

KHUYẾN NGHỊ NĂM GIỮ CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (HSX: REE) _ KHỞI ĐỘNG CÁC DỰ ÁN MỚI					
Giá hiện tại:	64,000	Ngày viết báo cáo:	26/06/2024	<b>Cổ đông lớn</b>	
Giá mục tiêu trước:	<b>65,700</b>	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	470	Platinum Victory Pte Ltd	34.93%
Giá mục tiêu mới:	<b>70,600</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	30,080	Nguyễn Thị Mai Thanh	12.81%
Lợi suất cổ tức:	<b>1.7%</b>	KLGD TB 10 phiên (CP):	991,970	Nguyễn Ngọc Hải	5.50%
<b>Upside:</b>	<b>12%</b>	% Sở hữu nước ngoài:	49%	HFIC	5.30%

**Research Department:**

Nguyen Dan Truong  
(Dầu khí – Điện – Hóa chất)  
[truongnd@bsc.com.vn](mailto:truongnd@bsc.com.vn)

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ **MUA** xuống **NĂM GIỮ** với cổ phiếu REE, giá mục tiêu năm 2025 là **70,600 VND/CP** (upside 12% so với giá đóng cửa ngày 26/06/2024, bao gồm 1.8% tỷ suất cổ tức) dựa trên phương pháp định giá từng phần SoTP.

BSC điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên mức **70,600 VND/CP** từ mức 65,700 VND/CP (**tăng 7.5%**) so với báo cáo trước ([link báo cáo](#)) chủ yếu do điều chỉnh một số giả định quan trọng sau:

- **Định giá mảng năng lượng tăng 6%.** Nhờ có thêm 2 dự án điện gió (128 MW) và 1 dự án thủy điện nhỏ (30 MW).
- **Định giá mảng nước sạch tăng 23%.** Chúng tôi nâng tỷ lệ nhân từ 10.0x lên 12.0x phản ánh tiềm năng tăng công suất của dự án nước sạch Sông Đà 2.
- **Định giá mảng cơ điện lạnh tăng 32%.** Thay đổi hệ số nhân từ 8.0x lên 10.0x nhờ tiềm năng của dự án sân bay Long Thành và thị trường bất động sản phục hồi.

**CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH**

**Triển vọng năm 2024: động lực đến từ nhóm năng lượng.** Nhóm thủy điện cải thiện từ 2H2024, bứt phá trong năm 2025 và năng lượng tái tạo có thêm 3 dự án mới (158 MW).

**Triển vọng năm 2025: mảng M&E và nước sạch khởi sắc.** 1) mảng M&E được thúc đẩy bởi dự án sân bay Long Thành và thị trường bất động sản phục hồi và 2) mảng nước sạch đưa vào vận hành toàn bộ dự án nước sạch Sông Đà 2.

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

So với báo cáo trước đó, chúng tôi thay đổi một số giả định của năm 2024 sau:

- Mảng năng lượng với giá bán trung bình của các công ty thủy điện giảm 20 % YoY, trong báo cáo trước mức giảm là 5 - 10%.
- Mảng nước sạch với giả định thời gian hoạt động của nhà máy nước sạch Sông Đà 2 từ 2024 sang năm 2025.

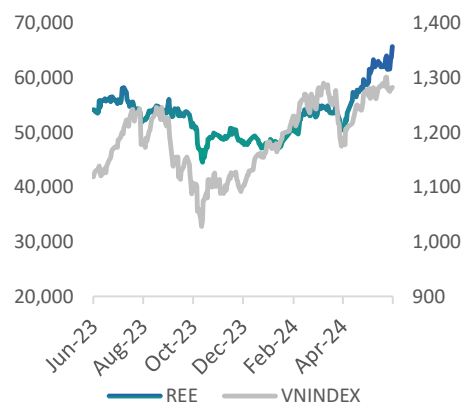
**NPATMI đạt 2,357 tỷ VND (-6% YoY), giảm 16% so với báo cáo trước.**

**Dự báo năm 2025. Doanh thu đạt 10,560 tỷ VND (+16% YoY)** chủ yếu đến từ:

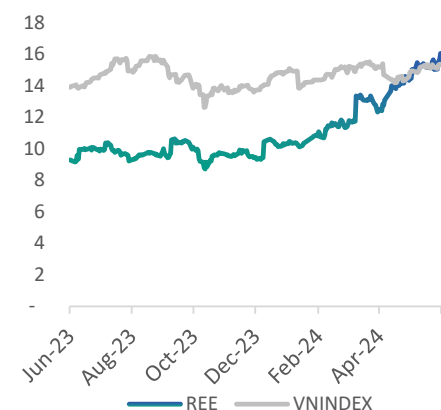
- Mảng cơ điện lạnh tăng 37% YoY nhờ khởi động dự án sân bay Long Thành và thị trường bất động sản ấm trở lại.
- Mảng năng lượng tăng 10% YoY nhờ 1) nhóm thủy điện được giảm tỷ lệ Qc từ 95 – 98% xuống còn 85 – 90%, 2) sản lượng thủy điện tăng 8% YoY với ảnh hưởng La nina.

**NPATMI đạt 3,103 tỷ VND (+32% YoY).**

**Bảng so sánh giá CP và VN-Index**



**Bảng so sánh P/E CP và VN-Index**



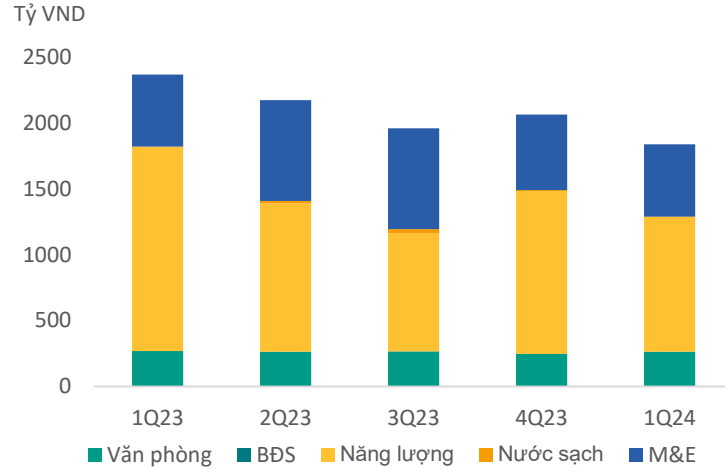
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
<b>PE (x)</b>	8.40	11.64	11.44	8.52	<b>Doanh thu thuần</b>	9,378	8,579	9,136	10,560
<b>PB (x)</b>	1.45	1.23	1.33	1.12	<b>Lợi nhuận gộp</b>	4,336	3,720	3,669	4,151
<b>P/S (x)</b>	2.40	2.97	3.38	2.87	<b>NPATMI</b>	2,693	2,189	2,357	3,103
<b>ROE (%)</b>	20	14	13	15	<b>EPS</b>	7,554	5,341	5,015	6,603
<b>ROA (%)</b>	11	8	8	10	<b>% Tăng trưởng EPS</b>	26%	-29%	-6%	32%

I. CẬP NHẬT KQKD 1Q2024:

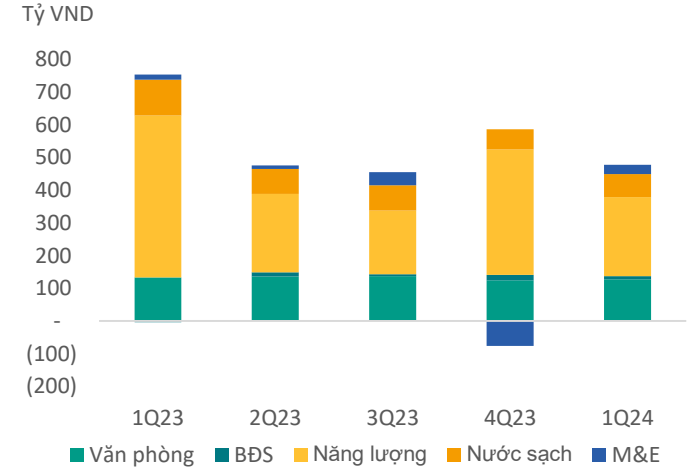
(Tỷ VND)	1Q.2024	1Q.2023	%YoY	Thực hiện/ dự báo cũ	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>1,837</b>	<b>2,369</b>	<b>-22%</b>	<b>19%</b>	<p>Trong Q1.2024:</p> <p><b>Doanh thu đạt 1,837 tỷ VND (-22% YoY), tương ứng 19% dự báo năm 2024.</b> Trong đó, nguyên nhân chính đến từ doanh thu mảng năng lượng sụt giảm mạnh -34% YoY:</p> <p>1) <b>sản lượng thủy điện giảm 31% YoY</b> vì các nhà máy phải dự trữ nước trong Q1 để sử dụng trong Q2 (cao điểm mùa khô).</p> <p>2) sản lượng hợp đồng (Qc) của nhà máy thủy điện lên đến 98% dẫn đến <b>giá bán điện trung bình giảm 24% YoY.</b></p> <p><b>Biên lợi nhuận gộp đạt 40%</b>, giảm 13 điểm % trong đó tác động chính đến từ mảng năng lượng (các nhà máy thủy điện).</p> <p><b>Chi phí lãi vay giảm -23% YoY</b> nhờ môi trường lãi suất hạ nhiệt.</p> <p><b>Lợi nhuận từ công ty liên kết giảm -42% YoY</b> với 1) ảnh hưởng từ các nhà máy thủy điện và 2) công ty VCW ghi nhận khấu hao lớn do đưa vào vận hành một phần các đường ống mới và cần thời gian để gia tăng khách hàng.</p> <p>=&gt; <b>NPATMI giảm -36% YoY</b>, tương ứng 17% dự báo.</p>
-Cơ điện lạnh	548	547	0%	18%	
-Văn phòng	263	270	-3%	21%	
-BĐS	-	-		0%	
-Năng lượng	1,023	1,545	<b>-34%</b>	20%	
-Nước sạch	4	7	<b>-43%</b>	8%	
<b>Giá vốn</b>	<b>(1,096)</b>	<b>(1,114)</b>	<b>-2%</b>	<b>-19%</b>	
<b>Lãi gộp</b>	<b>741</b>	<b>1,254</b>	<b>-41%</b>	<b>19%</b>	
Doanh thu TC	70	59	20%	21%	
Chi phí TC	(223)	(256)	-13%	-29%	
-Lãi vay	(192)	(249)	<b>-23%</b>	-26%	
Chi phí BH	(19)	(19)	-1%	-18%	
Chi phí QLDN	(96)	(102)	-6%	-19%	
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>473</b>	<b>936</b>	<b>-49%</b>	<b>17%</b>	
Lãi/(lỗ) từ LDLK	121	209	<b>-42%</b>	12%	
<b>LNTT</b>	<b>598</b>	<b>1,152</b>	<b>-48%</b>	<b>15%</b>	
Thuế	(50)	(97)	<b>-49%</b>	-16%	
<b>LNST</b>	<b>548</b>	<b>1,055</b>	<b>-48%</b>	<b>15%</b>	
CĐTS	68	310	<b>-78%</b>	9%	
<b>NPATMI</b>	<b>480</b>	<b>745</b>	<b>-36%</b>	<b>17%</b>	
-Cơ điện lạnh	28	16	<b>75%</b>	23%	
-Văn phòng	128	133	-4%	19%	
-BĐS	9	(3)	<b>N/a</b>	35%	
-Năng lượng	242	496	<b>-51%</b>	15%	
-Nước sạch	71	109	<b>-35%</b>	20%	
			Thay đổi		
Biên LNG	40%	53%	-13%		
SG&A/DT	6%	5%	1%		
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>26%</b>	<b>31%</b>	<b>-5%</b>		
-Cơ điện lạnh	5%	3%	2%		
-Văn phòng	49%	49%	-1%		
-BĐS					
-Năng lượng	24%	32%	-8%		
-Nước sạch					

Nguồn: REE, BSC Research

Trong Q1/2024, doanh thu mảng năng lượng sụt giảm 34% YoY



Trong Q1/2024, NPATMI giảm -36% YoY chủ yếu do mảng năng lượng sụt giảm như đã nêu trên



Nguồn: REE

## II. Cập nhật thông tin

**Mảng năng lượng.** Nhà máy thủy điện Trà Khúc 2 dự kiến khởi công trong Q2/2024 và vận hành thương mại vào năm 2026, đóng góp thêm 30MW công suất. BSC ước tính nhà máy này có thể đóng góp khoảng 260 tỷ VND vào định giá của REE và 18 tỷ VND LNST 2027.

**Mảng văn phòng.** Trong Q1/2024, giá cho thuê trung bình các văn phòng của REE điều chỉnh tăng khoảng 6.5%, tương ứng với giá thị trường, tuy nhiên, tỷ lệ lấp đầy bình quân cuối quý 1 giảm 4.1 điểm %, đạt 92.8%. Tòa nhà Etown 6 sẽ chính thức hoạt động từ tháng 7/2024 và đã đạt tỷ lệ cam kết cho thuê khoảng 20% (kỳ vọng đạt được 60% cho cả năm 2024). Tỷ lệ lấp đầy trung bình và giá cho thuê trung bình đang bám sát với dự báo trong báo cáo trước đó của chúng tôi.

## III. Cập nhật triển vọng kinh doanh năm 2024 và 2025

### Triển vọng năm 2024: động lực đến từ nhóm năng lượng

**Mảng năng lượng:** thủy điện cải thiện từ 2H2024, bút phá trong năm 2025 và năng lượng tái tạo có thêm 3 dự án mới.

Cập nhật dự báo sản lượng điện các công ty thuộc REE

Loại hình (triệu kwh)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Dự báo mới</b>						
Điện mặt trời	91	259	270	288	352	334
Điện gió	55	134	330	391	384	596
Nhiệt điện	5,767	3,072	3,348	3,550	4,629	4,949
Thủy điện	3,623	5,334	7,035	6,001	6,067	6,485
<b>Tăng/giảm so với dự báo cũ</b>						
Điện mặt trời					7%	1%
Điện gió					0%	62%
Nhiệt điện					27%	7%
Thủy điện					5%	9%

Nguồn: REE, BSC Research dự báo

a. Nhóm thủy điện: cải thiện sản lượng trong 2H2024 nhờ La nina bù đắp giá bán trung bình có thể giảm

Trong 2H2024, sản lượng điện của các nhà máy thủy điện trong sẽ tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ thời tiết El nino sẽ yếu dần từ tháng 6/2024 và chuyển sang La nina (El nino là thời tiết chủ đạo trong năm 2023). Giai đoạn khó khăn nhất của thủy điện sẽ rơi vào tháng 6 - 7/2024 – đỉnh điểm mùa khô hằng năm.

Tuy nhiên, trong năm 2024, tỷ lệ sản lượng điện giao trực tiếp (Qc) trong cơ cấu bán hàng của các nhà máy thủy điện sẽ lên đến 95 – 98% (thông thường là 85 – 90%), khiến giá bán trung bình của các nhà máy này giảm khoảng 20% YoY (tham gia thị trường điện cạnh tranh sẽ có giá bán tốt hơn).

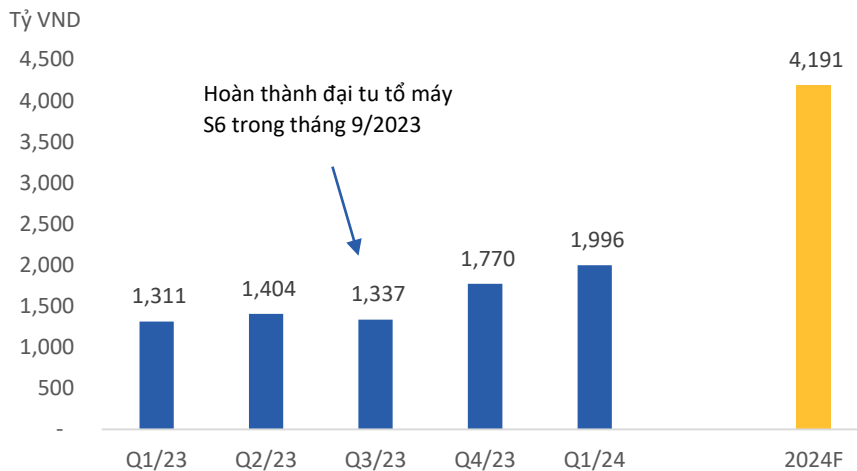
Sang năm 2025, tỷ lệ Qc cho nhà máy điện có thể giảm về mức 85 – 90% nhờ 1) tình hình tài chính của EVN được cải thiện với việc tăng giá điện, 2) định hướng phát triển thị trường điện bán lẻ sẽ giảm dần tỷ lệ mua bán điện trực tiếp của EVN.

BSC dự phóng lợi nhuận của nhóm thủy điện 2024F đạt 679 tỷ (-37% YoY), 2025F đạt 1,114 tỷ (+64% YoY). Như vậy, lợi nhuận trong 2H2024 ước đạt khoảng 435 tỷ VND, tăng 70% so với 1H2024.

#### b. Nhóm nhiệt điện: PPC được gia tăng huy động trong năm 2024

Trong Q1/2024, doanh thu của PPC đã đạt 35% dự phóng trước đó do phụ tải ở khu vực miền Bắc tăng trưởng mạnh 17% YoY trong khi phụ tải trung bình toàn hệ thống chỉ tăng 14% YoY. Mặc dù mùa nắng nóng sắp kết thúc nhưng hoạt động sản xuất của Việt Nam phục hồi sẽ giúp phụ tải duy trì mức tăng trưởng cao (10.25% YoY) trong năm 2024.

##### Trong Q1/2024, doanh thu của PPC tăng 52% YoY



Nguồn: PPC, BSC Research dự báo

Trong năm 2024, các tổ máy nhiệt điện sẽ hoạt động bình thường và giảm các chi phí bất thường (liên quan đến đại tu), giúp hỗ trợ NPATMI của PPC đạt mức 678 tỷ VND, (+56% YoY), đóng góp 161 tỷ VND vào NPATMI của REE.

Tiến độ thoái vốn PPC: trong 4 và tháng 5/2024, REE đã thông báo chuyển nhượng khoảng 5 triệu cổ phiếu PPC và tiếp tục đăng ký bán 5 triệu cổ phiếu PPC. Như vậy, REE đang thực hiện đúng lộ trình thoái vốn khỏi PPC, giả định hoàn tất chuyển nhượng 10 triệu cổ phiếu PPC, REE sẽ nhận về khoảng 150 tỷ VND và tỷ lệ sở hữu từ 23% về mức 20.5%.

#### c. Nhóm năng lượng tái tạo: xây dựng thêm 2 nhà máy mới với công suất 130 MW (tổng công suất điện gió tăng 100%)

Theo kế hoạch Quy hoạch điện 8, REE sẽ được triển khai 2 dự án điện gió với tổng công suất 128 MW trong giai đoạn 2023 – 2025, giúp tăng công suất danh mục điện gió từ 126 MW lên 254 MW (+100%) và ước tính đóng góp 700 tỷ VND vào định giá chung của REE.

Hiện tại vẫn chưa có cơ chế giá mới cho điện gió trên bờ và gần bờ và chúng tôi giả định các dự án này sử dụng giá điện chuyển tiếp. Mặc dù giá chuyển tiếp thấp hơn 30% so với giá FIT nhưng suất đầu tư cũng giảm khoảng 20% - 25% (tham khảo kế hoạch của REE) vì thế tỷ lệ lợi nhuận ròng/doanh thu của các dự án mới vẫn có thể đạt được khoảng 35% (các dự án điện gió cũ của REE đạt được 45%). BSC kỳ vọng vào cuối năm 2025 hoặc đầu năm 2026, nhà máy có thể đi vào hoạt động chính thức.

##### Các dự án điện gió sắp triển khai của REE

Dự án	Tỷ lệ lợi ích	Công suất (MW)	Giá phát điện giả định (VND/kwh)	Thời gian vận hành	Vị trí	Suất đầu tư	Suất đầu tư các dự án trước đây của REE
V1-3 GD 2	100%	48	1,580	2023 - 2025	Trà Vinh	~ 33 tỷ VND/Kwh	~ 40 – 46 tỷ VND/Kwh
V1-5 và V1-6 GD 2	100%	80	1,580	2023 - 2025	Trà Vinh		

Nguồn: REE, QHĐ 8, BSC Research

## Triển vọng năm 2025: mảng M&E và nước sạch khởi sắc

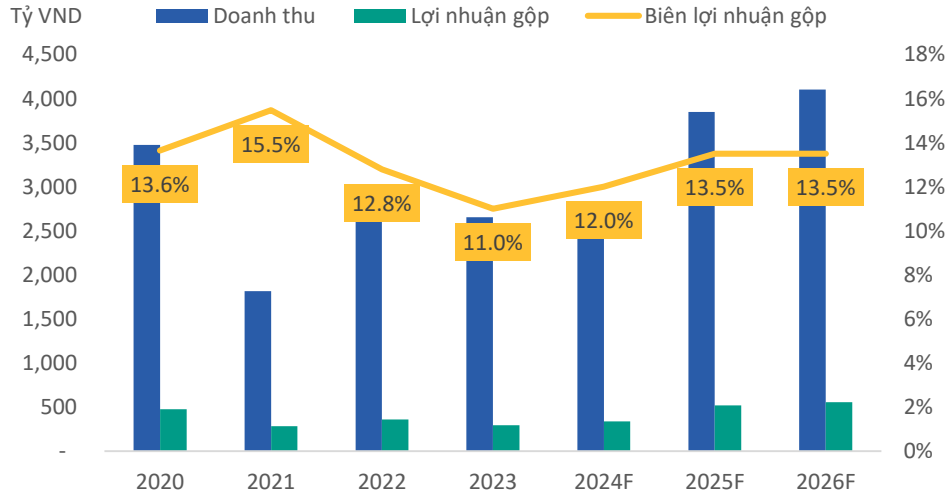
### 1. Mảng M&E với động lực từ dự án sân bay Long Thành và thị trường bất động sản phục hồi.

Trong quý 1/2024, REE đã ký mới 2,659 tỷ VND hợp đồng M&E (cả năm 2023 ký mới đạt khoảng 2,000 tỷ VND) trong đó chủ yếu đến từ dự án đầu tư xây dựng cảng hàng không quốc tế Long Thành. Dựa vào tiến độ hiện tại và kế hoạch xây dựng của sân bay Long Thành, công việc của REE có thể rơi vào Q4/2025 – Q1/2026. Đây là thông tin tích cực vì trước đó chúng tôi chưa đưa dự án lớn này vào dự báo.

Ngoài ra, chúng tôi dự báo nguồn cung của thị trường bất động sản có thể rơi vào đầu quý 1/2025 sau khi thông qua luật đất đai mới và ban hành thông tư hướng dẫn luật.

Như vậy, Q4/2025 sẽ là điểm rơi lợi nhuận của mảng M&E sau 2 năm khó khăn.

#### Mảng M&E khởi sắc từ cuối năm 2025



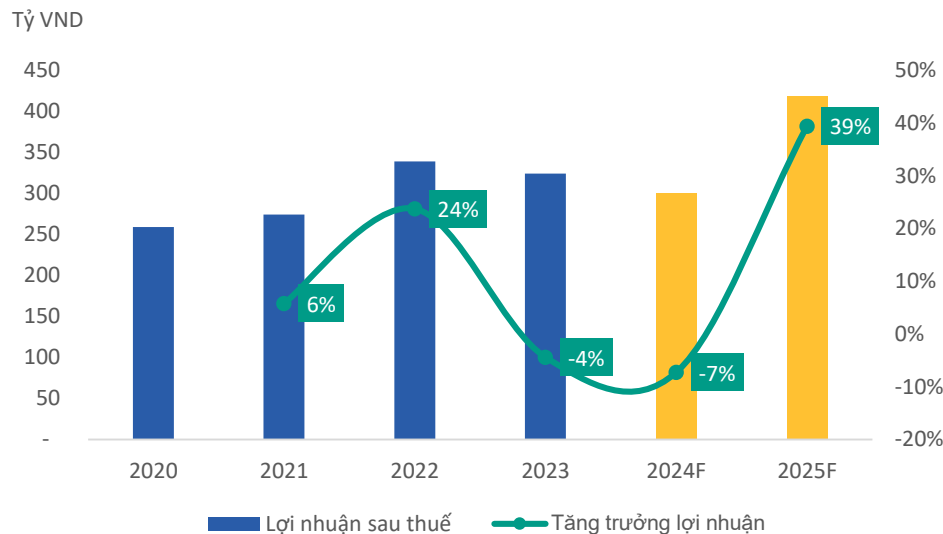
Nguồn: REE, BSC Research dự báo

### 2. Mảng nước sạch đưa vào vận hành toàn bộ dự án Sông Đà giai đoạn 2 trong năm 2025.

Trong năm 2024, công ty hạch toán 40 km tuyến ống mới này nhưng chưa phát sinh doanh thu dẫn đến tăng chi phí khấu hao và lỗ sau thuế ước tính khoảng 31 tỷ VND.

Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ hoàn thành và đưa vào vận hành toàn bộ từ Q2/2025, giúp nâng công suất từ 300,000 m<sup>3</sup>/ngày đêm lên mức 600,000 m<sup>3</sup>/ngày đêm. Bên cạnh đó, nhà máy nước sạch Sông Đà đã hoạt động hết công suất từ năm 2022 và nhu cầu nước sạch ở Hà Nội vẫn còn lớn, do đó, chúng tôi cho rằng nhà máy mới chỉ cần 4 năm để lấp đầy công suất.

#### Dự báo LNST mảng nước sạch năm 2025 tăng 39% so với năm 2024 nhờ tăng công suất ở VCW



Nguồn: VCW, BSC Research

#### IV. Dự phóng KQKD 2024 và 2025

(Tỷ VND)	2023	%YoY	2024F	%YoY	2025F	%YoY	Dự báo 2024 mới/ cũ
<b>Doanh thu</b>	<b>8,579</b>	<b>-9%</b>	<b>9,136</b>	<b>6%</b>	<b>10,560</b>	<b>16%</b>	<b>-5%</b>
-Cơ điện lạnh	2,653	-6%	2,809	6%	3,850	37%	-6%
-Văn phòng	1,048	1%	1,247	19%	1,323	6%	-2%
-BĐS	0		621		414		171%
-Năng lượng	4,801	-10%	4,408	-8%	4,923	12%	-12%
-Nước sạch	67	-56%	50	-25%	50	0%	0%
<b>Giá vốn</b>	<b>4,859</b>	<b>-4%</b>	<b>5,466</b>	<b>12%</b>	<b>6,409</b>	<b>17%</b>	<b>-3%</b>
<b>Lãi gộp</b>	<b>3,720</b>	<b>-14%</b>	<b>3,669</b>	<b>-1%</b>	<b>4,151</b>	<b>13%</b>	<b>-6%</b>
Doanh thu TC	230	23%	277	21%	369	33%	-17%
Chi phí TC	1,016	8%	767	-25%	593	-23%	0%
-Lãi vay	939	6%	692	-26%	579	-16%	-5%
Chi phí BH	93	5%	100	8%	116	16%	-4%
Chi phí QLDN	663	15%	576	-13%	665	16%	11%
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>2,178</b>	<b>-25%</b>	<b>2,504</b>	<b>15%</b>	<b>3,146</b>	<b>26%</b>	<b>-12%</b>
Lãi/(lỗ) từ LDLK	874	-19%	802	-8%	1,088	36%	-21%
<b>LNTT</b>	<b>3,057</b>	<b>-21%</b>	<b>3,306</b>	<b>8%</b>	<b>4,234</b>	<b>28%</b>	<b>-15%</b>
Thuế	270	-26%	400	48%	470	18%	27%
<b>LNST</b>	<b>2,787</b>	<b>-21%</b>	<b>2,907</b>	<b>4%</b>	<b>3,764</b>	<b>29%</b>	<b>-18%</b>
CĐTS	599	-27%	550	-8%	661	20%	-28%
<b>NPATMI</b>	<b>2,189</b>	<b>-19%</b>	<b>2,357</b>	<b>8%</b>	<b>3,103</b>	<b>32%</b>	<b>-16%</b>
-Cơ điện lạnh	(8)	-106%	84	-1156%	171	103%	-30%
-Văn phòng	533	3%	627	18%	684	9%	-6%
-BĐS	30	-51%	155	408%	113	-27%	495%
-Năng lượng	1,315	-20%	1,139	-13%	1,549	36%	-27%
-Nước sạch	324	-4%	300	-7%	419	39%	-17%
		Thay đổi		Thay đổi		Thay đổi	Thay đổi
Biên LNG	43%	-3%	40%	-3%	39%	-1%	-0.7%
SG&A/DT	-9%	-2%	-7%	1%	-7%	0%	-0.9%
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>26%</b>	<b>-3%</b>	<b>26%</b>	<b>0%</b>	<b>29%</b>	<b>4%</b>	<b>-3.3%</b>
-Cơ điện lạnh	0%	-5%	3%	3%	4%	1%	-1.0%
-Văn phòng	51%	1%	50%	-1%	52%	1%	-2.0%
-BĐS		0%		0%		0%	13.6%
-Năng lượng	27%	-3%	26%	-2%	31%	6%	-5.3%
-Nước sạch							

Nguồn: REE, BSC Research dự báo

## Dự báo năm 2024

**Doanh thu đạt 9,136 tỷ VND (+6% YoY)** chủ yếu đến từ:

- Mảng văn phòng tăng 19% YoY với giá thuê trung bình tăng 2.5% YoY và Etown 6 lấp đầy 65% trong năm đầu tiên.
- Mảng bất động sản ghi nhận 621 tỷ VND chủ yếu đến từ dự án Bồ Xuyên (bàn giao 60% dự án).
- Mảng năng lượng giảm -8% YoY với nhóm thủy điện suy giảm giá bán trung bình từ 20% YoY.

Chi phí lãi vay giảm 26% YoY nhờ môi trường lãi suất hạ nhiệt và giảm dư nợ ở các công ty thủy điện.

Lợi nhuận từ công ty liên kết giảm -12% YoY với nhóm thủy điện như trên và công ty VCW tăng tăng chi phí khấu hao.

**Dẫn đến NPATMI đạt 2,357 tỷ VND (+8% YoY).**

## Dự báo năm 2025

**Doanh thu đạt 10,560 tỷ VND (+16% YoY)** chủ yếu đến từ:

- Mảng cơ điện lạnh tăng 37% YoY nhờ khởi động dự án sân bay Long Thành và thị trường bất động sản ấm trở lại.
- Mảng bất động sản ghi nhận 414 tỷ VND chủ yếu đến từ dự án Bồ Xuyên (bàn giao 40% dự án).
- Mảng năng lượng tăng 12% YoY nhờ nhóm thủy điện 1) được giảm tỷ lệ Qc từ 95 – 98% xuống còn 85 – 90%, 2) sản lượng tăng 8% YoY với ảnh hưởng của La Nina.

Chi phí lãi vay giảm 16% YoY nhờ giảm dư nợ ở các công ty thủy điện.

Lợi nhuận từ công ty liên kết tăng 35% YoY với nhóm thủy điện như trên và công ty VCW đưa vào hoạt động dự án nhà máy sạch Sông Đà nước giai đoạn 2.

**Dẫn đến NPATMI đạt 3,103 tỷ VND (+32% YoY).**

**So với báo cáo trước đó, chúng tôi thay đổi một số giả định của năm 2024 sau:**

- Mảng năng lượng với giá bán trung bình của các công ty thủy điện giảm 20 % YoY, trong báo cáo trước mức giảm là 5 – 10%, dẫn đến lợi nhuận mảng này giảm 27% so với báo cáo trước.
- Mảng nước sạch với giả định thời gian hoạt động của nhà máy nước sạch Sông Đà 2 từ 2024 sang năm 2025.

## V. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi hạ khuyến nghị **MUA** xuống **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu REE với giá mục tiêu năm 2025 là **70,600 VND/CP**, (tiềm năng tăng giá **12%** so với giá ngày 26/06/2024, đã bao gồm 1.7% tỷ suất cổ tức).

BSC điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên mức **70,600 VND/CP** từ mức 65,700 VND/CP (**tăng 7.5%**) chủ yếu do điều chỉnh một số giả định quan trọng sau:

- **Định giá mảng năng lượng tăng 6%**. Nhờ có thêm 2 dự án điện gió (128 MW) và 1 dự án thủy điện nhỏ (30 MW).
- **Định giá mảng nước sạch tăng 23%**. Chúng tôi nâng tỷ lệ nhân từ 10.0x lên 12.0x phản ánh tiềm năng tăng công suất của dự án nước sạch Sông Đà 2.
- **Định giá mảng cơ điện lạnh tăng 32%**. Thay đổi hệ số nhân từ 8.0x lên 10.0x phản ánh tiềm năng của dự án sân bay Long Thành và thị trường bất động sản phục hồi.

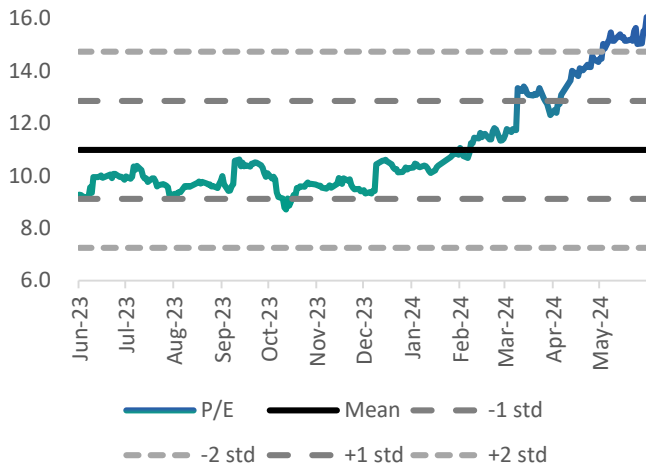
BSC sử dụng phương pháp SoTP, trong đó, các mảng điện và dự án bất động sản thương mại sử dụng phương pháp DCF, mảng nước sạch, cơ điện lạnh sử dụng phương pháp so sánh, mảng cho thuê văn phòng sử dụng phương pháp tỷ lệ hoàn vốn.

Tỷ VND	Phương pháp	NAV	Tỷ lệ sở hữu	Định giá mới	Định giá cũ	Mới/Cũ
<b>Mảng năng lượng</b>				<b>21,111</b>	<b>20,003</b>	<b>6%</b>
Các dự án thủy điện	DCF	39,108	23-52%	15,738	15,544	1%
-VSH	DCF	13,667	53%	7,186	7,277	-1%
PPC	DCF và EV/EBITDA	5,019	20.5%	1,029	1,017	1%
NBP	P/E	250	29.4%	73	73	0%
Các dự án điện mặt trời mái nhà	DCF	1,089	98%	1,068	1,062	1%
Các dự án điện gió	DCF	3,628	50-100%	2,948	1,953	51%
DTV	DCF	386	66%	255	211	21%
<b>Mảng nước sạch</b>				<b>3,605</b>	<b>2,923</b>	<b>23%</b>
Các công ty nước	P/E	3,605	100%	3,605	2,923	23%
P/E mục tiêu	12.0					
<b>Mảng cơ điện lạnh</b>				<b>921</b>	<b>696</b>	<b>32%</b>
Ree tech và M&E	P/E	921	100%	921	696	32%
P/E mục tiêu	10.0					
<b>Cho thuê văn phòng</b>				<b>10,136</b>	<b>9,933</b>	<b>2%</b>
Các tòa nhà hiện hữu	Cap rate	10,136	100%	10,136	9,933	
Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu	6.75%					
<b>Mảng BĐS thương mại</b>				<b>707</b>	<b>425</b>	<b>66%</b>
Saigon Res (SGR)	Book value	925	29%	267	267	0%
Dự án Bồ Xuyên	RNAV	586	75%	440	158	179%
Giá trị doanh nghiệp				36,479	33,980	7%
(+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn				3,660	3,832	
(-) nợ vay				6,959	6,959	
Tổng vốn chủ sở hữu				33,181	30,853	
Số lượng cổ phiếu (triệu)				470.0	470.0	
<b>Giá mục tiêu (vnd/cp)</b>				<b>70,600</b>	<b>65,700</b>	<b>7.5%</b>
<b>Giá thị trường (vnd/cp)</b>				<b>64,000</b>		
Tiềm năng tăng giá				10.3%		
Tỷ suất cổ tức				1.7%		
<b>Tổng mức sinh lời</b>				<b>12%</b>		

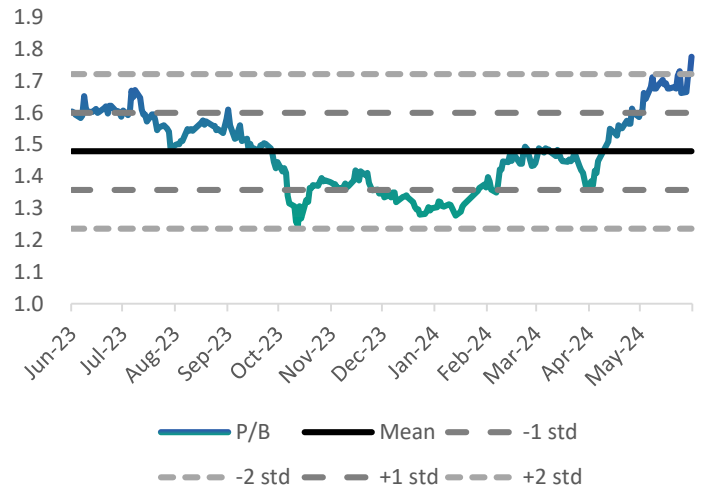
Nguồn: BSC Research



### Stock PE



### Stock P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>5,815</b>	<b>9,378</b>	<b>8,579</b>	<b>9,034</b>	<b>10,427</b>
Giá vốn hàng bán	3,500	5,042	4,859	5,454	6,399
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,315</b>	<b>4,336</b>	<b>3,720</b>	<b>3,581</b>	<b>4,028</b>
Chi phí bán hàng	85	89	93	99	115
Chi phí QLDN	370	578	663	569	657
<b>Lãi/lỗ HDKD</b>	<b>1,860</b>	<b>3,669</b>	<b>2,964</b>	<b>2,912</b>	<b>3,257</b>
Doanh thu tài chính	466	187	230	277	364
Chi phí tài chính	707	942	1,016	767	593
Chi phí lãi vay	663	883	939	692	579
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	774	1,077	874	772	1,044
Lãi/lỗ khác	13	(107)	14	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>2,400</b>	<b>3,879</b>	<b>3,057</b>	<b>3,194</b>	<b>4,071</b>
Thuế thu nhập DN	264	363	270	392	462
<b>LN sau thuế</b>	<b>2,135</b>	<b>3,515</b>	<b>2,787</b>	<b>2,803</b>	<b>3,609</b>
CĐTS	280	823	599	505	591
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>1,855</b>	<b>2,693</b>	<b>2,189</b>	<b>2,298</b>	<b>3,018</b>
EBITDA	2,753	4,895	4,228	4,094	4,468
EPS	5,983	7,554	5,341	4,889	6,423

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	2,135	3,515	2,787	2,803	3,609
Khấu hao và phân bổ	893	1,225	1,264	1,182	1,212
Thay đổi vốn lưu động	(747)	(1,268)	(337)	2,729	(3,595)
Điều chỉnh khác	(757)	(1,904)	(878)	0	0
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	<b>1,525</b>	<b>1,569</b>	<b>2,837</b>	<b>6,713</b>	<b>1,226</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(3,912)	(738)	(889)	(700)	(439)
Đầu tư khác	1,066	(17)	794	238	0
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>(2,013)</b>	<b>(768)</b>	<b>624</b>	<b>(423)</b>	<b>(394)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(86)	(574)	(886)	(410)	0
Tiền từ vay ròng	1,632	(908)	(702)	(1,213)	(1,148)
Tiền thu khác	121	1	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>1,667</b>	<b>(1,481)</b>	<b>(1,589)</b>	<b>(1,622)</b>	<b>(1,148)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	652	1,831	1,151	3,023	7,690
Tiền trong kỳ	1,179	(680)	1,872	4,668	(317)
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>1,831</b>	<b>1,151</b>	<b>3,023</b>	<b>7,690</b>	<b>7,373</b>

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>6,806</b>	<b>8,573</b>	<b>9,522</b>	<b>11,634</b>	<b>14,985</b>
Tiền & Tương đương tiền	1,831	1,151	3,023	7,690	7,373
Đầu tư ngắn hạn	914	1,749	1,132	1,132	1,132
Phải thu ngắn hạn	2,987	4,013	3,777	1,540	4,475
Hàng tồn kho	800	1,409	1,354	1,035	1,768
TS ngắn hạn khác	275	251	236	236	236
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>25,021</b>	<b>25,341</b>	<b>25,388</b>	<b>24,629</b>	<b>23,812</b>
Tài sản hữu hình	16,058	15,842	14,917	15,351	15,296
Tài sản dở dang dài hạn	406	549	1,608	708	0
Đầu tư dài hạn	6,261	6,491	6,560	6,322	6,322
Tài sản dài hạn khác	2,296	2,459	2,303	2,248	2,193
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>31,827</b>	<b>33,915</b>	<b>34,910</b>	<b>36,263</b>	<b>38,797</b>
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4,062</b>	<b>4,086</b>	<b>3,936</b>	<b>4,108</b>	<b>4,182</b>
Nợ phải trả	660	650	622	794	868
Vay ngắn hạn	1,234	1,455	1,233	1,233	1,233
Nợ ngắn hạn khác	2,169	1,981	2,081	2,081	2,081
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>11,407</b>	<b>10,625</b>	<b>10,204</b>	<b>8,991</b>	<b>7,843</b>
Vay dài hạn	10,740	9,946	9,510	8,296	7,148
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	0	1	0	0	0
Nợ dài hạn khác	667	678	693	694	694
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>15,469</b>	<b>14,711</b>	<b>14,140</b>	<b>13,100</b>	<b>12,024</b>
Vốn góp	3,101	3,565	4,098	4,700	4,700
Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
LN chưa phân phối	8,964	10,705	11,803	13,089	16,108
Vốn chủ khác	187	187	368	368	368
Cổ đông thiểu số	3,056	3,697	3,451	3,956	4,547
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>16,358</b>	<b>19,204</b>	<b>20,770</b>	<b>23,163</b>	<b>26,772</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>31,827</b>	<b>33,915</b>	<b>34,910</b>	<b>36,263</b>	<b>38,797</b>
SLCP (triệu)	310	356	410	470	470

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số TT ngắn hạn	1.7	2.1	2.4	2.8	3.6
Hệ số TT nhanh	1.2	1.4	1.9	2.4	3.0
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Hệ số Nợ/TTTS	49%	43%	41%	36%	31%
Hệ số Nợ/VCSH	95%	77%	68%	57%	45%
<b>Năng lực hoạt động</b>					
Số ngày HTK	83.8	79.9	103.7	79.9	79.9
Số ngày phải thu	106.2	91.4	128.6	91.4	91.4
Số ngày phải trả	67.4	47.4	47.8	47.4	47.4
CCC	122.6	124.0	184.6	124.0	124.0
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>					
Biên Lợi nhuận gộp	40%	46%	43%	40%	39%
Biên Lợi nhuận ròng	37%	37%	32%	31%	35%
ROE	14.95%	19.77%	13.95%	12.76%	14.45%
ROA	8.16%	10.69%	8.10%	7.88%	9.62%
<b>Định giá</b>					
PE	12.0	7.6	12.3	11.7	8.9
PB	1.7	1.3	1.3	1.3	1.2
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng DTT	3%	61%	-9%	5%	15%
Tăng trưởng EBIT	31%	55%	-16%	-3%	20%
Tăng trưởng LNTT	25%	62%	-21%	4%	27%
Tăng trưởng EPS	14%	26%	-29%	-8%	-9%

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, MUA chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà President Place  
93 Nguyễn Du, quận 1, Tp.Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

