

# CÔNG TY CỔ PHẦN CƠ ĐIỆN LẠNH (REE – HOSE)

## Triển vọng khả quan nhờ đầu tư công và bất động sản

### MUA

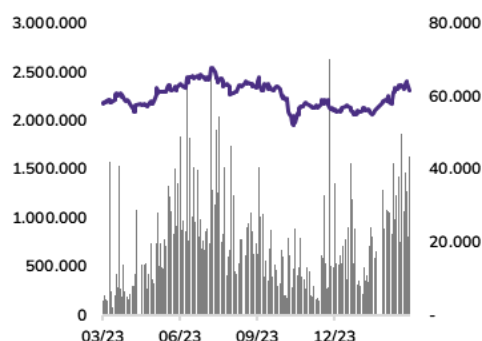
Lê Thị Kim Huê

Email: [hue.lethikim@abs.vn](mailto:hue.lethikim@abs.vn)

#### THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Đa ngành
Ngày báo cáo	: 10/04/2024
Giá hiện tại (VND/CP)	: 62.600
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 73.200
Tỷ lệ tăng (%)	: <b>+16,9%</b>
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 25.648
SLCPĐLH (CP)	: 408.706.345

#### DIỄN BIẾN GIÁ



#### CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	4Q22	4Q23
Tăng trưởng DTT (%)	61,8%	-32,7%
Tăng trưởng LNST (%)	-8,9%	-30,1%
Biên LNG (%)	44,5%	44,7%
Biên LNST (%)	23,5%	24,4%
ROA (%)	2,1%	1,4%
ROE (%)	3,8%	2,4%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,59	0,52
EPS (VND/CP)	1.765	1.233
BVPS (VND/CP)	37.940	42.373

#### Luận điểm đầu tư

- KQKD năm 2023 của REE kém khả quan.** Cụ thể, DTT đạt 8.570 tỷ đồng (-8,6% svck), lợi nhuận gộp đạt 3.710 tỷ đồng (-14,3% svck), biên lợi nhuận gộp giảm về 43,3% so với mức 46,1% của cùng kỳ năm trước. LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 đạt 2.188 tỷ đồng (-18,7% svck). **Nguyên nhân sụt giảm chủ yếu là do:** 1) Mạng cơ điện lạnh sụt giảm mạnh, chủ yếu do phát sinh chi phí dự phòng nợ khó đòi 222 tỷ đồng; 2) Mạng thủy điện bị ảnh hưởng bởi các công ty thành viên và công ty liên kết sụt giảm KQKD do bị tác động bởi hiện tượng thời tiết El Nino.
- Tình hình tài chính nhìn chung ở mức khá an toàn với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính ở mức vừa phải, hệ số D/E đã giảm nhẹ về 0,52 lần, từ mức 0,59 lần của năm 2022.
- Chúng tôi đánh giá triển vọng lợi nhuận năm 2024 của REE tích cực dựa trên các yếu tố sau:**
  - ✓ Mạng điện dự kiến cải thiện nhẹ svck. Trong đó, mạng thủy điện dự báo vẫn chịu tác động bởi hiện tượng El Nino nhưng sẽ tích cực hơn trong nửa cuối năm khi hiện tượng La Nina dần quay trở lại; mạng nhiệt điện dự kiến được tăng cường huy động khi thủy điện bị ảnh hưởng bởi điều kiện thủy văn nhưng KQKD sẽ chỉ tăng nhẹ do các nhà máy nhiệt điện của REE đã vận hành lâu năm, tỷ suất hao nhiệt cao, làm tăng chi phí hoạt động; mạng điện gió & điện mặt trời dự báo vẫn ở mức ổn định.
  - ✓ Mạng cơ điện lạnh dự kiến tăng trưởng mạnh, tập trung các dự án đầu tư công, đặc biệt là các dự án hạ tầng trọng điểm có vốn NSNN.
  - ✓ Mạng BĐS dự báo đột phá với sự góp mặt của E.Town 6 và Dự án Khu dân cư Bồ Xuyên, Thái Bình (The Light Square).
  - ✓ Mạng nước và môi trường dự kiến vẫn tiếp tục ổn định.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu & LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2024F của REE dự kiến đạt 10.285 tỷ đồng (+20% svck) & 2.735 tỷ đồng (+25,1% svck). EPS & BVPS 2024F dự kiến đạt 6.676 đồng/cp & 47.886 đồng/cp, tương ứng 2024F P/E và P/B đạt 9,4 lần & 1,3 lần tại mức giá giao dịch hiện tại.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 73.200 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +16,9% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu REE.
- Rủi ro:**
  - ✓ Thị trường BĐS có thể phục hồi chậm hơn dự báo của chúng tôi, từ đó ảnh hưởng tới tiến độ bàn giao của Dự án Khu Dân cư Bồ Xuyên & hoạt động của mạng cơ điện lạnh.
  - ✓ Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê thấp hơn dự báo của chúng tôi.

- ✓ Hiện tượng El Nino có thể kéo dài hơn dự kiến và ảnh hưởng tới nhóm thủy điện mạnh hơn dự báo của chúng tôi. Bên cạnh đó, vấn đề ảnh hưởng tới môi trường có thể khiến cho hoạt động của PPC thấp hơn dự báo.
- **Cơ hội:**
  - ✓ Mảng năng lượng có thể có kết quả tích cực hơn dự báo của chúng tôi.
  - ✓ Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê cao hơn mức dự phóng của chúng tôi.
  - ✓ Mảng cơ điện lạnh có thể tốt hơn dự báo của chúng tôi (chúng tôi chưa tính tới các giá trị gói thầu mà REE có thể trúng thầu tại Dự án Sân bay Long Thành trong model).

**Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của REE**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	5.810	9.372	8.570	10.285
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần (%)</i>	<i>3,0%</i>	<i>61,3%</i>	<i>-8,6%</i>	<i>20,0%</i>
Lợi nhuận gộp	2.310	4.330	3.710	4.598
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>39,8%</i>	<i>46,2%</i>	<i>43,3%</i>	<i>44,7%</i>
Doanh thu tài chính	466	187	227	252
Chi phí tài chính	-707	-942	-1.016	-766
Chi phí bán hàng	-85	-89	-93	-111
Chi phí QLDN	-370	-578	-663	-796
Lợi nhuận từ HĐKD	2.387	3.986	3.042	4.054
Lãi/Lỗ khác	37	-63	36	14
Lợi nhuận trước thuế	2.425	3.922	3.078	4.068
<b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>	<b>1.855</b>	<b>2.693</b>	<b>2.188</b>	<b>2.735</b>
<i>Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)</i>	<i>31,9%</i>	<i>28,7%</i>	<i>25,5%</i>	<i>26,6%</i>
EPS (đồng/cp)	5.220	7.576	5.354	6.676

*Nguồn: BCTC REE, ABS Research*

# Cập nhật doanh nghiệp

## KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA REE 2022-2023

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ VND)	4Q22	4Q23	%YOY	2022	2023	%YOY
Doanh thu thuần	3.070	2.065	-32,7%	9.372	8.570	-8,6%
Lợi nhuận gộp	1.366	922	-32,5%	4.330	3.710	-14,3%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>44,5%</i>	<i>44,7%</i>		<i>46,2%</i>	<i>43,3%</i>	
Chi phí Bán hàng & QLDN	(329)	(344)	4,6%	(667)	(756)	13,4%
<i>Tỷ lệ Chi phí bán hàng &amp; QLDN/DTT (%)</i>	<i>10,7%</i>	<i>16,7%</i>		<i>7,1%</i>	<i>8,8%</i>	
Doanh thu tài chính	44	65	47,9%	187	227	21,6%
Chi phí tài chính	(245)	(228)	-7,0%	(942)	(1.016)	7,9%
Chi phí lãi vay	(234)	(216)	-7,7%	(883)	(939)	6,4%
Lợi nhuận từ HĐKD	1.148	681	-40,7%	3.986	3.042	-23,7%
Lãi/lỗ từ liên doanh, liên kết	313	267	-14,7%	1.077	877	-18,6%
Lãi/lỗ khác	(85)	0,45	-100,5%	(107)	14	-113,0%
Lợi nhuận trước thuế	1.063	682	-35,9%	3.879	3.056	-21,2%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	722	504	-30,1%	2.693	2.188	-18,7%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>23,5%</i>	<i>24,4%</i>		<i>28,7%</i>	<i>25,5%</i>	

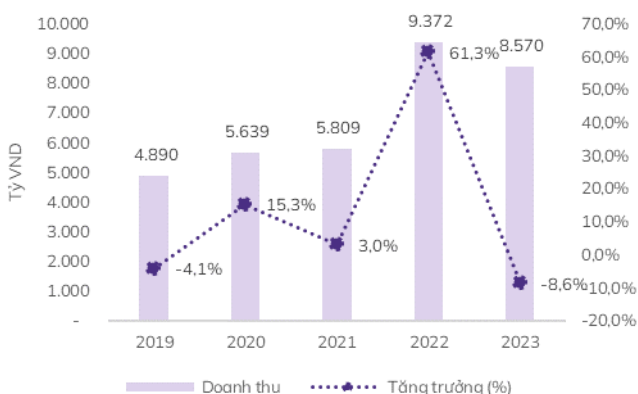
Nguồn: BCTC REE, ABS Research

- Kết quả kinh doanh Q4/2023 sụt giảm mạnh svck:**

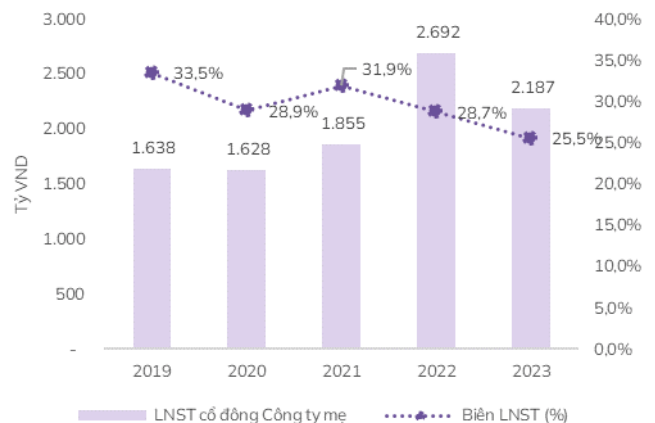
- ✓ Theo đó, DTT trong kỳ đạt 2.065 tỷ đồng (-32,7% svck) & LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 504 tỷ đồng (-30,1% svck). Biên lợi nhuận gộp đạt 44,7%, xấp xỉ mức của cùng kỳ năm trước (44,5%).
- ✓ Nguyên nhân dẫn tới KQKD sụt giảm mạnh chủ yếu là do: 1) Mảng cơ điện lạnh lần đầu tiên sụt giảm mạnh với doanh thu đạt 572,5 tỷ đồng (-50,6% svck) & bị lỗ 76,3 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm trước lãi 41,6 tỷ đồng, chủ yếu do phát sinh chi phí dự phòng lên tới 199,5 tỷ đồng trong Q4/2023; 2) Mảng điện giảm mạnh doanh thu, lợi nhuận do KQKD các Công ty thành viên và Công ty liên kết thuộc nhóm thủy điện bị sụt giảm mạnh.

- Lũy kế năm 2023, KQKD của REE kém khả quan.** DTT đạt 8.570 tỷ đồng (-8,6% svck), lợi nhuận gộp đạt 3.710 tỷ đồng (-14,3% svck), biên lợi nhuận gộp giảm về 43,3% so với mức 46,1% của cùng kỳ năm trước. Các loại chi phí trong kỳ đều tăng như: chi phí bán hàng & QLDN là 756 tỷ đồng (+13,4% svck), chi phí tài chính là 1.016 tỷ đồng (+7,9% svck) trong đó chi phí lãi vay là 939 tỷ đồng (+6,4% svck). Trong khi đó, lãi từ Công ty liên doanh, liên kết giảm 18,6% svck về 877 tỷ đồng. Kết quả, LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 đạt 2.188 tỷ đồng (-18,7% svck). Nguyên nhân sụt giảm chủ yếu là do: 1) Mảng cơ điện lạnh sụt giảm mạnh, chủ yếu do phát sinh chi phí dự phòng nợ khó đòi 222 tỷ đồng; 2) Mảng thủy điện bị ảnh hưởng bởi các công ty thành viên và công ty liên kết sụt giảm KQKD do bị tác động bởi hiện tượng thời tiết El Nino.

Quy mô & tăng trưởng doanh thu của REE 2019-2023

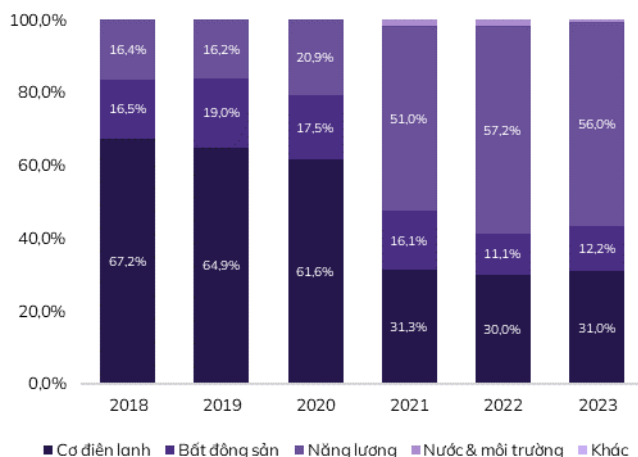


Quy mô & biên lợi nhuận của REE 2019-2023

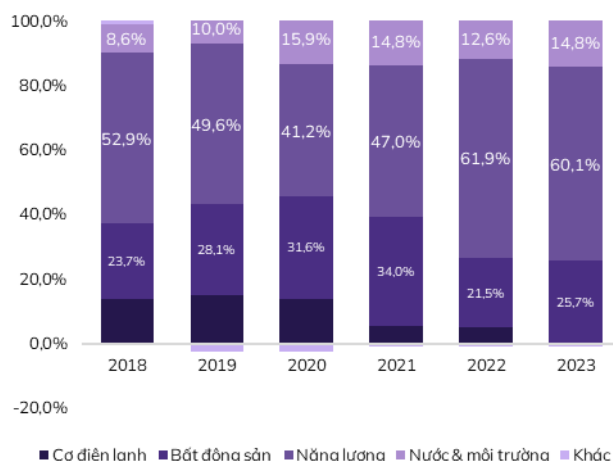


Nguồn: Fiinpro, BCTC của REE, ABS Research

**Cơ cấu doanh thu thuần của REE 2018-2023**



**Cơ cấu LNST của REE 2018-2023**



Nguồn: Fiinpro, BCTC của REE, ABS Research

• **Mảng năng lượng đóng vai trò chủ đạo trong cơ cấu nguồn thu của REE:**

- ✓ Năm 2023, DTT của REE đạt 8.570 tỷ đồng & LNST cổ đông Công ty mẹ là 2.188 tỷ đồng thì mảng năng lượng chiếm 56% cơ cấu doanh thu (4.801 tỷ đồng, giảm 10,5% svck) & 60,1% cơ cấu LNST (1.315 tỷ đồng, giảm 21,1% svck). Biên LNST năm 2023 mảng này đã sụt giảm về 27,4% so với mức 31,1% của năm 2022. Sự sụt giảm này chủ yếu do nhóm thủy điện kém tích cực (nhóm này chiếm 79% cơ cấu LNST mảng điện, đạt 1.037 tỷ đồng năm 2023, giảm 28,1% svck).
- ✓ Sản lượng điện thương phẩm năm 2023 của REE đạt 10.358 triệu kWh (-8,7% svck), chủ yếu do nhóm thủy điện bị ảnh hưởng bởi hiện tượng thời tiết El Nino. Hiện, tổng công suất lắp đặt của REE lên tới 2.845MW, trong đó thực sở hữu là 1.051MW (mảng thủy điện đang chiếm gần 50% tổng công suất).

**Một số chỉ tiêu mảng điện của REE**

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	9.776	9.138	11.341	10.358
Tổng công suất lắp đặt (MW)	1.289	2.657	2.763	2.845
Tổng công suất lắp đặt thực SH (MW)	887	975	1.023	1.051
Thủy điện (MW)	478	484	512	523
Nhiệt điện (MW)	281	281	281	274
Điện gió (MW)	12	87	87	87
Điện mặt trời trang trại (MWp)	30	30	30	30
Điện mặt trời mái nhà (MWp)	86	93	113	137

Nguồn: BCTN của REE, ABS Research

- **Mảng cơ điện lạnh lần đầu tiên bị lỗ:** Năm 2023, mảng cơ điện lạnh của REE có DTT đạt 2.653 tỷ đồng (-5,8% svck) & chiếm 31% cơ cấu DTT, tuy nhiên do phát sinh chi phí dự phòng nợ khó đòi 222 tỷ đồng nên bị lỗ gần 9 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ năm trước lãi 133 tỷ đồng. Giá trị hợp đồng ký mới trong năm sụt giảm mạnh còn 1.034 tỷ đồng (-57% svck).

Chỉ tiêu mảng cơ điện lạnh (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023
Tổng giá trị HĐ ký mới	2.375	2.338	3.757	2.405	1.034
Doanh thu	3.173	3.474	1.816	2.816	2.653
LNST	245	226	98	133	(9)

Nguồn: BCTN của REE, ABS Research

- **Mảng BĐS mặc dù chỉ chiếm 12,2% cơ cấu DTT nhưng đóng góp 25,7% cơ cấu LNST, đứng thứ 2 sau mảng năng lượng.** Năm 2023, mảng này có DTT đạt 1.049 tỷ đồng (+1% svck) và 562 tỷ đồng LNST (-2,9% svck), trong đó chủ yếu đến từ mảng cho thuê văn phòng (537 tỷ đồng). Biên lợi nhuận gộp sụt giảm về 53,6% so với mức 55,8% của cùng kỳ năm trước. Mảng cho thuê VP nhìn chung ổn định, với tỷ lệ lấp đầy đạt 95,3%, giảm nhẹ so với mức 97,5% của cùng kỳ năm trước, tuy nhiên giá cho thuê tăng nhẹ svck. Trong khi đó, mảng phát triển BĐS không hoàn thành kế hoạch đề ra do Dự án Khu dân cư Bồ Xuyên chưa thể ghi nhận doanh thu, lợi nhuận trong năm 2023 theo như kế hoạch do chậm tiến độ thi công và việc cấp Giấy phép bán hàng kéo dài sang năm 2024.

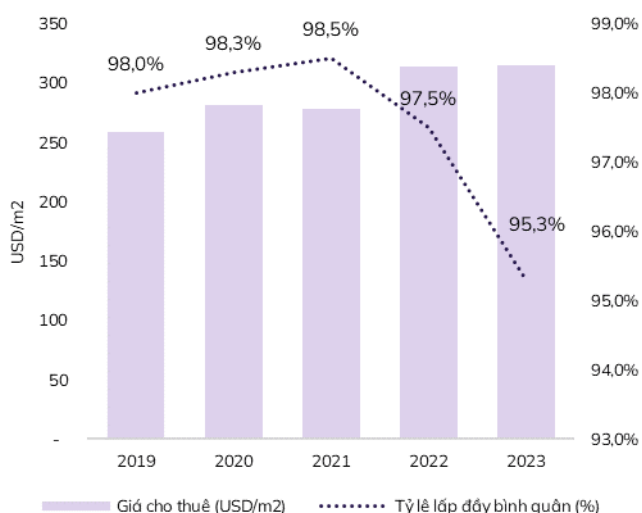
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023
<b>1. Cho thuê VP</b>					
Tỷ lệ lấp đầy bình quân (%)	98,0%	98,3%	98,5%	97,5%	95,3%
Diện tích cho thuê (m2)	141.714	142.148	142.437	141.233	138.046
Doanh thu	852	931	896	1.037	1.049
LNST	395	478	461	517	537
Biên LNST (%)	46,4%	51,3%	51,5%	49,9%	51,2%
<b>2. Phát triển BĐS</b>					
Doanh thu	34	16	7	-	-
LNST	66	37	169	63	25

Nguồn: BCTN của REE, ABS Research

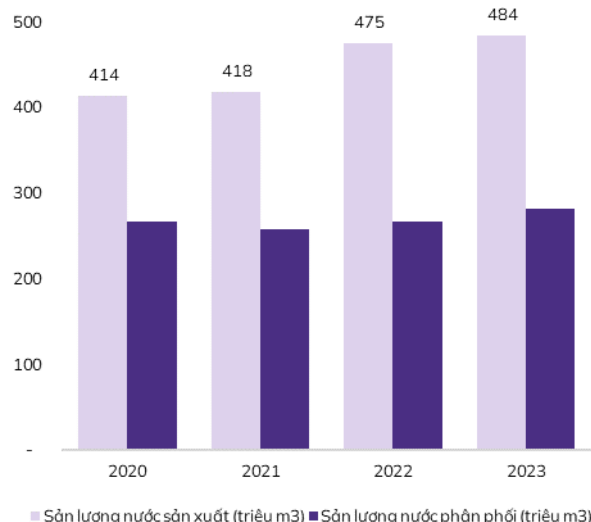
- **Mảng nước và môi trường vẫn tiếp tục ổn định.** Năm 2023, mảng này đem lại 324 tỷ đồng LNST (-4,4% svck) và đóng góp 14,8% cơ cấu LNST.

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023
Sản lượng nước sản xuất (triệu m3)	414	418	475	484
Sản lượng nước phân phối (triệu m3)	266	258	267	281
Doanh thu		92	154	67
LNST	259	274	339	324

**Tỷ lệ lấp đầy & giá cho thuê văn phòng của REE 2019-2023**



**Sản lượng nước sản xuất & phân phối**



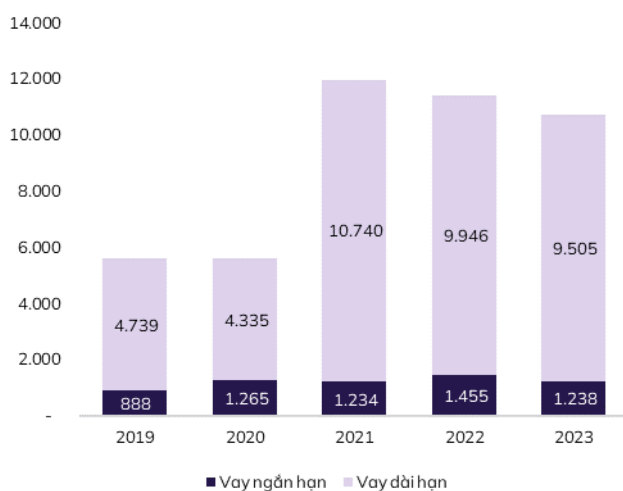
Nguồn: ABS Research

- **Tình hình tài chính nhìn chung vẫn khá an toàn:**
- ✓ TSCĐ là khoản mục lớn nhất trong cơ cấu TTS của REE với 14.917 tỷ đồng (-5,8% so với đầu năm & chiếm 42,7% cơ cấu TTS). Tiếp đến là khoản đầu tư tài chính dài hạn trị giá 6.560 tỷ đồng (+1,2% so với đầu năm) & chiếm 18,8% cơ cấu TTS. Đây chủ yếu là các khoản đầu tư vào các Công ty liên kết trong lĩnh vực hạ tầng điện, nước. Bên cạnh đó, REE còn có 719,5

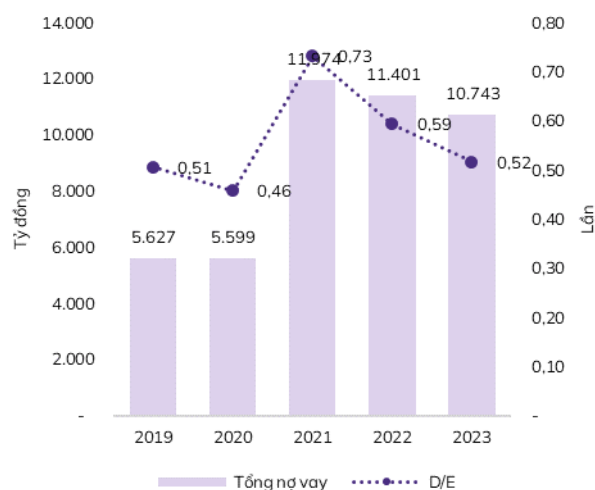
tỷ đồng đầu tư vào chứng khoán kinh doanh (trong đó có 696,2 tỷ đồng đầu tư vào cổ phiếu VIB). REE đã đầu tư 738 tỷ đồng để sở hữu 38,8 triệu cổ phiếu VIB vào cuối năm 2022. Đến thời điểm cuối năm 2023, giá vốn đầu tư vào VIB giảm về còn 696,2 tỷ đồng và giá trị hợp lý của khoản đầu tư là 993,9 tỷ đồng, tương đương lãi khoảng gần 298 tỷ đồng. Giá cổ phiếu VIB hiện đã tăng khoảng trên 15% so với cuối năm 2023, chúng tôi ước tính khoản đầu tư vào VIB hiện mang lại cho REE khoản lãi trên 450 tỷ đồng.

- ✓ REE hiện có lượng tiền dồi dào khi có gần 3.437 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng (+62,7% so với đầu năm), chiếm 9,8% cơ cấu TTS. Lượng tiền dồi dào sẽ giúp Công ty chủ động trong HĐKD.
- ✓ Các khoản phải thu ngắn hạn có giá trị 3.780 tỷ đồng (-5,8% so với đầu năm) và chiếm 10,8% cơ cấu TTS. Trong đó, khoản nợ phải thu khó đòi có giá trị 773,8 tỷ đồng, chủ yếu là từ lĩnh vực cơ điện lạnh (679,9 tỷ đồng). Hiện, REE đã tiến hành trích lập dự phòng 431,7 tỷ đồng.
- ✓ **Đòn bẩy tài chính ở mức an toàn:** Tại thời điểm 31/12/2023, REE có 10.743 tỷ đồng nợ vay ngắn và dài hạn (-5,8% so với đầu năm và gồm ngắn hạn là 1.238 tỷ đồng & dài hạn là 9.505 tỷ đồng), trong đó có 2.299 tỷ đồng nợ vay trái phiếu sẽ đáo hạn vào năm 2029. Hệ số Nợ vay/Vốn CSH (D/E) đã giảm nhẹ về 0,52 lần, từ mức 0,59 lần của năm 2022.

**Cơ cấu nợ vay của REE 2019-2023 (tỷ đồng)**



**Quy mô nợ vay và hệ số D/E**



Nguồn: Fiinpro & BCTC của REE, ABS Research

# Triển vọng & Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2024

- Chúng tôi đánh giá triển vọng lợi nhuận năm 2024 của REE có phần khả quan hơn năm 2023 nhờ các yếu tố sau:
- **Mảng điện dự kiến cải thiện nhẹ svck:**
  - ✓ Chúng tôi cho rằng mảng thủy điện với công suất chiếm gần 50% tổng công suất lắp đặt mà REE sở hữu sẽ vẫn đóng góp chính trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận mảng điện của REE. Mảng thủy điện năm 2024 sẽ vẫn chịu tác động bởi hiện tượng thời tiết El Nino, tuy nhiên chúng tôi đánh giá doanh thu, lợi nhuận mảng này sẽ cải thiện trong nửa sau của năm khi thời tiết dần bước vào pha trung tính và hiện tượng La Nina dần quay trở lại. Năm 2024, chúng dự phóng sản lượng điện thương phẩm của nhóm thủy điện của REE dự kiến đạt 6.358 triệu kWh (+3% svck), doanh thu dự kiến đạt 3.164 tỷ đồng (+3% svck) và LNST dự kiến đạt 1.076 tỷ đồng (+3,7% svck) với biên LNST dự kiến ở mức xấp xỉ năm 2023 là 34%.
  - ✓ Trong khi đó, mảng nhiệt điện năm 2024 dự kiến sẽ được tăng cường huy động khi mảng thủy điện gặp khó khăn do điều kiện thủy văn không thuận lợi. Hiện, REE có 2 Công ty liên kết trong lĩnh vực nhiệt điện gồm: REE sở hữu 23,5% PPC (công suất 1.040MW) & 29,5% NBP (100MW). Chúng tôi dự phóng sản lượng và doanh thu mảng nhiệt điện sẽ tăng svck. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá các nhà máy nhiệt điện mà REE sở hữu đều đã vận hành trong thời gian dài, tỷ suất hao nhiệt cao, do đó chi phí hoạt động sẽ cao và ảnh hưởng tới KQKD. Do đó, chúng tôi dự phóng mảng nhiệt điện sẽ có LNST tăng nhẹ svck lên 79 tỷ đồng (+1,5% svck).
  - ✓ Mảng điện gió, điện mặt trời chúng tôi cho rằng sẽ tiếp tục vận hành ổn định đối với các dự án đang hoạt động. Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2024 mảng điện gió đạt 1.017 tỷ đồng (+15% svck), LNST dự kiến là 234 tỷ đồng (+10,8% svck) & mảng điện mặt trời dự phóng doanh thu, LNST lần lượt là 290 tỷ đồng (+8% svck) & 44 tỷ đồng (+6,3% svck).
  - ✓ Về dài hạn, REE sẽ được hưởng lợi từ QH điện VIII khi mảng điện NLTT được ưu tiên phát triển. Tuy nhiên, QH điện VIII mới được thông qua năm 2023 và cần thời gian để ra các thông tư, các chính sách cụ thể hướng dẫn.
  - ✓ Năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng điện dự kiến đạt 5.070 tỷ đồng (+5,6% svck) và LNST dự kiến đạt 1.373 tỷ đồng (+4,4% svck). Năm 2024, REE lên kế hoạch doanh thu và LNST mảng điện đạt 5.061 tỷ đồng (+5,4% svck) & 1.220 tỷ đồng (-7% svck). Như vậy, dự phóng mà chúng tôi đưa ra có phần cao hơn so với kế hoạch mà ĐHCĐ REE vừa thông qua, theo đó, doanh thu cao hơn 0,2%, LNST cao hơn 13%.
- **Mảng cơ điện lạnh dự kiến tăng trưởng mạnh, tập trung các dự án đầu tư công:**
  - ✓ Năm 2023, REE M&E tham gia đấu thầu 49 dự án với tổng giá trị 12.194 tỷ đồng. Trong đó, chỉ có 21 dự án với tổng giá trị 4.200 tỷ hoàn tất đấu thầu, còn 17 dự án với tổng giá trị 7.906 tỷ bị kéo dài sang năm 2024.
  - ✓ Với mặt bằng lãi suất thấp hiện nay, và nhiều chính sách tháo gỡ khó khăn, khơi thông tắc nghẽn trong ngành BĐS, chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư sẽ tiếp tục đầu tư các dự án và các nhà thầu sẽ có cơ hội để thực hiện. Hiện, REE đang tập trung vào phân khúc các dự án đầu tư công, đặc biệt là các dự án hạ tầng trọng điểm có vốn NSNN. Chia sẻ tại ĐHCĐ vừa qua, lãnh đạo Công ty cho biết, vừa qua REE đã nộp hồ sơ và được chấp thuận tham gia dự án sân bay Long Thành sau thời gian dài đàm phán. Trước đó, REE tham gia nộp hồ sơ Gói thầu TB01 Cung cấp, lắp đặt thiết bị công trình của Dự án thành phần 2 - Các công trình phục vụ quản lý bay thuộc Dự án Cảng hàng không quốc tế Long Thành giai đoạn 1.
  - ✓ Chúng tôi dự phóng năm 2024, doanh thu mảng này dự kiến đạt 3.051 tỷ đồng (+15% svck), LNST dự kiến tăng trưởng mạnh khi dự kiến đạt 144 tỷ đồng (so với mức lỗ gần 9 tỷ của năm 2023). Tại ĐHCĐ vừa qua, REE đã thông qua kế hoạch mảng cơ điện lạnh như sau: doanh thu dự kiến là 3.245 tỷ đồng (+22,6% svck) và LNST dự kiến là 166 tỷ đồng. Như vậy, dự phóng của chúng tôi có phần thận trọng hơn so với kế hoạch mà ĐHCĐ REE thông qua, theo đó, doanh thu thấp hơn 6% và LNST thấp hơn 13,3%.

- **Mảng BĐS dự báo đột phá với sự góp mặt của E.Town 6 và Dự án Khu dân cư Bồ Xuyên:**

- ✓ **Mảng cho thuê văn phòng:** Năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng cho thuê văn phòng dự kiến đạt 1.088 tỷ đồng (+3,7% svck) & LNST dự kiến đạt 550 tỷ đồng (+2,4% svck).

- Cuối năm 2023, diện tích văn phòng cho thuê mà REE sở hữu và quản lý là 144.854 m2, với tỷ lệ lấp đầy là 95,3%, doanh thu đem lại là 1.049 tỷ đồng và LNST là 537 tỷ đồng.
- Năm 2024, với Tòa E.Town 6 (diện tích mặt bằng 36.798 m2) dự kiến đi vào vận hành từ Q2/2024 (chậm hơn tiến độ 6 tháng), diện tích cho thuê mà REE sở hữu và quản lý dự kiến sẽ tăng lên 181.652 m2. Chúng tôi giả định đối với diện tích cũ thì tỷ lệ lấp đầy năm 2024 sẽ vẫn duy trì như năm 2023, còn E.Town 6 dự kiến tỷ lệ lấp đầy khoảng 30% cho bình quân năm 2024. E.Town 6 đi vào vận hành có thể đối mặt với áp lực cạnh tranh gay gắt do: 1) Nguồn cung gia tăng: Theo dự báo của tổ chức chuyên môn, nguồn cung mới tăng liên tục tại TP. HCM sẽ góp phần đẩy tỷ lệ văn phòng trống cao hơn 20% hai năm tới. Tại TP. HCM, nguồn cung hạng A tập trung ở ba dự án thuộc quận 1 dự kiến ra mắt giai đoạn 2024-2025, đóng góp gần 120.000 m2 diện tích văn phòng cao cấp cho thị trường. Khoảng 81.000 m2 nguồn cung hạng A cũng sẽ hoàn thành ở khu vực ngoài trung tâm hai năm tới; 2) Kinh tế thế giới dự kiến vẫn tiếp tục yếu trong năm 2024, các DN phải chịu áp lực lớn cắt giảm chi phí, từ đó làm giảm nhu cầu thuê văn phòng.
- Trong bối cảnh nguồn cung gia tăng & các DN vẫn chịu áp lực lớn cắt giảm chi phí, ảnh hưởng tới nguồn cầu, chúng tôi giả định giá cho thuê có thể sụt giảm 6% svck.

- ✓ **Mảng BĐS dân cư:** Chúng tôi dự phóng mảng này dự kiến sẽ đóng góp 1.002 tỷ đồng doanh thu và 361 tỷ đồng LNST từ Dự án Khu dân cư Bồ Xuyên. Cụ thể:

- Dự án Khu dân cư Bồ Xuyên, Thái Bình (The Light Square) sẽ hoàn thành bàn giao và ghi nhận toàn bộ doanh thu, lợi nhuận đối với 100% sản phẩm nhà ở thấp tầng thuộc giai đoạn 1 trong năm 2024. Dự án này có tổng diện tích theo quy hoạch là hơn 19,375 m2. Trong đó, đất khu dân cư là gần 19.131 m2, đất thương mại dịch vụ là gần 245 m2. Hạng mục nhà ở thấp tầng của Dự án gồm 7 căn biệt thự (diện tích 321-534m2), 11 căn liền kề (diện tích 301-422 m2), 27 căn shophouse (diện tích 344-499 m2). Trong khi đó, mảng phát triển BĐS hưởng lợi từ các yếu tố vĩ mô: 1) Mặt bằng lãi suất thấp, thúc đẩy nhu cầu mua BĐS của người dân; 2) Những quy định mới trong Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh Bất động sản được thông qua vào tháng 11/2023 và đặc biệt là Luật Đất đai sửa đổi được thông qua vào ngày 18/01/2024 sẽ có hiệu lực từ ngày 01/01/2025 sẽ góp phần thúc đẩy thị trường BĐS trở nên minh bạch hơn. Đây là cơ sở để thị trường BĐS dần hồi phục, phát triển theo chiều hướng lành mạnh và ổn định;

- ✓ Như vậy, theo dự phóng của chúng tôi, mảng BĐS dự kiến sẽ đem lại 2.090 tỷ đồng doanh thu (+99,3% svck) & 910 tỷ đồng LNST (+62% svck). So với kế hoạch mà REE thông qua tại ĐHCĐ (2.137 tỷ đồng doanh thu & 852 tỷ đồng LNST), doanh thu dự phóng của chúng tôi đang thấp hơn 2,2% và LNST đang cao hơn 7%.

- **Mảng nước và môi trường dự kiến vẫn tiếp tục ổn định:** chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này năm 2024 dự kiến đạt 74 tỷ đồng (+10% svck) và LNST dự kiến đạt 308 tỷ đồng (-5% svck).

- **Chúng tôi dự phóng doanh thu & LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2024F của REE dự kiến đạt 10.285 tỷ đồng (+20% svck) & 2.735 tỷ đồng (+25,1% svck).** Theo ĐHCĐ thông qua, REE lên kế hoạch doanh thu năm 2024 là 10.588 tỷ đồng (+23,5% svck) & LNST cổ đông Công ty mẹ là 2.409 tỷ đồng (+10,2% svck). Như vậy, dự phóng của chúng tôi thấp hơn kế hoạch doanh thu của REE là 2,9% & cao hơn kế hoạch LNST là 13,5%. EPS & BVPS 2024F dự kiến đạt 6.676 đồng/cp & 47.886 đồng/cp, tương ứng 2024F P/E và P/B đạt 9,4 lần & 1,3 lần tại mức giá giao dịch hiện tại.



## Dự phóng các mảng kinh doanh của REE năm 2024

Doanh thu thuần (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024F
Cơ điện lạnh	3.474	1.816	2.816	2.653	3.051
Bất động sản	987	938	1.037	1.049	2.090
Năng lượng	1.178	2.963	5.365	4.801	5.070
Nước & môi trường	-	92	154	67	74
Khác	-	-	-	-	-
<b>Tổng cộng</b>	<b>5.639</b>	<b>5.809</b>	<b>9.372</b>	<b>8.570</b>	<b>10.285</b>
% YOY	15,3%	3,0%	61,3%	-8,6%	20,0%

LNST (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024F
Cơ điện lạnh	226	98	133	(9)	144
Bất động sản	515	630	579	562	910
Năng lượng	670	872	1.666	1.315	1.373
Nước & môi trường	259	274	339	324	308
Khác	(42)	(19)	(25)	(5)	-
<b>Tổng cộng</b>	<b>1.628</b>	<b>1.855</b>	<b>2.692</b>	<b>2.187</b>	<b>2.735</b>
% YOY	-0,6%	13,9%	45,1%	-18,8%	25,1%
<i>Biên LNST (%)</i>	28,9%	31,9%	28,7%	25,5%	26,6%

Nguồn: ABS Research

## Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu REE dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/E
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

### Một số giả định khác:

- Chúng tôi giả định Công ty không tiến hành tăng vốn.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm.

### Phương pháp so sánh P/E:

- Hiện REE kinh doanh khá nhiều mảng, trong đó các mảng đóng góp chính vào cơ cấu LNST của REE năm 2024 sẽ gồm: năng lượng, BĐS, nước & môi trường. P/E mục tiêu chúng tôi đưa ra sẽ dựa trên P/E bình quân các DN trong từng ngành có tính trọng số dựa trên tỷ trọng đóng góp LNST của từng mảng trong năm 2024.
- P/E mục tiêu chúng tôi tính toán ra là 9,0 lần.

Mảng kinh doanh chính 2024	Tỷ trọng LNST 2024 (%)	P/E bình quân ngành (lần)	PER (lần)
Năng lượng	50,2%	10,4	5,2
Nước & môi trường	11,3%	9,7	1,1
BĐS (cho thuê VP)	33,3%	8,1	2,7
<b>PER mục tiêu</b>			<b>9,0</b>

- EPS 2024F dự kiến 6.676 đồng/cp. Theo đó, giá cổ phiếu REE được xác định theo phương pháp P/E là 60.107 đ/cp.

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm là 1,43%. Phần bù rủi ro thị trường là 9,00% (theo Damodaran tháng 1/2024). Beta là 0,96 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 8,79%.
- Giá theo phương pháp FCFF là 86.287 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	1,43%
Phần bù rủi ro thị trường	9,00%
Beta	0,96
WACC	8,79%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

### Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFF	86.287	50%
- P/E	60.107	50%
<b>Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>73.197</b>

Nguồn: ABS Research

**Khuyến nghị:** Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 73.200 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +16,9% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu REE.

### Rủi ro:

- ✓ Thị trường BĐS có thể phục hồi chậm hơn dự báo của chúng tôi, từ đó ảnh hưởng tới tiến độ bàn giao của Dự án Khu Dân cư Bồ Xuyên & hoạt động của mảng cơ điện lạnh.
- ✓ Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê thấp hơn dự báo của chúng tôi.
- ✓ Hiện tượng El Nino có thể kéo dài hơn dự kiến và ảnh hưởng tới nhóm thủy điện mạnh hơn dự báo của chúng tôi. Bên cạnh đó, vấn đề ảnh hưởng tới môi trường có thể khiến cho hoạt động của PPC thấp hơn dự báo.

### Cơ hội:

- ✓ Mảng năng lượng có thể có kết quả tích cực hơn dự báo của chúng tôi.
- ✓ Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê cao hơn mức dự phóng của chúng tôi.
- ✓ Mảng cơ điện lạnh có thể tốt hơn dự báo của chúng tôi (chúng tôi chưa tính tới các giá trị gói thầu mà REE có thể trúng thầu tại Dự án Sân bay Long Thành).

## PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	5.810	9.372	8.570	10.285
Giá vốn hàng bán	-3.500	-5.042	-4.860	-5.687
<b>Lợi nhuận gộp</b>	2.310	4.330	3.710	4.597
Doanh thu tài chính	466	187	227	252
Chi phí tài chính	-707	-942	-1.016	-766
Chi phí bán hàng	-85	-89	-93	-111
Chi phí QLDN	-370	-578	-663	-796
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	2.387	3.986	3.042	4.054
Lãi/Lỗ khác	37	-63	36	14
Lợi nhuận trước thuế	2.425	3.922	3.078	4.068
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	1.889	3.189	2.517	3.254
<b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>	<b>1.855</b>	<b>2.693</b>	<b>2.188</b>	<b>2.735</b>

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
LCT thuần từ HĐKD	1.525	1.569	2.817	3.983
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-2.013	-768	642	-420
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	1.667	-1.481	-1.588	-1.511
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	1.179	-680	1.872	2.051
Tiến & tương đương tiền đầu kỳ	652	1.831	1.151	3.023
<b>Tiến &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>1.831</b>	<b>1.151</b>	<b>3.023</b>	<b>5.074</b>

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023	2024F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,68	2,10	2,41	2,83
Khả năng thanh toán nhanh	1,41	1,69	2,01	2,37
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,68	0,71	1,05	1,44
Khả năng thanh toán lãi vay	4,66	5,44	4,28	7,03

Cơ cấu vốn	2021	2022	2023	2024F
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,51	0,57	0,59	0,64
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,49	0,43	0,41	0,36
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,73	0,59	0,52	0,41

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2021	2022	2023	2024F
Số ngày phải thu	106,3	91,5	128,8	124,9
Số ngày phải trả	67,4	47,4	47,7	47,8
Số ngày tồn kho	83,8	79,9	103,7	99,6

Khả năng sinh lời	2021	2022	2023	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39,8%	46,2%	43,3%	44,7%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	50,8%	50,7%	45,0%	44,2%
Tỷ suất LNST	32,5%	34,0%	29,4%	31,6%
ROE	13,2%	17,9%	12,6%	14,7%
ROA	7,2%	9,7%	7,3%	9,0%
ROIC	10,4%	13,3%	10,6%	11,7%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.831	1.151	3.023	5.074
+ Đầu tư ngắn hạn	914	1.749	1.132	1.132
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.987	4.013	3.780	4.027
+ Hàng tồn kho	800	1.409	1.354	1.749
+ Tài sản ngắn hạn khác	275	251	235	246
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.806</b>	<b>8.573</b>	<b>9.524</b>	<b>12.229</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	37	33	17	21
+ Tài sản cố định	16.058	15.842	14.917	14.305
+ Bất động sản đầu tư	1.570	1.457	1.345	1.232
+ Tài sản dở dang dài hạn	406	549	1.608	1.608
+ Đầu tư dài hạn	6.261	6.491	6.560	6.630
+ Tài sản dài hạn khác	688	969	941	990
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>25.021</b>	<b>25.341</b>	<b>25.388</b>	<b>24.786</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>31.827</b>	<b>33.915</b>	<b>34.912</b>	<b>37.015</b>
+ Vay ngắn hạn	1.234	1.455	1.238	1.088
+ Nợ ngắn hạn khác	2.828	2.631	2.707	3.236
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>4.062</b>	<b>4.086</b>	<b>3.945</b>	<b>4.324</b>
+ Vay dài hạn	10.740	9.946	9.505	8.553
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	667	679	693	547
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>11.407</b>	<b>10.625</b>	<b>10.198</b>	<b>9.100</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>15.469</b>	<b>14.711</b>	<b>14.142</b>	<b>13.424</b>
+ Vốn cổ phần	3.101	3.564	4.097	4.097
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.050	1.050	1.050	1.050
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	8.964	10.705	11.802	14.072
+ Quỹ khác	3.243	3.884	3.820	4.371
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>16.358</b>	<b>19.204</b>	<b>20.770</b>	<b>23.591</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>31.827</b>	<b>33.915</b>	<b>34.912</b>	<b>37.015</b>

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023	2024F
Tăng trưởng doanh thu	3,0%	61,3%	-8,6%	20,0%
Tăng trưởng LNNT	30,4%	55,6%	-16,4%	18,1%
Tăng trưởng LNST	23,0%	68,8%	-21,1%	29,3%
Tăng trưởng VCSH	33,9%	17,4%	8,2%	13,6%
Tăng trưởng Tổng tài sản	55,0%	6,6%	2,9%	6,0%

Định giá (lần)	2021	2022	2023	2024F
P/E	11,7	7,5	11,7	9,4
P/B	1,4	1,3	1,48	1,31
EPS (VND/CP)	5.220	7.576	5.354	6.676
BVPS (VND/CP)	42.901	43.507	42.269	47.886

# KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

## Nguyên tắc khuyến nghị

<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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.

# Thông tin liên hệ

## Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: [www.abs.vn](http://www.abs.vn)

## Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: [abs-research@abs.vn](mailto:abs-research@abs.vn)

### Dầu khí, Điện

**Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc**

Email: [hue.lethikim@abs.vn](mailto:hue.lethikim@abs.vn)

### Vĩ mô, Tài chính

**Trần Xuân Bách - Chuyên viên**

Email: [bach.tranxuan@abs.vn](mailto:bach.tranxuan@abs.vn)

### Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

**Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên**

Email: [thao.nphuong@abs.vn](mailto:thao.nphuong@abs.vn)

### Hóa chất, Hàng tiêu dùng

**Trịnh Thu Trang - Chuyên viên**

Email: [trang.trinhthu@abs.vn](mailto:trang.trinhthu@abs.vn)

**Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT**

Email: [linh.ngthithuy@abs.vn](mailto:linh.ngthithuy@abs.vn)

### PTKT và Chiến lược thị trường

**Đặng Xuân Lưu - Giám đốc**

Email: [luu.dangxuan@abs.vn](mailto:luu.dangxuan@abs.vn)

### PTKT và Chiến lược thị trường

**Đỗ Thành Trung - Phó Giám đốc**

Email: [trung.dothanh@abs.vn](mailto:trung.dothanh@abs.vn)

### Bất động sản, Xây dựng, VLXD

**Phạm Hồng Trường - Chuyên viên**

Email: [truong.phamhong@abs.vn](mailto:truong.phamhong@abs.vn)

### Hàng công nghiệp, Công nghệ & Viễn thông

**Bùi Minh Anh - Chuyên viên**

Email: [anh.buiminhh@abs.vn](mailto:anh.buiminhh@abs.vn)