nhẹ do mới khởi công các dự án mới chưa tiến hành ghi nhận doanh thu</i>
<i>Nước</i>	<i>34</i>	<i>6%</i>	<i>44</i>	<i>-25%</i>	<i>145</i>	<i>30%</i>	<i>134</i>	
LNST CDM	480	7%	1.315	-22%	2.409	55%	2.228	LNST CDM tăng 7%YoY chủ yếu nhờ vào kết quả tích cực của mảng năng lượng

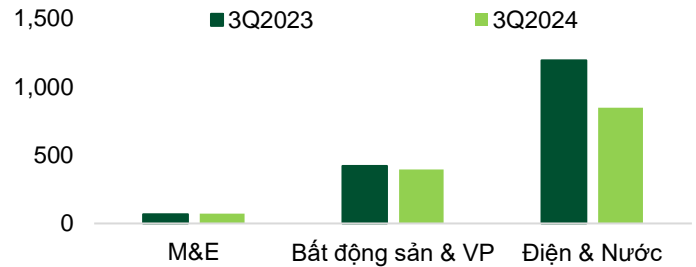
Nguồn: REE, VCBS ước tính và dự phóng

Hình 1: Doanh thu của REE theo từng mảng kinh doanh



Nguồn: REE, VCBS tổng hợp và ước tính

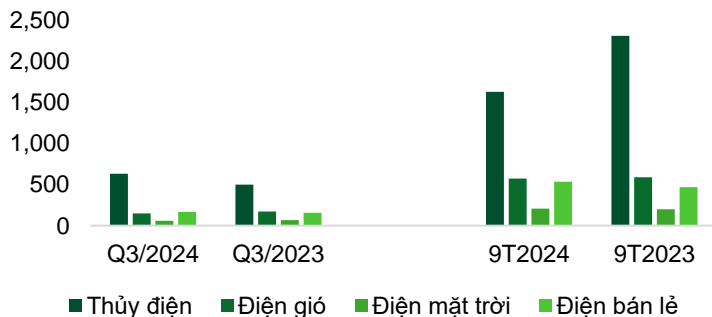
Hình 2: LNG của REE theo từng mảng kinh doanh



Nguồn: REE, VCBS tổng hợp và ước tính

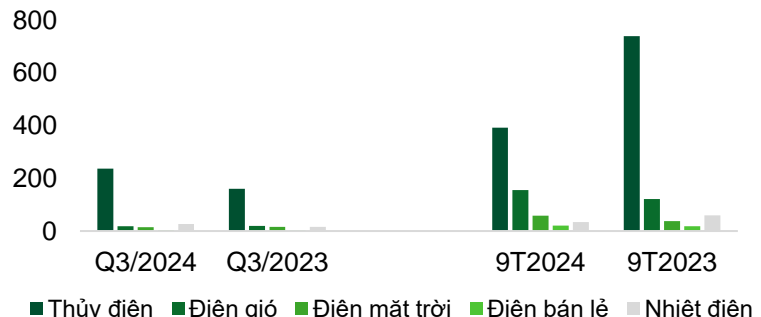
MẢNG NĂNG LƯỢNG

Hình 3: Doanh thu mảng năng lượng (tỷ đồng)



Nguồn: REE, VCBS tổng hợp và ước tính

Hình 4: Lợi nhuận mảng năng lượng (tỷ đồng)

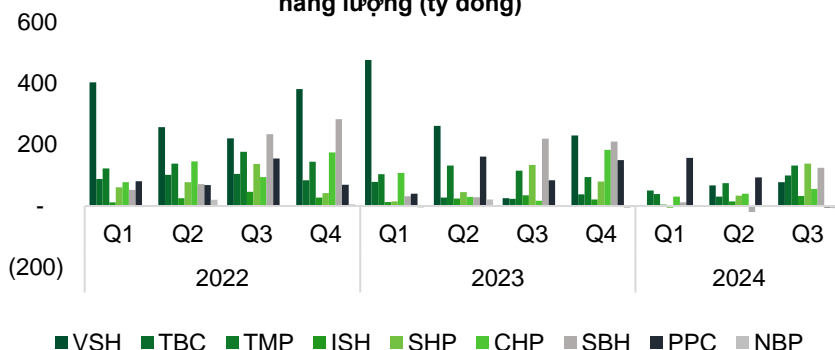


Nguồn: REE, VCBS tổng hợp và ước tính

Kết quả kinh doanh Q3/2024 của mảng năng lượng có sự khởi sắc nhờ vào sản lượng của nhóm thủy điện gia tăng

Kết quả kinh doanh của từng mảng năng lượng có sự chuyển biến tích cực trong Q3/2024, tuy nhiên lũy kế 9T2024 vẫn thấp hơn so với cùng kỳ.

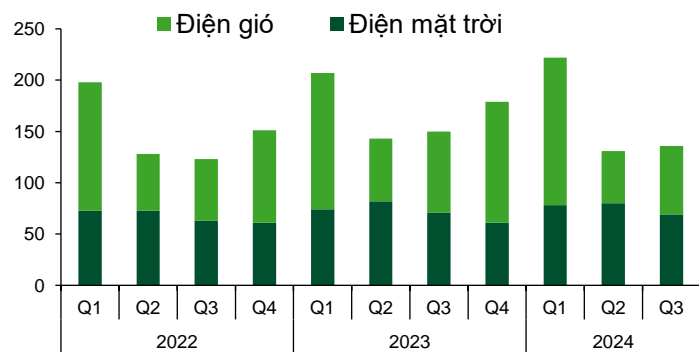
Hình 5: LNST của một số công ty con và LDLK của mảng năng lượng (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Fiinpro, VCBS tổng hợp

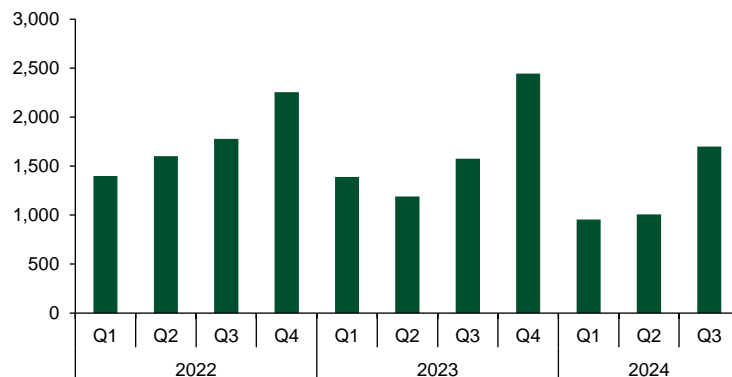
- **Thủy điện:** sản lượng Q3/2024 tăng 8% YoY, đạt 1,7 tỷ kWh góp phần giúp doanh thu tăng 13% YoY. Cùng với đó, chi phí lãi vay giảm và giá bán cải thiện đã giúp lợi nhuận thủy điện tăng 48% YoY. Tuy nhiên, lũy kế 9T2024 ghi nhận doanh thu và lợi nhuận giảm mạnh do (1) Qc điều chỉnh từ 90% lên 98%; (2) Sản lượng vẫn thấp hơn cùng kỳ năm trước do 1H2024 tích nước chủ động và El Nino ảnh hưởng.
- **NLTT:** Điện gió và điện mặt trời có sản lượng giảm so với cùng kỳ có thể do tốc độ gió và bức xạ giảm sút so với năm trước. Lũy kế 9T2024, lợi nhuận của điện gió và điện mặt trời lần lượt tăng 29% và 53% nhờ vào chi phí tài chính giảm khi mặt bằng lãi vay giảm và REE đã chủ động tối ưu hóa được chi phí quản lý, vận hành.
- **Nhiệt điện:** Sản lượng trong quý 3 giảm nhẹ do NSMO ưu tiên huy động thủy điện khi điều kiện thủy văn thuận lợi. Lũy kế 9T2024, sản lượng nhiệt điện tăng mạnh 52% YoY nhờ PPC hoàn thành sửa chữa và được ưu tiên huy động trong 1H2024. Mặc dù vậy, lợi nhuận hợp nhất vào REE vẫn có sự giảm sút do cổ tức từ PPC giảm và REE thoái vốn một phần (8,9 triệu cổ phiếu) trong năm 2024.

Hình 6: Sản lượng điện gió và ĐMT của REE (triệu kWh)



Nguồn: REE. VCBS tổng hợp và ước tính

Hình 7: Sản lượng thủy điện của REE (triệu kWh)



Nguồn: REE. VCBS tổng hợp và ước tính

MẢNG THÀU CƠ ĐIỆN (M&E)

Mảng M&E của REE dần khởi sắc với khối lượng hợp đồng ký mới dần gia tăng

Kết quả kinh doanh của mảng M&E trong Q3/2024 kém khả quan với doanh thu giảm 8% YoY và LNST giảm 14% YoY do REE thực hiện trích lập dự phòng bổ sung cho các khoản phải thu khó đòi và bắt đầu triển khai các dự án mới ký hợp đồng. Biên lợi nhuận ròng tiếp tục đi ngang và duy trì ở mức khoảng 3%.

MẢNG BĐS VÀ CHO THUÊ VP

Mảng BĐS và cho thuê VP bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Etown 6 và the Light Square

Mảng BĐS và cho thuê VP trong Q3/2024 ghi nhận doanh thu tăng 5% trong khi LNST giảm khoảng 26% YoY do bắt đầu ghi nhận khấu hao và lãi vay của dự án Etown 6 trong khi tỷ lệ lấp đầy trong thời gian đầu chưa cao. Dự án the Light Square ghi nhận doanh thu đạt 12 tỷ đồng và LNST 2 tỷ đồng trong Q3/2024. REE cho biết đang tập trung bán toàn bộ các căn còn lại của dự án trong Q4/2024.

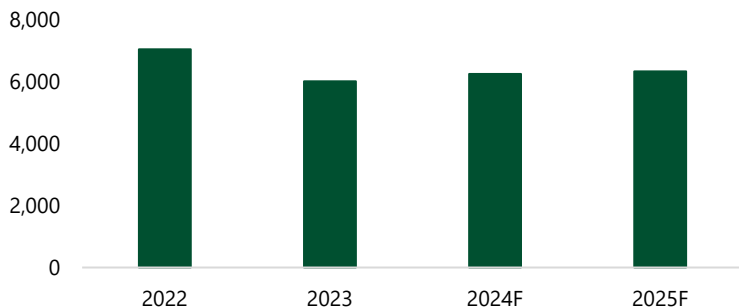
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

MẢNG NĂNG LƯỢNG

Sản lượng mảng năng lượng kỳ vọng phục hồi nhờ vào thời tiết bất lợi qua đi và các dự án mở rộng công suất triển vọng

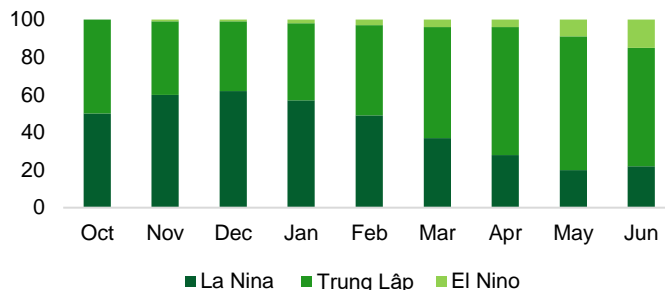
Sản lượng mảng thủy điện của REE dự kiến sẽ tăng trưởng khoảng 5% trong Q4/2024 và hoạt động ổn định trong năm 2025 nhờ vào: (1) Điều kiện thời tiết thuận lợi khi El Nino qua đi và La Nina được dự báo quay trở lại trong Q4/2024; (2) Đóng góp sản lượng từ Nhà máy thủy điện Thác Bà 2 (19MW).

Hình 7: Dự phóng sản lượng thủy điện của REE (triệu kWh)



Nguồn: REE, VCBS tổng hợp và dự phóng

Hình 8: Xác suất diễn ra El Nino, Trung lập, La Nina từ tháng 10/2024-6/2025(%)



Nguồn: IRI, VCBS

Chúng tôi ước tính tổng công suất thiết kế của REE điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu ở mức 1051 MW, trong đó chủ yếu là các nhà máy thủy điện (NMTĐ) với 557 MW. Do đó, REE dự kiến sẽ được hưởng lợi khi hiện tượng La Nina quay trở lại. Cụ thể, IRI dự báo xác suất La Nina trở lại vào tháng 12 ở khoảng 60%. **Chúng tôi cho rằng sản lượng điện của nhóm thủy điện tiếp tục cải thiện trong Q4/2024 khi REE bước vào giai đoạn cao điểm với điều kiện thời tiết thuận lợi và nhu cầu phụ tải tăng cao.**

Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng tỷ lệ Qc của các nhà máy thủy điện có thể tiếp tục duy trì ở mức 98%

Trong khi đó, nhóm nhiệt điện của REE dự kiến sẽ có sản lượng tăng trưởng trên 50% YoY trong năm 2024. Chủ yếu nhờ vào NSMO ưu tiên huy động điện từ nguồn nhiệt điện than từ 1H2024 và sự trở lại của tổ máy S6 của PPC. Xu hướng này dự kiến sẽ tiếp diễn trong 1H2025 khi nhiệt điện được ưu tiên huy động từ đầu năm.

Tuy nhiên, REE gặp bất lợi khi tỷ lệ Qc thủy điện điều chỉnh từ 90% lên 98% trong năm 2024. Đối với các nhóm thủy điện, đây là yếu tố tác động tiêu cực bởi giá PPA của các nhà máy thủy điện thường thấp hơn giá FMP trên thị trường phát điện cạnh tranh. Bên cạnh đó, quyết định số 158/QĐ-ĐTĐL ban hành ngày 29/12/2023 phê duyệt Kế hoạch vận hành thị trường điện năm 2024 đưa giá trần FMP giảm 11.5% YoY. Trong năm 2025, với quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng Qc thủy điện sẽ tiếp tục duy trì ở mức 98% do tình hình tài chính của EVN vẫn đang gặp nhiều khó khăn. Chúng tôi sẽ cập nhật giả định về Qc khi có thông tin chính thức từ các cơ quan chức năng có thẩm quyền.

REE tiếp tục duy trì chiến lược mở rộng công suất tập trung vào thủy điện, điện gió

Về kế hoạch nâng công suất. REE đang triển khai xây dựng nhà máy điện là Thác Bà 2 (TB2), Trà Khúc 2 (TK2) và nhà máy điện gió Duyên Hải. Sau khi 3 nhà máy điện mới vận hành thương mại, tổng công suất điện của REE ước tính sẽ tăng 9% so với hiện tại.

Trong năm 2024, REE đạt mục tiêu gia tăng 100 MW danh mục năng lượng từ các dự án năng lượng tái tạo phù hợp với quy hoạch điện 8 (QHĐ 8). Trong Q2/2024, REE đã mua lại

70% của CTCP Điện gió Duyên Hải. công ty này có dự án điện gió Duyên Hải tọa lạc tại khu vực tỉnh Trà Vinh. **Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi vẫn chưa đưa dự án này vào mô hình định giá.**

Điện gió Duyên Hải	Giá trị	Đơn vị
Công suất	48	MW
Tổng mức đầu tư	2200	tỷ VNĐ
Sản lượng dự kiến	150	triệu kWh
Tiến độ dự kiến	2H2024: Chuẩn bị đầu tư Q1/2025: Lựa chọn nhà thầu Q2/2025: Xây dựng và lắp đặt thiết bị Q1/2026: Vận hành thương mại	

Nguồn: REE, VCBS tổng hợp

Dựa trên khung pháp lý hiện hành, chúng tôi cho rằng REE và phía công ty mua bán điện của EVN sẽ đàm phán theo thông tư 19/2023/TT-BCT được ban hành ngày 1/11/2023. Giá bán điện của các dự án điện gió trong thời gian tới có khả năng cao sẽ không cao hơn so với giá bán điện của các dự án NLTT chuyển tiếp do LCOE có xu hướng giảm trong dài hạn.

Với tổng công suất các nhà máy điện lên tới 1.051 MW, việc triển khai điện gió Duyên Hải sẽ giúp REE tăng trưởng công suất nhưng không quá đột biến. Tuy nhiên, việc thực hiện được một dự án điện gió mới với giá đàm phán theo khung pháp lý mới sẽ là một bước đi đột phá để REE có thể tiếp tục triển khai các dự án tiếp theo.

Ngoài ra, REE đã đề xuất triển khai 3 dự án điện gió tại tỉnh Trà Vinh với công suất 344 MW theo cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA). Cụ thể, REE đề xuất với tỉnh Trà Vinh xem xét phê duyệt để doanh nghiệp tiến hành khảo sát, nghiên cứu và lập hồ sơ bổ sung ba dự án điện gió V3-5, V3-7 và V1-4 giai đoạn 2 vào Quy hoạch điện VIII điều chỉnh.

Nhà máy đang triển khai	Công suất (MW)	Năm hoạt động dự kiến	Capex (tỷ VNĐ)	Sản lượng dự kiến (triệu kWh)
TĐ Thác Bà 2	18.9	2025	575	70
TĐ Trà Khúc 2	30	2027	1200	120
ĐG Duyên Hải	48	2026	2.200	150

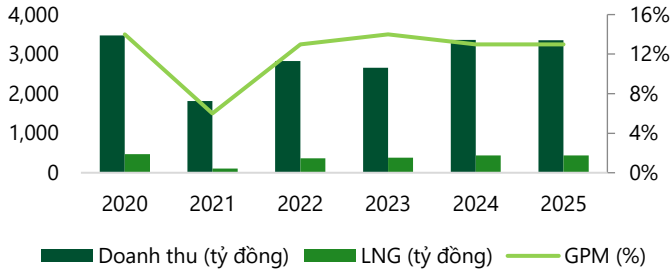
Nguồn: REE, VCBS tổng hợp

MẢNG THẦU CƠ ĐIỆN

Mảng M&E phục hồi với lượng backlog tích cực chủ yếu đến từ sân bay Long Thành

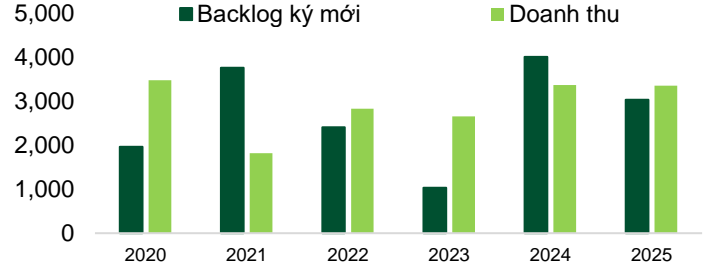
Theo thông tin của REE, lượng backlog ký mới lũy kế của REE tính đến hết Q3/2024 ở mức **3.902 tỷ đồng** (gấp 4 lần cùng kỳ) chủ yếu nhờ vào khối lượng công việc đến từ sân bay Long Thành REE có kinh nghiệm thi công trong các công trình như nhà ga hàng không cao ốc văn phòng, trung tâm thương mại, resort, khách sạn và chung cư cao cấp. Chúng tôi cho rằng lượng backlog trong giai đoạn 2024-2025 của REE dự kiến được đóng góp chủ yếu từ các dự án đầu tư công trong khi các dự án thuộc nhóm tư nhân dần phục hồi.

Hình 11: Doanh thu và LNG và GPM mảng M&E



Nguồn: REE, VCBS tổng hợp và dự phóng

Hình 12: Backlog ký mới và doanh thu ước tính (tỷ VND)



Nguồn: REE, VCBS tổng hợp và dự phóng

Sau khi trích lập nợ xấu và ghi nhận lỗ trong năm 2023, REE đặt kế hoạch sẽ có lợi nhuận ròng trong năm 2024 mảng M&E. Bên cạnh đó, REE cho biết sẽ thận trọng tham gia đấu thầu đối với các dự án sắp tới đồng thời áp dụng biện pháp tạm ngừng thi công khi chủ đầu tư vi phạm thanh toán.

MẢNG BĐS & CHO THUÊ

Mảng BĐS & cho thuê VP kỳ vọng tăng trưởng đột biến từ Etown 6 và Light Square

Dự án Etown 6 nâng 25% tổng diện tích cho thuê văn phòng của REE

Tổng diện tích văn phòng cho thuê của REE tăng thêm khoảng 25% với dự án Etown6. Etown 6 đã được vận hành thương mại vào 2H2024 giúp REE gia tăng diện tích thương mại thêm khoảng 36.798 m2. Tại AGM 2024, REE chia sẻ đã có 2 khách hàng đặt trước với diện tích khoảng 6.000m2. REE đặt mục tiêu tỷ lệ lấp đầy của Etown 6 vào cuối năm nay khoảng 70%.

Về thị trường văn phòng cho thuê tại TP.HCM, CBRE thông kê từ năm 2023 đến nay phân khúc hạng A có thêm khoảng 215.000 m2 diện tích cho thuê và hạng B có thêm khoảng 46.000 m2. Nguồn cung gia tăng mạnh là một thử thách đối với mảng cho thuê văn phòng của REE

Các tòa nhà văn phòng dự kiến hoàn thành trong 2024 và 2025

Tên	Năm dự kiến	NLA (m2)	Địa điểm	Phân Khúc
Etown 6	2024	36.798	Tân Bình	A
Victory Tower	2024	12.500	Gò Vấp	B
D' Saint Raffles	2025	7.000	Quận 3	B
Fideco Center	2024	3.338	Quận 1	A
Marina Central Tower	2025	67.600	Quận 1	A
Nexus Tower	2024	32.600	Quận 1	A
VPB Tower	2024	18.500	Quận 1	A

Nguồn: Cushman & Wakefield, VCBS tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy của Etown 6 vào cuối năm 2024 đạt 50% và 95% vào năm 2025 với mức giá thuê khoảng 24-29 USD/m2/tháng từ đó thúc đẩy doanh thu mảng cho thuê văn phòng tăng trưởng khoảng 20% YoY trong năm 2025.

Dự án The Light Square sẽ đóng góp khoảng 1.000 tỷ doanh thu cho REE

Dự án Light Square được REE Land phát triển có 45 căn hộ thấp tầng. REE đặt mục tiêu sẽ bàn giao và ghi nhận doanh thu của dự án trong năm 2024. Về tòa cao ốc trong quy hoạch 1/500, REE hiện tại vẫn chưa có kế hoạch xây dựng cụ thể và để ngỏ khả năng có thể bán lại dự án cho chủ đầu tư khác. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đóng góp doanh thu trên 1.000 tỷ trong giai đoạn 2024-2025.

Về các dự án mới: REE đang có kế hoạch triển khai các dự án sau:

- **Dự án khu dân cư xã Phú Hội, huyện Nhơn Trạch, Đồng Nai:** Chủ đầu tư là CTCP Đầu tư và Phát triển Nhơn Trạch làm chủ đầu tư (SGR nắm giữ 83%). Trong năm 2024, chủ đầu

REE tích cực triển khai các dự án bất động sản mới

tư tập trung hoàn thành giải phóng mặt bằng và xin giấy phép xây dựng. Dự án có diện tích gần 80ha, tổng mức đầu tư khoảng 500 tỷ.

- **Cao ốc văn phòng tại Phú Hữu, TP. Thủ Đức** có diện tích khoảng 33.000 m2. REE đặt kế hoạch sẽ hoàn thành thiết kế và các thủ tục liên quan trong năm 2024 và khởi công vào năm 2026. Tuy nhiên, thời điểm đưa tòa nhà văn phòng vào hoạt động sẽ phụ thuộc một phần vào bối cảnh thị trường.

Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi chưa đưa thông tin về hai dự án trên vào mô hình định giá. Về chiến lược phát triển dài hạn, chúng tôi nhận thấy rằng REE chủ động tham gia đấu giá quyền sử dụng đất hoặc tìm kiếm M&A các dự án đã có pháp lý rõ ràng, vị trí thuận lợi hoặc liên kết các doanh nghiệp có quỹ đất sạch nhưng gặp khó khăn trong việc triển khai.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Tiêu chí	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Thuyết minh
Doanh thu	9.285	9%	9.977	7%	Doanh thu năm 2024 có sự tăng trưởng đáng kể nhờ vào mảng Cho thuê VP & BĐS và M&E. Năm 2025, doanh thu của REE kỳ vọng sẽ tăng trưởng đến từ 3 mảng kinh doanh cốt lõi
M&E	2.952	11%	3.359	14%	Năm 2024: Backlog ký mới dự phóng đạt khoảng 3.500 tỷ đồng trong năm 2024 nhờ sự khối lượng công việc từ các dự án công như sân bay Long Thành. Năm 2025, Backlog ký mới kỳ vọng đạt 4.000 tỷ đồng với kỳ vọng thị trường bất động sản khởi sắc đem lại lượng backlog từ các dự án tư nhân bên cạnh các dự án công.
Cho thuê VP & BĐS	1.820	73%	1.854	2%	Năm 2024: Mảng bất động sản tăng trưởng với dự án the Light Square kỳ ghi nhận doanh thu trong năm 2024 khoảng 600 tỷ đồng. Doanh thu mới từ Etown 6 với tỷ lệ lấp đầy năm đầu khoảng 50%. Năm 2025: Ghi nhận phần còn lại của dự án the Light Square và tỷ lệ lấp đầy của Etown 6 dự kiến đạt 95%.
Năng lượng	4.379	-9%	4.623	6%	Năm 2024: Doanh thu dự kiến giảm 9% YoY dù sản lượng thủy điện dự kiến tăng 4% YoY do Qc điều chỉnh từ 90% lên 98%. Nhà máy điện mặt trời hoạt động ổn định, sản lượng điện gió giảm về bằng năm 2022. Năm 2025: Doanh thu dự kiến tăng nhẹ nhờ công suất mới từ nhà máy Thác Bà 2, tỷ lệ Qc dự phóng duy trì như năm 2024
Nước	134	100%	141	5%	Năm 2024: Doanh thu tư vấn nước từ TK Cộng được dự phóng dựa trên kế hoạch của REE
Lợi nhuận gộp	3.943	6%	4.269	8%	
LN sau thuế	2.873	3%	3.345	16%	
Biên LNG	42%		43%		Biên lợi nhuận gộp trong năm 2024 dự kiến giảm sút do Qc của thủy điện tăng dự kiến làm giảm biên thủy điện cùng với biên lợi nhuận của nhóm BĐS và cho thuê văn phòng dự báo sẽ giảm sút do bắt đầu khấu hao Etown 6 khi tỷ lệ lấp đầy chưa cao.
Biên LNST	31%		34%		Biên LNST có sự cải thiện sau 2024 nhờ chi phí tài chính giảm với dự phóng số dư vay nợ giảm dần.
Sản lượng năng lượng (triệu kWh)	12.203	19%	13.168	8%	
Thủy điện	6.246	4%	6.325	1%	Chúng tôi kỳ vọng sản lượng cả năm tăng khoảng 4% YoY nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi trong năm 2024 và tăng trong năm 2025 nhờ sự đóng góp của nhà máy TB2.
Điện gió	349	-11%	349	0%	Sản lượng điện gió năm 2024 dự kiến giảm nhẹ đưa về tương đương mức năm 2022 do năm 2023 ghi nhận mức gió tốt hơn các năm trước. Chúng tôi ước tính hệ số công suất các NMDG ở mức 32%.
Điện mặt trời	288	0%	288	0%	Điện mặt trời được kỳ vọng sẽ tiếp tục hoạt động ổn định với giả định không tăng thêm công suất mới
Nhiệt điện	5.320	50%	6.206	17%	Nhóm nhiệt điện được ưu tiên huy động trong 1Q2024 khi El Nino diễn ra và tổ máy S6 của PPC hoạt động trở lại. Từ năm 2025 sản lượng nhiệt điện tiếp tục cải thiện với kỳ vọng nhu cầu phụ tải tăng trên 10%.

Định giá Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **76.000 đồng/cp**, dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và SOTP với tỷ trọng 50/50.

Giá định tính toán hệ số chiết khấu:

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
NOPAT	3.062	3.336	3.512	3.713	3.844
Khấu hao	1.262	1.270	1.319	1.358	1.352
Thay đổi WC	-309	-125	-47	-164	-82
CAPEX	-832	-486	-441	-443	-93
FCFF	3.183	3.995	4.343	4.464	5.021
NPV giai đoạn 2024-2028F					15.230
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 0%)					28.528
Tổng giá trị doanh nghiệp					43.758
Trừ: Vay nợ ròng					7.720
Giá trị VCSH					36.038
Số lượng CPLH (tr.cp)					471.2
Định giá					76.500

Định giá bằng phương pháp so sánh SOTP

Tài sản	Phương pháp	Giá trị (tỷ VNĐ)
Điện		13.515
<i>Thủy điện</i>	<i>Hỗn hợp</i>	8.162
<i>Điện gió</i>	<i>DCF</i>	2.499
<i>Điện mặt trời</i>	<i>DCF</i>	1.603
<i>Nhiệt điện</i>	<i>PE</i>	1.170
<i>Điện bán lẻ</i>	<i>BV</i>	81
Đầu tư công ty LDLK	DDM	10.104
M&E	PE	590
Cho thuê văn phòng và BĐS	DCF	11.047
Khác	BV	289
Tổng		35.545
Số lượng CPLH (tr.cp)		471
Giá mục tiêu cổ phiếu REE (đồng/cp)		75.400

BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: tỷ đồng

Kết quả kinh doanh	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5.810	9.372	8.570	9.285	9.977
- Giá vốn hàng bán	-3.500	-5.056	-4.860	-5.342	-5.708
Lợi nhuận gộp	2.310	4.315	3.710	3.943	4.269
- Chi phí bán hàng	-85	-89	-93	-138	-109
- Chi phí quản lí DN	-370	-580	-663	-719	-772
Lợi nhuận HDKD	1.855	3.646	2.954	3.086	3.388
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	14	-48	-56	-47	-50
- Lợi nhuận khác	1.194	1.157	1.097	1.059	1.182
EBIT	3.063	4.755	3.995	4.098	4.520
- Chi phí lãi vay	-663	-879	-939	-916	-815
LNTT	2.400	3.876	3.056	3.182	3.705
- Thuế TNDN	-264	-363	-269	-309	-360
LNST	2.136	3.513	2.787	2.873	3.345
- Lợi ích CĐTS	280	823	598	645	751
LNST CĐ CT Mẹ	1.856	2.690	2.189	2.228	2.594
EPS (đ)	6.003	7.569	5.354	4.728	4.787
EBITDA	3.956	5.980	5.259	5.360	5.790
Tăng trưởng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3%	61%	-9%	8%	7%
LN HDKD	50%	97%	-19%	4%	10%
LN Hợp nhất	25%	64%	-21%	3%	16%
LNST	14%	45%	-19%	2%	16%
EBIT	31%	55%	-16%	3%	10%
EPS	14%	26%	-29%	-12%	1%
Tổng tài sản	55%	7%	3%	4%	5%
Nợ vay	114%	-5%	-6%	-11%	-12%
VCSH	34%	17%	8%	12%	12%
Khả năng sinh lời	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất LNG	40%	46%	43%	42%	43%
Tỷ suất LNST	37%	37%	33%	31%	34%
ROE DuPont	13%	18%	13%	12%	13%
ROA DuPont	7%	10%	8%	8%	9%
Tỷ suất EBIT	53%	51%	47%	44%	45%
LNTT / LNST	112%	110%	110%	111%	111%
LNTT / EBIT	78%	82%	76%	78%	82%
Vòng quay TTS	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3
Đòn bẩy tài chính	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5
ROIC	10%	14%	12%	11%	12%
Hiệu quả hoạt động	2021	2022	2023	2024F	2025F
Số ngày tồn kho	91	73	91	91	91
Số ngày phải thu	191	136	166	156	159
Số ngày phải trả	156	106	113	110	109
Luân chuyển tiền	126	103	144	137	141
COGS/Hàng tồn kho	4	5	4	4	4
An toàn tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
TT hiện hành	1,7	2,1	2,4	2,7	3,1
TT nhanh	1,5	1,8	2,1	2,4	2,8
TT tiền mặt	0,5	0,3	0,8	0,9	1,1
Nợ / Tài sản	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
Nợ / Vốn sử dụng	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
Nợ / Vốn CSH	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3
Khả năng TT lãi vay	4,6	5,4	4,3	4,5	5,5

Cân đối kế toán	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản					
+ Tiền	1.831	1.151	3.023	3.600	4.663
+ ĐTTT ngắn hạn	914	1.749	1.132	1.857	2.993
+ Phải thu	2.987	4.013	3.780	4.178	4.491
+ Hàng tồn kho	800	1.422	1.354	1.393	1.497
+ Khác	274	251	235	279	200
Tài sản ngắn hạn	6.806	8.586	9.524	11.307	13.844
+ Tài sản dài hạn	16.058	15.842	14.917	13.928	13.454
+ Khấu hao lũy kế	-5.281	-6.474	-7.546	-8.632	-9.724
+ Tài sản dài hạn	1.570	1.457	1.345	2.869	2.691
+ ĐTTT dài hạn	6.261	6.491	6.560	6.689	6.907
+ Khác	1.132	1.552	2.566	1.599	1.467
Tài sản dài hạn	25.021	25.342	25.388	25.085	24.519
Tổng Tài sản	31.827	33.928	34.912	36.392	38.363
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	2.803	2.621	2.694	2.879	3.092
+ Vay ngắn hạn	1.234	1.455	1.238	1.309	1.334
+ Khác	25	15	13	0	0
Nợ ngắn hạn	4.062	4.091	3.945	4.188	4.426
+ Vay dài hạn	10.740	9.946	9.505	8.300	7.166
+ Phải trả dài hạn	667	680	693	681	684
Nợ dài hạn	11.407	10.626	10.198	8.981	7.850
Tổng nợ	15.469	14.717	14.143	13.169	12.276
+ Vốn điều lệ	3.101	3.564	4.097	4.712	5.419
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	1.050	1.050	1.050	1.050	1.050
+ LN giữ lại	9.151	10.894	12.170	13.364	14.770
+ Lợi ích CĐTS	3.056	3.703	3.452	4.097	4.848
Vốn chủ sở hữu	16.358	19.211	20.769	23.223	26.087
Tổng nguồn vốn	31.827	33.928	34.912	36.392	38.363
Lưu chuyển tiền	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tiền đầu năm	652	1.831	1.151	3.023	3.600
LNST	2.135	3.513	2.787	2.873	3.345
+ Khấu hao lũy kế	893	1.225	1.264	1.262	1.270
+ Điều chỉnh	-2.484	-1.653	-1.610	-1.065	-1.188
+ Thay đổi VLD	981	-1.526	376	-309	-125
Tiền từ HĐKD	1.525	1.559	2.817	2.761	3.302
+ Thanh lý TSCĐ	1	20	15	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-3.912	-832	-486	-441	-443
+ Đầu tư ròng	94	-1.035	587	-725	-1.136
+ Khác	1.804	1.084	526	545	927
Tiền từ HĐĐT	-2.013	-763	642	-621	-652
+ Cổ tức đã trả	-86	-576	-886	-419	-481
+ Tăng (giảm) vốn	121	1	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	-31	221	-217	71	25
+ Nợ dài hạn	6.405	-794	-441	-1.205	-1.134
+ Khác	-4.742	-328	-44	-10	3
Tiền từ HĐTC	1.667	-1.476	-1.588	-1.563	-1.587
Lưu chuyển tiền	1.179	-679	1.872	577	1.063
Tiền cuối năm	1.831	1.151	3.023	3.600	4.663

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc phân tích

ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Quang Nhựt

Chuyên viên Phân tích

nqnhut@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>