

## CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND73.500	VND77.000	2,53%	TRUNG LẬP	Doanh nghiệp đa ngành

Ngày 09/02/2023

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Trung lập</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung lập</b>

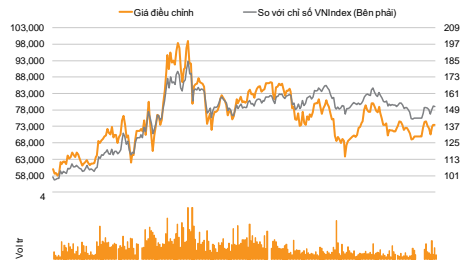
Consensus\*: Mua:6 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -9,6%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 77.000đ/cp

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	99.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	58.034
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	28.344tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	26.123
Free float (%)	7
P/E trượt (x)	9,7
P/B hiện tại (x)	1,7

### Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Thị Mai Thanh	14,0%
Platinum Victory Pte.Ltd	33,6%
Alain Xavier Cany	37,7%
Khác	14,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Tăng trưởng chậm lại từ mức nền cao 2022

- Doanh thu và LN ròng 2022 REE đạt 9.375 tỷ (+61% svck) và 2.690 tỷ (+45% svck), cao nhất lịch sử và hoàn thành 100/103% dự phóng VND.
- LN ròng 2023 dự kiến giảm 18% svck do kqkd kém từ mảng thủy điện, trước khi tăng 19% svck, nhờ mảng điện và M&E phục hồi trong 2024.
- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 77.000đ/cp.

### KQKD 2022: LN ròng cao lịch sử đánh dấu một năm rực rỡ

Doanh thu Q4/22 tăng 62% svck đạt 1.900 tỷ, tuy nhiên thu nhập tài chính ròng giảm mạnh 228 tỷ khiến LN ròng giảm 9% svck đạt 719 tỷ. Tuy nhiên, doanh thu và LN ròng cả năm vẫn tăng trưởng 61% svck/45% svck đạt 9.375/2.690 tỷ, mức cao nhất kể từ khi REE lên sàn. Trong đó, LN ròng mảng điện tăng 91% svck nhờ huy động sản lượng tốt từ thủy điện và điện gió vận hành cả năm. LN ròng mảng nước tăng 24% svck nhờ nhu cầu nước cho dịch vụ hồi phục sau đại dịch. Mảng bất động sản dù ghi nhận LN ròng giảm 8% svck do khoản LN bất thường từ thoái vốn VIID năm ngoái, mảng cho thuê văn phòng vẫn tăng 12% svck do giá cho thuê tăng trở lại sau dịch. Mảng cơ điện tăng 34% svck từ mức nền thấp năm ngoái, tuy nhiên mức phục hồi vẫn thấp hơn kỳ vọng do nhưng khó khăn từ thị trường bất động sản. Trong Q4/22, REE thực hiện mua 38 triệu cổ phiếu VIB, tổng giá trị khoảng 738 tỷ và chiếm 93,4% danh mục đầu tư chứng khoán của công ty. Tính từ đầu năm, giá cp VIB đã tăng khoảng 22%, bên cạnh đó, dự kiến VIB sẽ trả cổ tức tiền mặt 1.000đ/cp trong năm 2023.

### Triển vọng 2023-24: Tăng trưởng chậm lại từ nền cao 2022

Chúng tôi dự báo LN ròng 2023 giảm 18% svck đạt 2.208 tỷ do mảng đóng góp lớn nhất – thủy điện dự kiến sẽ giảm mạnh khi hết pha thời tiết tốt. LN ròng mảng điện sẽ giảm 27% svck trong khi mảng nước và cho thuê văn phòng duy trì LN ổn định, tăng lần lượt 0,5% svck và 5% svck. Mảng cơ điện lạnh tiếp tục trải qua một năm âm ảm, LN ròng tăng nhẹ 1% svck do những khó khăn từ thị trường BĐS tiếp diễn. Chúng tôi nhận thấy nhiều tín hiệu tích cực hơn trong 2024 với dự phóng LN ròng hồi phục 19% svck nhờ 1) Nền lãi suất giảm; 2) LN ròng mảng điện tăng 20% svck nhờ sự quay lại của thủy điện; 3) LN ròng cơ điện tăng 34% svck nhờ lượng backlog ký mới cho các dự án sân bay và thị trường BĐS hồi phục dần; 4) LN ròng cho thuê văn phòng tăng 11% svck với sự đóng góp từ tòa nhà cho thuê mới E.Town 6.

### Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 77.000đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm định giá bằng phương pháp SOTP đi 10% xuống 77.000đ/cp do giảm dự phóng EPS 2023/24 14%/12% so với báo cáo trước. Chúng tôi nhận thấy REE là doanh nghiệp có tính phòng thủ cao, ít chịu rủi ro thị trường với sức khỏe tài chính lành mạnh. Giá cổ phiếu REE duy trì vững vàng trong giai đoạn thị trường giảm mạnh, chỉ giảm 22% từ đỉnh và vượt trội so với doanh nghiệp cùng ngành. Do đó, dư địa tăng giá của REE không còn nhiều, chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập đối với REE.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.810	9.372	8.361	9.751
Tăng trưởng DT thuần	3,0%	61,3%	(10,8%)	16,6%
Biên lợi nhuận gộp	39,8%	46,0%	40,0%	39,2%
Biên EBITDA	47,2%	31,8%	56,4%	53,1%
LN ròng (tỷ)	1.855	2.690	2.208	2.631
Tăng trưởng LN ròng	13,9%	45,0%	(17,9%)	19,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.983	8.676	7.123	8.485
EPS điều chỉnh	5.983	8.676	7.123	8.485
BVPS	42.901	50.016	55.300	61.763
ROAE	15,0%	18,7%	13,5%	14,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## TĂNG TRƯỞNG CHẬM LẠI TỪ MỨC NỀN CAO 2022

### Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 77.000đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm định giá theo phương pháp SOTP đi 10% xuống 77.000đ/cp do giảm dự phóng EPS 2023/24 14%/12% so với báo cáo trước. Chúng tôi nhận thấy REE là doanh nghiệp có tính phòng thủ cao, ít chịu rủi ro thị trường với sức khỏe tài chính lành mạnh. Giá cổ phiếu REE duy trì vững vàng trong giai đoạn thị trường giảm mạnh, chỉ giảm 22% từ đỉnh và vượt trội so với doanh nghiệp cùng ngành. Do đó, dự địa tăng giá của REE không còn nhiều, chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập đối với REE.

#### Tiềm năng đánh giá lại:

- Hoạt động đầu tư công và thị trường bất động sản phục hồi sớm hơn dự kiến, hỗ trợ tăng trưởng backlog cho mảng cơ điện.
- Quy hoạch điện 8 sớm được phê duyệt, hỗ trợ chính sách giá cho dự án NLTT mới được ban hành trong tương lai gần.
- Cắt giảm công suất điện mặt trời thấp hơn dự kiến.

#### Rủi ro giảm giá:

- Giá nhiên liệu đầu vào giảm chậm hơn dự kiến, ảnh hưởng lên mức hồi phục của điện than.
- Lãi suất giảm chậm hơn dự kiến.
- Biên LN gộp mảng cơ điện có thể khó cải thiện nếu chi phí giá vật liệu vẫn duy trì ở mức cao.

Hình 1: Giá trị sổ sách điều chỉnh các khoản đầu tư Điện & Nước

Điện	Công ty	Giá trị đầu tư cuối 2022	Tỷ lệ sở hữu của REE (%)	Phương pháp	Hệ số mục tiêu (x)	Giá trị đầu tư điều chỉnh	Giá trị tăng thêm	Nhận xét
		Tỷ đồng	Tỷ đồng			Tỷ đồng	Tỷ đồng	
Thủy điện	VSH	2.619,1	52,1%	P/E	10,0x	3.442,9	823,8	Với những triển vọng khá âm ảm của thủy điện sau một năm rục rờ 2022, chúng tôi cho rằng các công ty thủy điện sẽ giao dịch ở một mức P/E thấp hơn.  Chúng tôi áp P/E 10x cho VSH cao nhất danh mục nhờ sở hữu nhà máy hiệu suất cao và giá bán dự kiến tăng.  Chúng tôi áp P/E 9x cho TBC nhờ triển vọng dự án mới và cho TMP, CHP do sở hữu dự án điện mặt trời.  Chúng tôi áp P/E 7x cho các dự án thủy điện còn lại, dự kiến sẽ ghi nhận mức giảm sản lượng mạnh trong 2023.
	TBC	830,4	60,4%	P/E	9,0x	1.693,4	863,0	
	TMP	741,9	42,6%	P/E	9,0x	1.003,4	261,5	
	CHP	694,7	24,2%	P/E	9,0x	597,1	(97,6)	
	SBH	644,5	25,8%	P/E	7,0x	852,0	207,6	
	ISH	197,6	34,3%	P/E	7,0x	111,7	(85,9)	
	BDH	129,0	25,5%	P/E	7,0x	158,2	29,2	
	SHP	253,9	11,1%	P/E	7,0x	287,8	33,9	
Điện than	PPC	1.225,0	24,1%	P/E	17,0x	2.237,8	1.012,9	Chúng tôi áp mức P/E cao 17x cho PPC và QTP, phản ánh triển vọng tốt từ nhiệt điện trong 2023. Chúng tôi áp mức P/E thấp hơn 10x cho NBP, nhà máy sử dụng than nhập và đang được huy động ở mức thấp.
	NBP	78,1	29,4%	P/E	10,0x	79,4	1,3	
	QTP	49,3	1,0%	P/E	17,0x	107,0	57,7	
Điện NLTT	REESE	828,2	100,0%	P/B	2,0x	1.656,3	828,2	Chúng tôi áp P/B 2x cho các dự án NLTT của REE, cho tôi cho rằng các dự án được hưởng FIT sẽ hấp dẫn trong bối cảnh các dự án mới có giá bán điện thấp hơn
	TBW	943,4	50,0%	P/B	2,0x	1.886,9	943,4	
	REE Trà Vinh	977,9	100,0%	P/B	2,0x	1.955,9	977,9	
Bán lẻ điện	DTV	56,3	66,3%	P/E	7,6x	149,7	93,4	
	<b>Tổng</b>	<b>10.269,2</b>				<b>16.219,5</b>	<b>5.950,2</b>	
<b>Nước</b>								
Công ty xử lý nước sạch	BOO	303,7	42,1%	P/E	13,0x	913,6	609,9	Chúng tôi áp dụng P/E 13,0x cho các nhà máy xử lý nước ở TPHCM với công suất tương đương và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận thấp khi đã gần đạt tối đa công suất.  Chúng tôi áp dụng mức P/E hiện tại 15,8x cho VCW tại Hà Nội với khả năng tăng trưởng lợi nhuận ổn định.
	SWIC	321,5	40,0%	P/E	13,0x	868,6	547,2	
	THW	123,4	32,0%	P/E	13,0x	694,9	571,5	
	VCW	900,8	36,0%	P/E	15,8x	1.663,9	763,1	
Công ty phân phối nước sạch	TDW	79,0	44,2%	P/E	13,0x	217,3	138,2	Chúng tôi áp dụng mức P/E 13x phản ánh mức tăng trưởng nhẹ nhờ nhu cầu từ khối dịch vụ phục hồi sau dịch.  Chúng tôi áp dụng một mức P/E cao hơn 15x cho KHW với kỳ vọng sản lượng phục hồi tốt tại các khu du lịch.
	GDW	34,1	20,1%	P/E	13,0x	54,4	20,3	
	NBW	41,5	20,0%	P/E	13,0x	50,7	9,2	
	KHW	256,0	43,9%	P/E	15,0x	279,4	23,4	
Tư vấn	TK+	16,8	65,0%	BV	-	16,8	-	
<b>Tổng</b>		<b>2.076,8</b>				<b>4.759,6</b>	<b>2.682,8</b>	

NGUỒN: VNDIRECT Research

Hình 2: Phương pháp định giá RNAV cho mảng điện nước

Tỷ đồng	Điện			Nước			Điện + Nước		
	Giá trị sổ sách 2022	Giá trị tăng thêm	Giá trị điều chỉnh	Giá trị sổ sách 2022	Giá trị tăng thêm	Giá trị điều chỉnh	Giá trị sổ sách 2022	Giá trị tăng thêm	Giá trị điều chỉnh
Tổng giá trị danh mục đầu tư	10.269	5.950	16.219	2.077	2.683	4.760	12.346	8.633	20.979
(+) Tiền và các tài sản khác (loại bỏ yếu tố hợp nhất)			2.414			493			2.907
(-) Nợ vay (loại bỏ yếu tố hợp nhất)			2.793			70			2.863
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>			<b>15.841</b>			<b>5.182</b>			<b>21.022</b>
<b>Giá trị doanh nghiệp chiết khấu 15%</b>			<b>13.464</b>			<b>4.405</b>			<b>17.869</b>

NGUỒN: VNDIRECT Research

Hình 3: Định giá bất động sản và cơ điện lạnh

Bất động sản (pp thu nhập)		
NOI (tỷ đồng)	Tỷ lệ vốn hóa (%)	Giá trị bất động sản
520,90	8,5%	7.936,13
(+) Tiền và tương đương tiền		971,86
(-) Nợ vay		822,67
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>		<b>8.085,31</b>

Cơ điện lạnh (P/E)		
LN ròng 2022 (tỷ đồng)	Hệ số mục tiêu	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
132,89	10x	1.328,87

NGUỒN: VNDIRECT Research

Hình 4: Phương pháp định giá SOTP

Định giá từng phần	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp
Mảng kinh doanh		Tỷ đồng
Cơ điện lạnh	P/E	1.329
Bất động sản	PP thu nhập	8.085
Điện	RNAV	13.464
Nước	RNAV	4.405
Giá trị đầu tư VIB	Giá trị sổ sách	738
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (loại trừ yếu tố hợp nhất)		718
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>		<b>26.565</b>
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)		355,41
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu (đ/cp)</b>		<b>76.510</b>
<b>Giá trị cổ phiếu làm tròn (đ/cp)</b>		<b>77.000</b>

NGUỒN: VNDIRECT Research

Hình 5: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
						Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023
<b>Cơ điện lạnh</b>													
CTCP Điện cơ Hải Phòng	DHP VN	NA	NA	KKN	4,4	7,4	NA	0,6	NA	3,7	NA	8,3	NA
Sunway Construction Group Bhd	SCGB MK	2	NA	KKN	488,1	13,6	16,6	3,0	2,8	9,1	11,5	23,2	17,4
<b>Trung bình</b>						<b>10,5</b>	<b>16,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>6,4</b>	<b>11,5</b>	<b>15,7</b>	<b>17,4</b>
<b>Ngành điện</b>													
PVPower	POW VN	12.200	18.400	Khả quan	1.209,9	15,1	12,6	0,9	0,9	5,6	7,1	6,4	7,2
GENCO3	PGV VN	19.300	NA	KKN	918,2	9,3	8,1	1,3	1,2	6,1	5,5	13,7	14,7
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	14.650	NA	KKN	199,7	12,3	16,6	1,3	1,1	10,5	8,1	8,1	7,0
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	37.200	NA	KKN	372,2	7,0	14,7	1,7	1,7	5,0	NA	28,0	11,5
<b>Trung bình</b>						<b>10,9</b>	<b>13,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>14,0</b>	<b>10,1</b>
<b>Ngành nước</b>													
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương	BWE VN	47.000	NA	KKN	384,0	14,7	11,5	2,0	1,4	8,6	NA	14,7	18,8
CTCP Nước Thủ Dầu Một	TDM VN	36.500	NA	KKN	154,6	18,0	8,3	1,8	NA	10,1	NA	10,8	15,2
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW VN	25.100	NA	KKN	10,1	9,1	NA	1,4	NA	NA	NA	12,2	NA
CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà	VCW VN	NA	NA	KKN	142,9	17,0	NA	2,5	NA	11,4	NA	15,7	NA
<b>Trung bình</b>						<b>14,7</b>	<b>9,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>10,0</b>	<b>NA</b>	<b>13,4</b>	<b>17,0</b>
<b>Doanh nghiệp đa ngành</b>													
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	25.250	30.800	Khả quan	289,2	15,2	11,0	1,3	1,1	8,8	5,8	9,2	13,3
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	6.950	NA	KKN	157,0	9,1	NA	0,5	NA	20,7	NA	6,6	NA
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HGD VN	31.850	43.800	Khả quan	329,9	6,9	7,1	1,4	1,2	5,6	NA	22,7	17,4
<b>Trung bình</b>						<b>10,2</b>	<b>9,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>10,8</b>	<b>7,3</b>	<b>14,3</b>	<b>14,7</b>
<b>CTCP Cơ Điện Lạnh</b>	<b>REE VN</b>	<b>73.000</b>	<b>77.000</b>	<b>Trung lập</b>	<b>1.098,7</b>	<b>9,7</b>	<b>10,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>7,8</b>	<b>8,7</b>	<b>18,7</b>	<b>13,5</b>

NGUỒN: VNDIRECT Research, Bloomberg – Dự liệu ngày 09/02/2023

**KQKD 2022: LN ròng cao lịch sử đánh dấu một năm rực rỡ**

Hình 6: Tổng hợp KQKD REE năm 2022

Tỷ đồng	Q4/22	Q4/21	%svck	2022	2021	%svck	Sv dự phóng VND	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.072</b>	<b>1.900</b>	<b>62%</b>	<b>9.375</b>	<b>5.815</b>	<b>61%</b>	<b>100%</b>	<b>Doanh thu Q4/22 của REE giảm 62% svck đạt 3.072 tỷ đồng nhờ kết quả kinh doanh tích cực từ hầu hết các mảng kinh doanh.</b>
Cơ điện lạnh	1.159	498	133%	2.816	1.816	55%	70%	Doanh thu cơ điện lạnh tăng 133% svck đạt 1.159 tỷ nhờ các mảng kinh doanh bao gồm Cơ điện, lắp đặt điện áp mái, và bán điều hòa đều ghi nhận mức tăng trưởng tốt từ nền thấp năm ngoài do Covid-19.
Điện	1.557	1.105	41%	5.365	2.963	81%	122%	Doanh thu điện Q4/22 tăng 41% svck đạt 1.557 tỷ do 1) Sản lượng thủy điện huy động tối ưu khi đang trong pha thời tiết thuận lợi; 2) Điện gió ghi nhận sản lượng tốt khi đang trong mùa gió Q4/22.
Nước	90	44	105%	154	92	67%	100%	Doanh thu nước tăng 105% svck, hỗ trợ bởi nhu cầu nước cho dịch vụ, du lịch phục hồi sau giai đoạn giãn cách dịch Covid 4Q/21.
Bất động sản	263	251	5%	1.037	938	11%	107%	Doanh thu mảng cho thuê văn phòng tăng nhẹ 5% svck đạt 263 tỷ đồng nhờ giá thuê nhà cải thiện sau khi phải hỗ trợ tiền nhà cho hộ thuê trong Q4/21. Mảng bất động sản không có gì cải thiện khi không có dự án mới.
<b>LN gộp</b>	<b>1.352</b>	<b>861</b>	<b>57%</b>	<b>4.315</b>	<b>2.310</b>	<b>87%</b>	<b>126%</b>	<b>LN gộp Q4/22 tăng 57% svck đạt 1.352 tỷ nhờ kết quả kinh doanh tích cực từ các mảng biên cao như điện, cho thuê văn phòng.</b>
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>44%</i>	<i>45%</i>	<i>-1 điểm%</i>	<i>46%</i>	<i>40%</i>	<i>6 điểm%</i>		
Chi phí bán hàng & QLDN	332	189	75%	669	456	47%	107%	
Doanh thu tài chính	59	242	-75%	203	466	-57%	114%	Doanh thu tài chính Q4/22 giảm 75% svck đạt 59 tỷ do Q4 năm ngoài ghi nhận doanh thu tài chính từ thoái vốn VUID.
Chi phí tài chính	247	202	22%	943	707	33%	122%	Chi phí tài chính tăng 22% svck đạt 247 tỷ, đóng góp bởi mức tăng 15% svck lãi vay và 14 tỷ tăng thêm từ lỗ tỷ giá.
Lãi/lỗ từ LDLK	313	312	0,2%	1.077	774	39%	121%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	249	131	90%	823	280	194%		
<b>LN ròng</b>	<b>719</b>	<b>792</b>	<b>-9%</b>	<b>2.690</b>	<b>1.855</b>	<b>45%</b>	<b>103%</b>	<b>Tổng kết, LN ròng Q4/22 giảm nhẹ 9% svck. Tuy nhiên, LN ròng cả năm 2022 tăng 45% svck đạt 2.690 tỷ, hoàn thành 103% dự phóng của chúng tôi.</b>

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Mặc dù LN ròng Q4/22 của REE giảm nhẹ 9% svck, LN ròng cả năm vẫn ghi nhận mức cao nhất từ khi doanh nghiệp lên sàn đạt 2.690 tỷ đồng, hỗ trợ bởi kết quả tích cực từ hầu hết các mảng kinh doanh:

**Mảng điện** tiếp tục đóng góp chính cho kết quả kinh doanh tích cực của REE, doanh thu và LN ròng tăng lần lượt 81% svck và 90% svck đạt 3.365 tỷ và 1.666 tỷ trong năm 2022 nhờ 1) Thủy điện ghi nhận sản lượng huy động tối ưu do hưởng lợi từ pha La Nina với LN ròng tăng mạnh 122% svck đạt 1.443 tỷ đồng; 3) Các dự án điện gió hoạt động đầy đủ cả năm, đóng góp 155 tỷ (+36% svck).

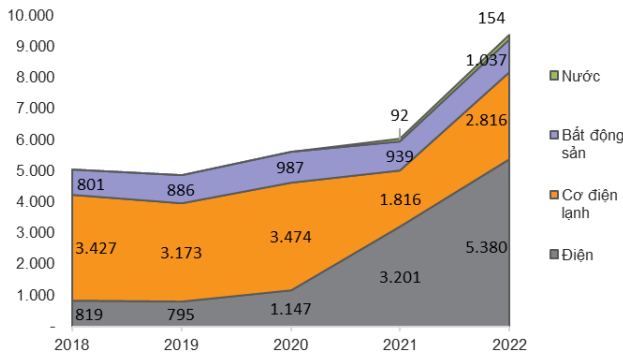
Doanh thu và LN ròng **mảng cơ điện lạnh** 2022 tuy tăng 55% svck và 33% svck từ mức nền thấp 2021, đạt 2.816 tỷ và 1.316 tỷ, mức này vẫn thấp hơn so với quy mô lợi nhuận giai đoạn trước dịch. Giá nguyên vật liệu tăng cao trong nửa đầu năm 2022 thu hẹp biên LN, trong khi sự đóng băng của thị trường bất động sản ảnh hưởng tiêu cực lên tăng trưởng doanh thu và backlog. Tuy nhiên, mảng lắp đặt điện mặt trời áp mái và kênh bán điều hòa lại ghi nhận mức phục hồi tốt sau dịch. Tuy nhiên, đóng góp từ hai mảng này khá khiêm tốn, chỉ mảng lại 1 tỷ đồng LN ròng cho toàn mảng.

**Mảng nước** ghi nhận doanh thu và LN ròng tăng 67% svck và 24% svck đạt 154 tỷ và 339 tỷ trong 2022. Nhu cầu nước cho khối dịch vụ thương mại phục hồi sau dịch là yếu tố chính hỗ trợ tăng trưởng của mảng.

**Mảng cho thuê văn phòng** đem lại dòng LN ổn định trong 2022. Doanh thu và LN ròng của mảng tăng 1.037 tỷ (+11,3%) và 516 tỷ (+11,9% svck). Các tòa nhà cho thuê của REE vẫn duy trì tỉ lệ lấp đầy cao khoảng 99%. Bên cạnh đó, giá cho thuê cũng đã ghi nhận tăng trưởng sau khi doanh nghiệp thực hiện nhiều chính sách hỗ trợ giá cho thuê cho các hộ kinh doanh trong năm ngoài. Mặt khác, mảng phát triển bất động sản không có nhiều biến chuyển, LN ròng của

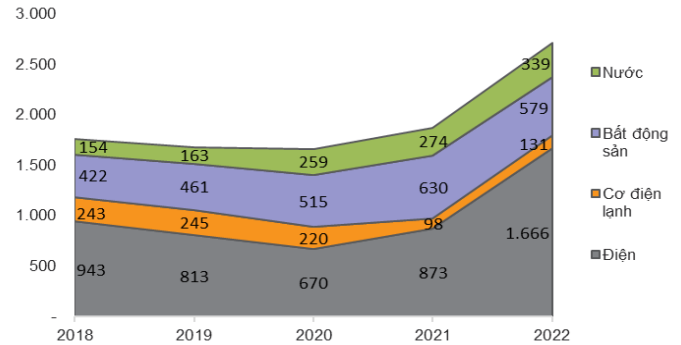
mảng giảm 62% svck do năm ngoài ghi nhận khoản LN bất thường từ thoái vốn VIID. LN ròng mảng này đạt 63 tỷ đồng với đóng góp từ công ty LDLK SGR.

Hình 7: Cơ cấu doanh thu theo mảng trong 2018-22 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Cơ cấu LN ròng theo mảng 2018-22 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

### Triển vọng 2023-24: Tăng trưởng chậm lại từ mức nền cao 2022

#### Sản lượng mảng điện sẽ suy giảm sau năm 2022 tích cực ►

Sau một năm 2022 rực rỡ, chúng tôi dự kiến LN ròng mảng điện năm 2023 sẽ giảm 27% svck đạt 1.210 tỷ đồng do mức giảm mạnh từ mảng thủy điện. Chúng tôi nhận thấy có sự tăng trưởng ổn định đến từ hệ thống điện mặt trời áp mái nhờ công suất mới phát triển. Bên cạnh đó, nhiệt điện với PPC dự kiến cũng phục hồi tốt nhờ triển vọng tích cực hơn cho nhiệt điện cũng như tổ máy S6 (300MW) Phả Lại 2 dự kiến quay lại vận hành từ nửa sau 2023, bù đắp phần nào mất mát từ thủy điện.

Trong 2024, chúng tôi dự phóng danh mục điện của REE sẽ đều ghi nhận tăng trưởng bao gồm thủy điện, điện NLTT và nhiệt điện, giúp LN ròng mảng tăng 20% svck đạt 1.435 tỷ. Trong đó, mảng thủy điện tiếp tục là đóng góp chính với tỉ trọng LN ròng đạt 70-80%. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy mảng NLTT sẽ tăng bền vững trong 2024, hỗ trợ bởi tỉ lệ cắt giảm công suất giảm dần cũng như áp lực lãi vay hạ nhiệt từ 2024.

Hình 9: Dự phóng LN ròng mảng điện của REE giai đoạn 2023-25 (Đơn vị: tỷ đồng)

Tỷ đồng	Điện NLTT		Thủy Điện								Điện Than		Bán lẻ điện	Toàn danh mục điện
	Điện MT	Điện gió	VSH	TBC	NB2	TMP	SBH	ISH	BDH	CHP	PPC	NBP	DTV	
2023	77,7	150,0	344,3	188,2	26,8	111,5	121,7	27,3	16,0	66,3	125,2	6,7	16,8	1.210,26
2024	122,0	218,7	403,7	201,0	26,8	122,8	136,5	33,1	20,8	68,6	171,8	6,9	22,8	1.457,05
2025	123,5	197,2	399,9	120,3	28,3	121,4	140,3	32,8	20,2	70,8	184,2	7,0	23,8	1.509,43

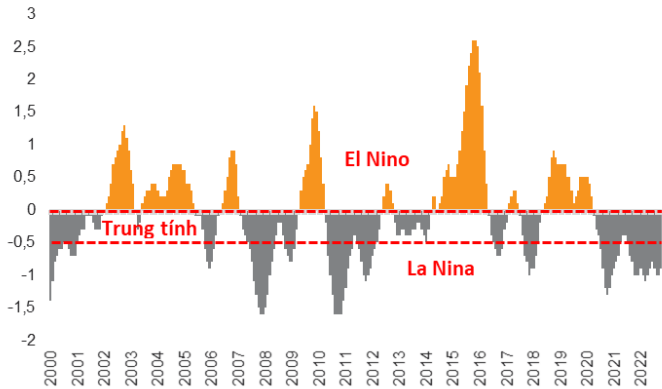
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

#### Thủy điện sẽ giảm mạnh khi kết thúc pha thời tiết thuận lợi

Về tiềm năng tăng trưởng công suất, REE thực hiện mua và hợp nhất 100% cổ phần nhà máy thủy điện nhỏ Nậm Ban 2 (22MW) trong Q3/22. Bên cạnh đó, dự án Thác Bà 2 18,9MW đã bắt đầu thực hiện xây dựng từ Q3/22, dự kiến đi vào hoạt động trong Q1/25. Chúng tôi cho rằng những dự án này sẽ hỗ trợ tăng trưởng của mảng thủy điện từ 2023, tuy nhiên, đóng góp sẽ không lớn do công suất khá thấp của các thủy điện này, đặc biệt khi so với quy mô công suất toàn danh mục hiện tại của REE vào khoảng 563MW.

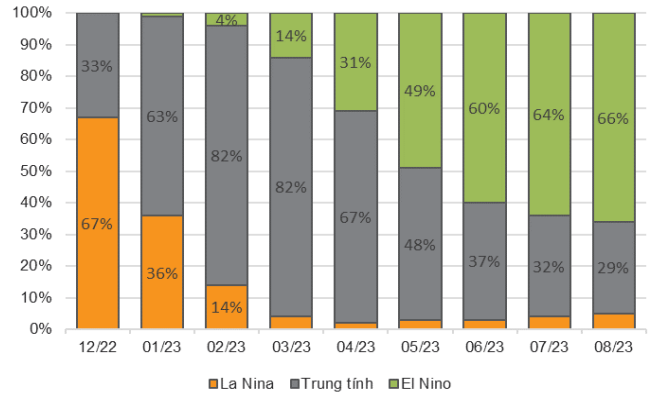
Bên cạnh đó, trong Q1/23, REE tiếp tục đăng ký mua thêm 1,5 triệu cp VSH. Nếu thương vụ thành công, REE sẽ nâng sở hữu tại công ty này lên 52,78% theo tính toán của chúng tôi. Hiện tại chúng tôi vẫn chưa phản ánh giá trị khoản này vào mô hình định giá, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây sẽ là yếu tố tăng giá tiềm năng cho REE trong giai đoạn tới với đóng góp LN ròng lớn hơn từ VSH.

**Hình 10: La Nina đã kéo dài hơn so với dự kiến, chúng tôi nhận thấy khả năng khá nhỏ để pha La Nina duy trì trong thời gian tới (Đơn vị: +/- °C)**



Nguồn: NOAA, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Dự kiến pha La Nina đã kết thúc trong T1/23 trong ghi xác suất xảy ra El Nino sẽ lên cao nhất trong nửa sau 2023 (Đơn vị: %)**

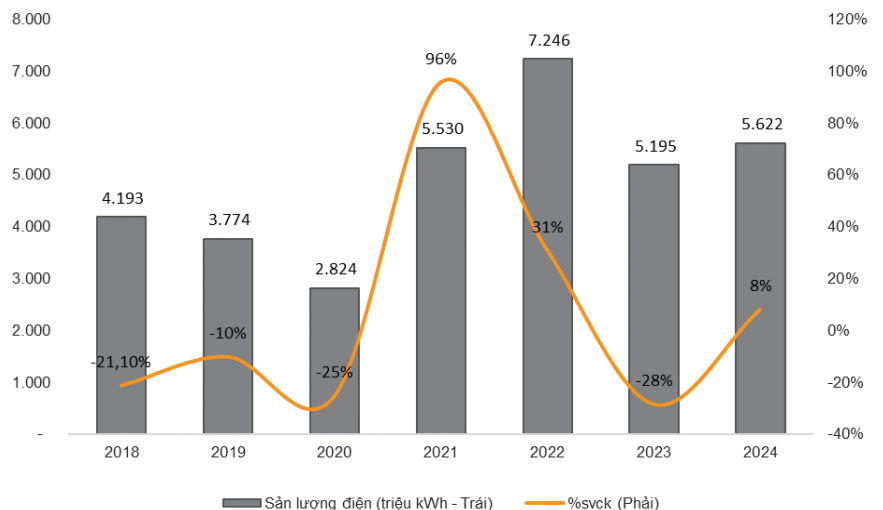


Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

Theo quan điểm của chúng tôi, pha La Nina đã kéo dài hơn so với thông thường, hiện tại đã vào khoảng 28 tháng từ giữa 2020 đến hết 2022. Do đó, chúng tôi nhận thấy xác suất để pha La Nina tiếp tục là khá thấp trong thời gian tới. Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế (IRI), pha La Nina đã kết thúc trong T1/23 và hiện đang chuyển sang pha trung tính. Đáng chú ý, từ T5/23, dự kiến xác suất xảy ra El Nino sẽ cao nhất và duy trì xu hướng này cho đến hết 2023.

- Chúng tôi nhận thấy đây là tín hiệu tiêu cực cho mảng thủy điện của REE, do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện sẽ giảm 28% svck đạt khoảng 5,19 tỷ kWh trong 2023.
- Chúng tôi quan sát thấy pha El Nino nếu xảy ra, sẽ duy trì khoảng 8-12 tháng. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng 2024 sẽ phục hồi nhẹ và tính toán theo mức trung bình 3 năm đạt 5,62 tỷ kWh.

**Hình 12: Dự báo sản lượng thủy điện 2023 sẽ suy giảm đáng kể từ nền cao 2022**



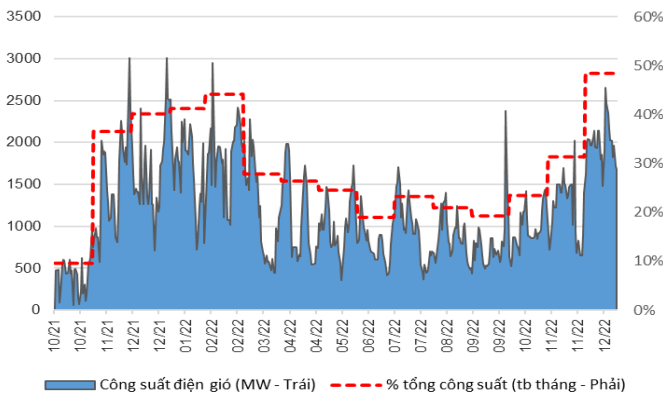
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Tốc độ phát triển dự án NLTT sẽ chậm lại do nút thắt từ chính sách giá**

Sau giai đoạn mở rộng công suất NLTT nhanh chóng 2020-21 với 3 nhà máy điện gió đi vào hoạt động Q4/21, REE nâng tổng công suất điện gió của mình lên 126MW. Bên cạnh đó, REE liên tục mở rộng công suất điện mặt trời mái nhà, trong 2022 doanh nghiệp tiếp tục phát triển thêm 30MW, nâng tổng công suất lên 132MW theo tính toán của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tốc độ phát triển công suất mới sẽ không cao khi hiện tại ngành NLTT vẫn gặp phải vướng mắc từ chính sách giá cho các dự án mới.

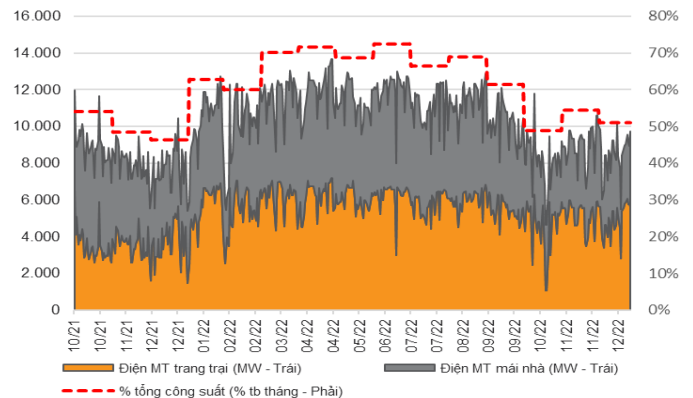
- Trong 2023-24, chúng tôi dự kiến sản lượng điện gió duy trì ổn định ở mức 355tr kWh, tăng nhẹ 7,5% svck và đạt 90% sản lượng thiết kế. Tuy nhiên LN ròng 2023 chỉ duy trì xung quanh mức 2022 đạt 156 tỷ đồng do nền lãi suất vẫn cao. Dự kiến LN ròng sẽ tăng mạnh trong 2024 đạt 218 tỷ (+39% svck) do áp lực lãi suất cũng như nợ vay giảm.
- Đối với danh mục điện mặt trời mái nhà, chúng tôi giả định sản lượng các dự án mới phát triển duy trì ở mức 50% sản lượng thiết kế. Tuy nhiên, sản lượng toàn danh mục sẽ vẫn tăng nhờ đóng góp từ 30MW mới phát triển. Chúng tôi nhận thấy sản lượng sẽ cải thiện hơn các năm tới khi các khu công nghiệp mà REE thuê mái nhà hoạt động với công suất cao hơn khi nền kinh tế Việt Nam quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng nhanh. Bên cạnh đó, tình trạng thừa công suất tại khu vực miền Nam dự kiến cũng được hấp thụ dần do nhu cầu điện dự kiến tăng nhanh để phục vụ phát triển kinh tế. Do đó, chúng tôi dự kiến sản lượng điện mặt trời sẽ tăng ổn định 20% svck và 9,7% svck đạt 144tr kWh và 158tr kWh.

**Hình 13: Q1-Q4 thông thường là giai đoạn điện gió được huy động tốt khi đang trong mùa gió**



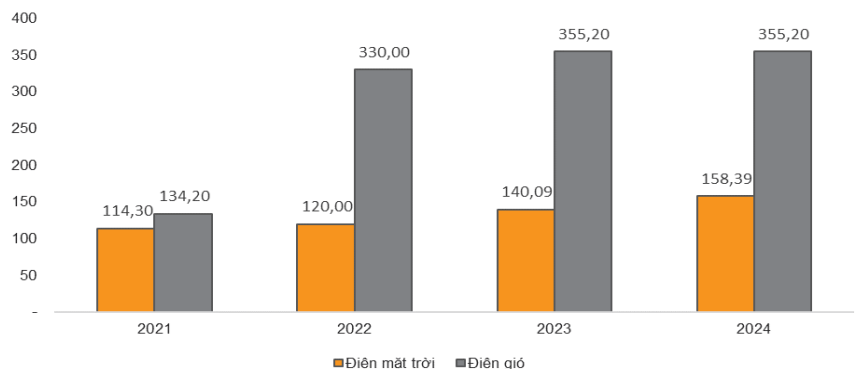
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 14: Tỷ lệ cắt giảm điện mặt trời được cải thiện từ mức thấp trong Q4/21**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Sản lượng điện NLTT sẽ tăng ổn định trong giai đoạn 2023-24, trong bối cảnh tiềm năng tăng trưởng công suất đang duy trì ở mức thấp do nút thắt chính sách giá**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Mảng nước sẽ đóng góp dòng LN ổn định trong 2023-24 ▶**

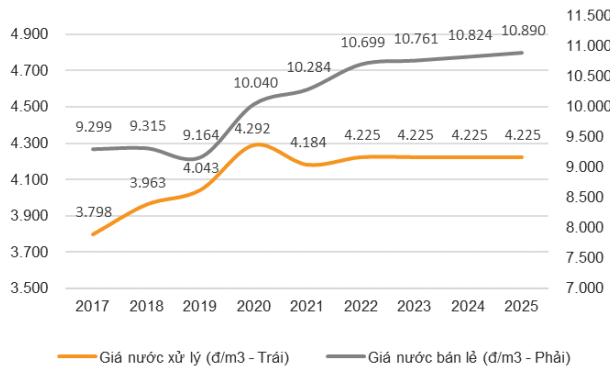
Tính đến cuối 2022, REE vẫn duy trì danh mục nước với 8 công ty LDLK hoạt động trong cả mảng xử lý và phân phối nước sạch. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng hợp nhất 65% một công ty tư vấn thiết kế dự án nước TK+. Chúng tôi nhận thấy mảng nước sẽ mang lại cho REE một dòng LN ổn định trong 2023-24.

**Hình 16: Danh mục đầu tư mảng nước của REE tính đến cuối 2022**

Công ty	Địa điểm	Sở hữu REE (%)	Giá trị đầu tư tại 4Q22 (tỷ đồng)	Công suất (m3/ngày)	Tỷ lệ thất thoát (%)	Địa bàn phân phối
<b>Công ty xử lý nước</b>				<b>450.060</b>		
BOO Thủ Đức (BOO)	Thủ Đức	42,1%	291,5	300.000		Quận 2,7,9, Nhà Bè và thành phố Thủ Đức
Thủ Đức III (SWIC)	Thủ Đức	40,0%	373,3	300.000		
Tân Hiệp II (THW)	Tân Hiệp	32,0%	144,1	300.000		Khu vực phía Tây thành phố HCM
Sông Đà (VCW)	Hà Nội	36,0%	875,1	300.000		Khu vực phía Tây Nam Hà Nội
<b>Công ty phân phối nước sạch</b>						
Cấp nước Thủ Đức (TDW)	Thủ Đức	44,2%	81,3		12,0%	Quận 2, 9 và thành phố Thủ Đức
Cấp nước Gia Định (GDW)	Gia Định	20,1%	34,0		15,4%	Quận Bình Thạnh, Phú Nhuận và một phần quận 3, Gò Vấp
Cấp nước Nhà Bè (NBW)	Nhà Bè	20,0%	41,1		13,1%	Quận 4, 7 và Quận Nhà Bè
<b>Xử lý và phân phối nước sạch</b>						
Cấp nước Khánh Hòa (KHW)	Khánh Hòa	43,9%	256,0	120.000	15,7%	TP Nha Trang, và quận Diên Khánh, Cẩm Lam, Khánh Sơn
<b>Tư vấn thiết kế phát triển nhà máy</b>						
TK+	TP.HCM	65,0%				

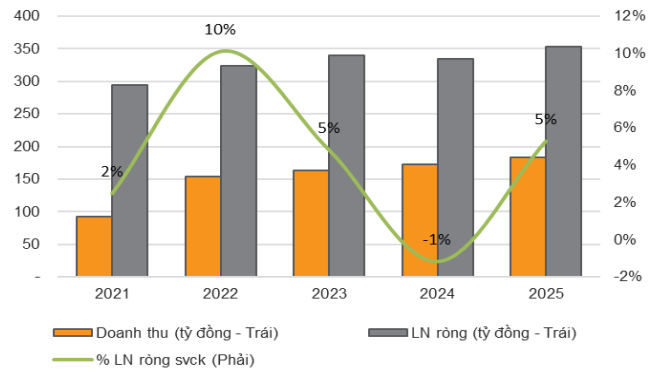
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 17: Giá nước sạch sẽ tăng nhẹ do nhu cầu cao hơn từ khối dịch vụ trong khi giá bán buôn nước dự kiến sẽ duy trì ổn định**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: Chúng tôi dự phòng mảng nước sẽ mang lại doanh thu và LN ròng ổn định trong 23-25**



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của mảng bán buôn (xử lý nước) không nhiều trong giai đoạn 2023-25 do hiện tại các nhà máy cơ bản đã đạt mức công suất thiết kế. Giá bán buôn nước cũng không có dự địa tăng khi các doanh nghiệp này thường không có khả năng đặt giá lớn. Đối với mảng phân phối bán lẻ nước sạch, chúng tôi nhận thấy mảng có thể duy trì tăng trưởng nhẹ khoảng 3% svck mỗi năm trong 2023-25 tại các khu vực phát triển như TP HCM và Khánh Hòa. Trong năm 2022, giá nước tại TP HCM đã được quyết định tăng 6%, theo đó trong năm 2023-25 chúng tôi cho rằng giá nước sẽ tăng tự nhiên khoảng 3% svck do tỉ trọng sử dụng nước từ khối dịch vụ và du lịch sẽ phục hồi dần sau dịch. Do đó, chúng tôi cho rằng LN ròng mảng nước sẽ ổn định lần lượt ở mức 339 tỷ, 335 tỷ và 352 tỷ trong 2023/24/25.

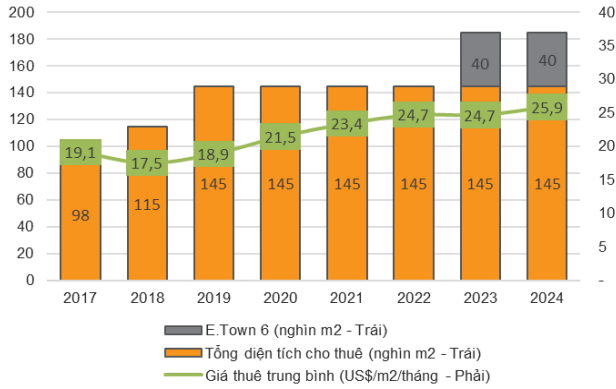
**Cho thuê văn phòng: Đón chờ E.Town 6 ▶**

Chúng tôi nhận thấy mảng cho thuê văn phòng sẽ đóng góp tăng trưởng tốt cho REE nhờ dự án tòa nhà cho thuê mới – E.Town 6. Tòa nhà hạng B với tổng diện tích cho thuê khoảng 40.000m2, trang bị nhiều cơ sở vật chất hiện đại. E.Town 6 dự kiến khi đi vào hoạt động từ Q4/23 sẽ nâng tổng diện tích cho thuê



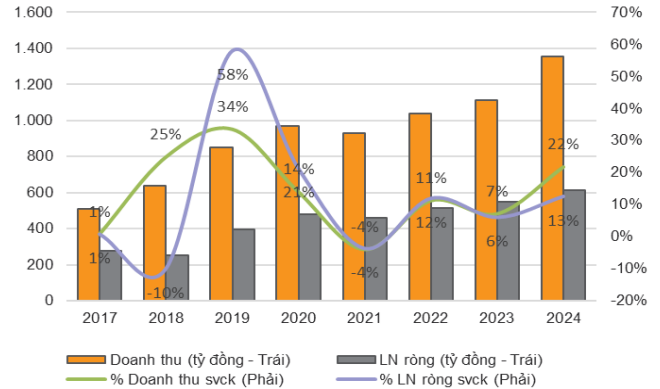
của REE lên 184.000m<sup>2</sup> (+25%) với mức giá cho thuê dự kiến vào khoảng 25-27USD/m<sup>2</sup>/tháng.

Hình 19: Giá cho thuê trung bình của REE sẽ tăng từ 2024 khi tòa nhà mới đi vào hoạt động với công suất cao



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: LN ròng mảng cho thuê văn phòng duy trì ổn định trong năm 2023 sau đó tăng 13% svck trong 2024 nhờ đóng góp từ E.Town 6



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Trong 2023, chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê sẽ ổn định so với 2022 sau khi tăng 7% svck lên mức khoảng 25,9 USD/m<sup>2</sup>/tháng khi E.Town 6 đi vào hoạt động cho cả năm 2024. Chúng tôi dự kiến tỉ lệ lấp đầy toàn danh mục cho thuê của REE vào khoảng 83% với giá định tỉ lệ lấp đầy E.Town 6 40% trong 2023. Trong 2024, tỷ lệ lấp đầy dự kiến vào khoảng 99% khi E.Town 6 cho thuê hết công suất. Chúng tôi nhận thấy xu hướng chuyển dịch thuê nhà hàng A xuống hạng B để tiết kiệm chi phí đặc biệt sau giai đoạn dịch sẽ giúp E.Town 6 lấp đầy nhanh diện tích cho thuê của mình.

Theo đó, doanh thu 2023/24 sẽ tăng lần lượt 7% svck và 22% svck đạt 1.110 tỷ/1.352 tỷ. LN ròng 2023 dự kiến tăng nhẹ 6% svck đạt 609 tỷ, sau đó tăng 13% svck đạt 678 tỷ trong 2024 nhờ sự đóng góp mới từ E.Town 6.

### Mảng cơ điện lạnh sẽ vẫn âm đạm trong bối cảnh BĐS khó khăn ►

Hiện tại, mảng cơ điện lạnh của REE đang chiếm 10% thị phần bất động sản, chủ yếu là các dự án cao cấp và quy mô lớn, và 60% thị phần đầu tư công. Theo doanh nghiệp chia sẻ, tổng giá trị cơ điện toàn thị trường bất động sản và đầu tư công sẽ vào khoảng 10.000 tỷ và 3.500 tỷ trong 2022.

- Trong 2023, chúng tôi cho rằng tình hình khó khăn của thị trường bất động sản sẽ ảnh hưởng lên doanh thu cơ điện của REE. Dự kiến doanh thu sẽ giảm 6,1% svck đạt 2.645 tỷ, backlog ký mới dự kiến vẫn tăng trưởng 20% svck đạt 3.607 tỷ với dự án mới từ khối đầu tư công. Chúng tôi cho rằng đây là mức dự phóng hợp lý và vẫn thấp hơn nhiều so với quy mô doanh thu trước dịch giai đoạn 2017-19 vào khoảng 3.000 tỷ mỗi năm. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy LN gộp và LN ròng của REE có thể tăng nhẹ 3,4% svck và 1,4% svck đạt 368 tỷ và 132 tỷ. Biên LN gộp cải thiện 1,3 điểm% nhờ áp lực giá nguyên vật liệu giảm từ đỉnh Q2/22. Tuy nhiên, biên LN ròng có thể vẫn đi ngang do áp lực lãi vay vẫn cao.
- Trong 2024, chúng tôi cho rằng thị trường cơ điện khối đầu tư công sẽ khởi sắc với hàng loạt các dự án nhà ga sân bay được khởi công. REE hiện là ứng cử viên hàng đầu trong lĩnh vực này với kinh nghiệm dày dặn trong triển khai các dự án nhà ga sân bay, do đó, chúng tôi nhận thấy REE có khả năng lớn sẽ trúng thầu các dự án này bao gồm sân bay Long Thành và nhà ga T3 Tân Sơn Nhất. Đối với dự án sân bay Long Thành, REE trúng 2.592 tỷ (7,36%) tổng giá trị gói thầu vào khoảng 35.223 tỷ trong kế hoạch chọn thầu cuối năm 2022. Tuy rằng kết quả đã bị hủy và hiện tại dự án đang được đấu thầu lại, chúng tôi

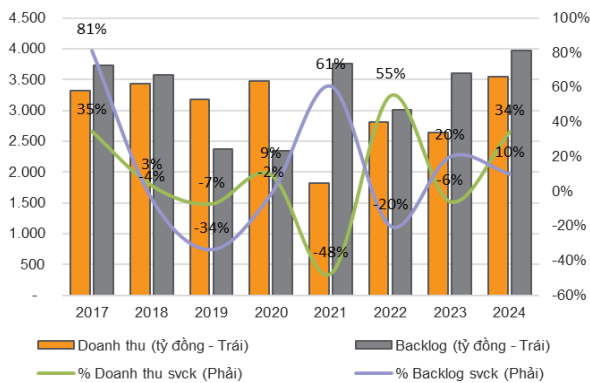
giả định REE sẽ tiếp tục thắng thầu một tỉ lệ tương đương do năng lực cao trong lĩnh vực này. Đối với dự án nhà ga T3 Tân Sơn Nhất, tổng giá trị đầu tư khoảng 10.990 tỷ, dự án dự kiến khởi công trong T2/23 và hoàn thành thi công mái trong T5/24. Theo đó, hoạt động M&E có thể bắt đầu triển khai và ghi nhận doanh thu trong năm này theo quan điểm của chúng tôi. Bên cạnh những kỳ vọng về sự phục hồi từ thị trường BĐS, chúng tôi dự đoán doanh thu 2024 sẽ tăng 34,3% svck đạt 3.553 tỷ. LN gộp và LN ròng sẽ lần lượt đạt 498 tỷ (+63% svck) và 178 tỷ (+57% svck).

Hình 21: REE có kinh nghiệm dày dặn trong lĩnh vực cơ điện lạnh các dự án 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 thống cơ điện
Cảng Hàng không 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 hành khách T2 Nội Bài	08/2012 - 12/2014	Cung cấp, lắp đặt hệ cơ, thông gió & BMS
Nhà ga quốc tế T2 Tân Sơn Nhất	GD1: 05/2015 - 10/2016 GD2: 07/2017 - 08/2018	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện và thiết bị nhà ga
Cảng Hàng không Quốc tế Đà Nẵng	04/2016 - 09/2017	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Cảng Hàng không Quốc tế Cam Ranh	02/2017 - 05/2018	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Cảng Hàng không Quốc tế Phú Bài*	07/2021 - 11/2022	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện

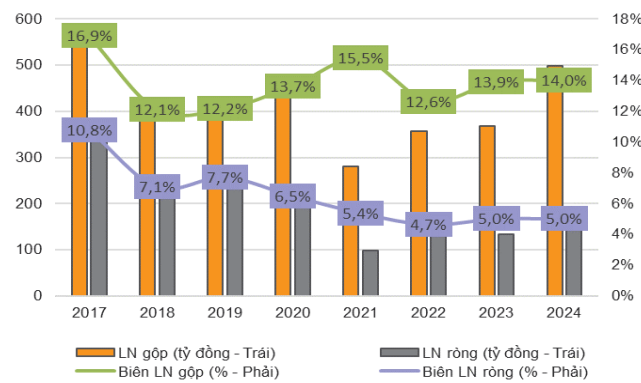
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Tăng trưởng doanh thu sẽ chậm lại trong 2023, phục hồi từ 2024, hỗ trợ bởi thị trường BĐS khởi sắc và các dự án sân bay



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Biên LN sẽ dần cải thiện trong 2023-24 nhờ giá nguyên vật liệu giảm cũng như áp lực lãi vay hạ nhiệt



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi nhận REE không gặp nhiều áp lực từ lãi suất trong 2023-24

Mặc dù môi trường lãi suất cao dự kiến sẽ duy trì đến ít nhất hết năm 2023, thu hẹp tăng trưởng LN, chúng tôi nhận thấy đây là yếu tố vĩ mô chung, ảnh hưởng đến hầu hết các doanh nghiệp có dư nợ vay trên thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi nhìn thấy REE chịu rủi ro lãi suất ở mức tối thiểu nhờ dòng tiền kinh doanh dồi dào cũng như tỉ lệ nợ vay/VCSH an toàn. Cụ thể, tỉ lệ nợ vay/VCSH của REE sẽ giảm xuống khoảng 0,6 lần trong giai đoạn 2023-25, mức an toàn khi so với các doanh nghiệp đa ngành khác. Chi phí tài chính cũng sẽ giảm dần nhờ dư nợ vay giảm. Đáng chú ý, REE không gặp nhiều áp lực về tỉ giá với dư nợ vay ngoại tệ vào khoảng 24% tổng dư nợ. Bên cạnh đó, thời điểm đáo hạn khoản trái phiếu 2.318 tỷ vào 2029. Chúng tôi nhận thấy dòng tiền kinh doanh thuần mạnh với tỉ lệ CFO/Doanh thu lớn hơn 15% sẽ là bộ đỡ an toàn để REE thực hiện đầy đủ các nghĩa vụ nợ trong tương lai.

Hình 24: REE duy trì một sức khỏe tài chính lành mạnh trong 2023-25

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nợ/VCSH (lần)	0,6	0,8	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	111,5	385,7	474,5	707,5	943,2	896,6	782,8	698,2
Khả năng trả lãi vay (lần)	4,1	2,3	2,9	2,8	4,1	3,1	4,0	4,7
CFO/Doanh thu (%)	1,8%	6,5%	10,9%	26,2%	16,6%	41,0%	27,3%	27,7%

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Tổng kết lại, chúng tôi đưa ra bảng tổng hợp dự phóng doanh thu và LN ròng của REE giai đoạn 2023-24 bên dưới:

Hình 25: Dự phóng KQKD REE 2023-24

Tỷ đồng	2022	2023	%svck	2024	%svck
<b>Doanh thu</b>	<b>9.375,1</b>	<b>8.366,3</b>	<b>-10,8%</b>	<b>9.757,6</b>	<b>16,6%</b>
Điện	5.379,6	4.447,4	-17,3%	4.679,5	5,2%
Nước	154,0	163,2	6,0%	173,0	6,0%
Bất động sản	1.036,9	1.110,8	7,1%	1.352,5	21,8%
Cơ điện lạnh	2.816,0	2.644,9	-6,1%	3.552,6	34,3%
<b>LN ròng</b>	<b>2.690,2</b>	<b>2.208,4</b>	<b>-17,9%</b>	<b>2.630,9</b>	<b>19,1%</b>
Điện	1.666,0	1.210,3	-27,4%	1.457,0	20,4%
Nước	339,0	339,3	0,1%	335,2	-1,2%
Bất động sản	579,0	609,9	5,3%	678,6	11,3%
Cơ điện lạnh	131,0	132,9	1,4%	178,5	34,3%

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

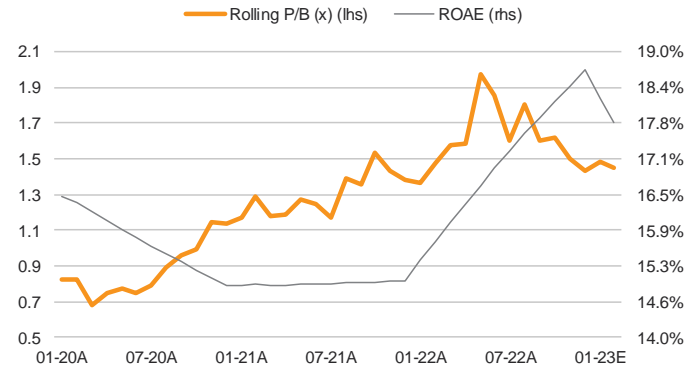
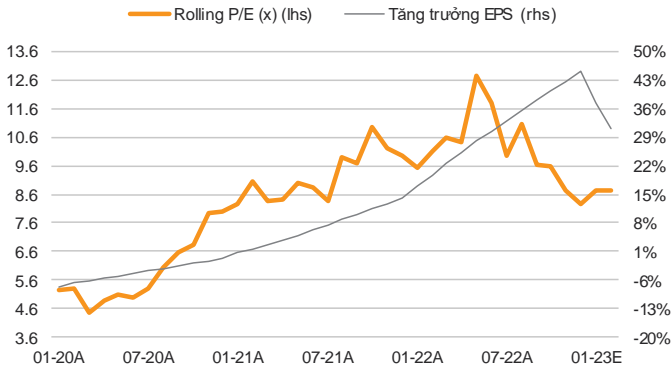
### Điều chỉnh dự phóng KQKD 2023-24

Hình 24: Kết quả điều chỉnh dự phóng 2023-24

Tỷ đồng	2022				2023				2024				Nhận xét
	DP cũ	DP mới	%Δ	DP cũ	DP mới	%Δ	DP cũ	DP mới	%Δ	DP cũ	DP mới	%Δ	
<b>Doanh thu</b>	<b>9.375,1</b>	<b>10.547,7</b>	<b>8.366,3</b>	<b>-20,7%</b>	<b>12.065,2</b>	<b>9.757,6</b>	<b>-19,1%</b>						Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu 2023-24 lần lượt 21% và 19% chủ yếu do điều chỉnh mạnh doanh thu cơ điện lạnh. Cụ thể, doanh thu cơ điện lạnh 2023-24 điều chỉnh giảm 38% và 20% so với dự phóng trước, phản ánh triển vọng âm ảm của mảng bất động sản. Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ doanh thu điện 2023-24 lên 7% và 5% do công suất đóng góp thêm từ Nậm Ban 2 (22MW).
Điện	5.379,6	4.150,5	4.447,4	7,2%	4.457,0	4.679,5	5,0%						
Nước	154,0	98,0	163,2	66,6%	103,0	173,0	68,0%						
Bất động sản	1.036,9	1.167,5	1.110,8	-4,9%	1.332,5	1.352,5	1,5%						
Cơ điện lạnh	2.816,0	4.296,6	2.644,9	-38,4%	4.422,8	3.552,6	-19,7%						
Giá vốn hàng bán	5.056,3	7.075,8	5.018,2	-29,1%	8.129,5	5.930,2	-27,1%						
<b>LN gộp</b>	<b>4.315,5</b>	<b>3.472,0</b>	<b>3.342,5</b>	<b>-3,7%</b>	<b>3.935,6</b>	<b>3.821,0</b>	<b>-2,9%</b>						LN gộp giảm 4% và 3% do chúng tôi giữ nguyên triển vọng cho các mảng kinh doanh biên cao như điện, cho thuê văn phòng.
<i>Biên LN gộp (%)</i>	46,03%	32,92%	39,95%	0,0%	32,62%	39,16%	0,0%						
Chi phí bán hàng & QLDN	668,8	702,1	598,5	-14,8%	815,6	677,9	-16,9%						
<b>EBIT</b>	<b>3.646,7</b>	<b>2.769,9</b>	<b>2.744,0</b>	<b>-0,9%</b>	<b>3.120,1</b>	<b>3.143,1</b>	<b>0,7%</b>						
Doanh thu tài chính	202,5	236,0	127,7	-45,9%	344,1	129,4	-62,4%						Doanh thu tài chính điều chỉnh giảm 36% và 63% trong 2023-24 do tiền mặt giảm sau khi đầu tư 738 tỷ vào VIB. Hiện tại chúng tôi chưa đưa ra quan điểm về triển vọng và hiệu quả của khoản đầu tư này.
Chi phí tài chính	943,2	691,7	896,6	29,6%	664,6	782,8	17,8%						Chi phí tài chính tăng 30% và 18% sv dự phóng trước, phản ánh môi trường lãi suất cao hơn cho ít nhất đến hết 2023.
Lãi/lỗ từ LDLK	1.077,4	935,9	910,4	-2,7%	965,9	980,2	1,5%						
<b>LN ròng</b>	<b>2.690,2</b>	<b>2.578,4</b>	<b>2.208,4</b>	<b>-14,3%</b>	<b>2.985,4</b>	<b>2.630,9</b>	<b>-11,9%</b>						Do đó, dự phóng LN ròng 2023-24 giảm lần lượt 14% và 12% sv báo cáo trước, chủ yếu bởi điều chỉnh giảm mạnh triển vọng mảng cơ điện lạnh.
Điện	1.666,0	1.333,5	1.210,3	-9,2%	1.459,8	1.457,0	-0,2%						
Nước	339,0	336,3	339,3	0,9%	350,0	335,2	-4,2%						
Bất động sản	579,0	595,5	609,9	2,4%	665,6	678,6	1,9%						
Cơ điện lạnh	131,0	321,5	132,9	-58,7%	378,3	178,5	-52,8%						

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	9.372	8.361	9.751
Giá vốn hàng bán	(5.056)	(5.018)	(5.930)
Chi phí quản lý DN	(580)	(434)	(512)
Chi phí bán hàng	(89)	(164)	(166)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>3.647</b>	<b>2.744</b>	<b>3.143</b>
EBITDA thuần	2.754	3.647	4.067
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>893</b>	<b>(903)</b>	<b>(924)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>3.647</b>	<b>2.744</b>	<b>3.143</b>
Thu nhập lãi	203	128	129
Chi phí tài chính	(943)	(897)	(783)
Thu nhập ròng khác	(107)	28	1
TN từ các Cty LK & LD	1.077	910	980
<b>LN trước thuế</b>	<b>3.876</b>	<b>2.914</b>	<b>3.471</b>
Thuế	(363)	(315)	(376)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(823)	(390)	(464)
<b>LN ròng</b>	<b>2.690</b>	<b>2.208</b>	<b>2.631</b>
Thu nhập trên vốn	2.690	2.208	2.631
Cổ tức phổ thông	(576)	(356)	(356)
<b>LN giữ lại</b>	<b>2.115</b>	<b>1.852</b>	<b>2.275</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	1.151	3.315	4.217
Đầu tư ngắn hạn	1.749	1.671	1.627
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.013	3.786	4.383
Hàng tồn kho	1.422	1.271	1.416
Các tài sản ngắn hạn khác	251	272	361
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>8.586</b>	<b>10.315</b>	<b>12.003</b>
Tài sản cố định	16.391	16.141	15.217
Tổng đầu tư	6.491	7.401	8.381
Tài sản dài hạn khác	2.460	2.341	2.573
<b>Tổng tài sản</b>	<b>33.928</b>	<b>36.198</b>	<b>38.175</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.455	1.996	1.478
Phải trả người bán	649	718	876
Nợ ngắn hạn khác	1.986	2.292	2.800
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.091</b>	<b>5.006</b>	<b>5.154</b>
Vay & nợ dài hạn	9.946	9.159	8.371
Các khoản phải trả khác	680	794	942
Vốn điều lệ và	3.564	3.564	3.564
LN giữ lại	10.706	12.558	14.833
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.508</b>	<b>17.146</b>	<b>19.150</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.703	4.093	4.557
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>33.928</b>	<b>36.198</b>	<b>38.175</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>3.876</b>	<b>2.914</b>	<b>3.471</b>
Khấu hao	1.225	903	924
Thuế đã nộp	(359)	(315)	(376)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.201)	(805)	(1.194)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(1.981)</b>	<b>731</b>	<b>(164)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>1.559</b>	<b>3.427</b>	<b>2.662</b>
Đầu tư TSCĐ	(742)	(654)	0
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	20	0	0
Các khoản khác	738	128	129
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(779)	78	44
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(763)</b>	<b>(448)</b>	<b>173</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(902)	(246)	(1.306)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(0)	(213)	(271)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(576)	(356)	(356)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(1.476)</b>	<b>(816)</b>	<b>(1.933)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.831	1.151	3.315
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(680)</b>	<b>2.163</b>	<b>902</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.151	3.315	4.217

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	28,7%	26,4%	27,0%
Vòng quay TS	0,29	0,24	0,26
ROAA	8,2%	6,3%	7,1%
Đòn bẩy tài chính	2,28	2,15	2,05
ROAE	18,7%	13,5%	14,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	156,3	165,3	164,5
Số ngày nắm giữ HTK	102,6	92,4	87,4
Số ngày phải trả tiền bán	46,9	52,2	54,1
Vòng quay TSCĐ	0,57	0,51	0,62
ROIC	8,8%	6,8%	7,8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,1	2,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,8	1,8	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,7	1,0	1,1
Vòng quay tiền	212,0	205,5	197,8
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	61,3%	(10,8%)	16,6%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	96,6%	(24,8%)	14,5%
Tăng trưởng LN ròng	45,0%	(17,9%)	19,1%
Tăng trưởng EPS	45,0%	(17,9%)	19,1%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng Phòng

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: [tung.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:tung.nguyenduc@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>