

Triển vọng tích cực nhưng đã phản ánh vào giá

Chuyên viên phân tích – Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@kbsec.com.vn

12/08/2022

Mảng M&E: 1H2022 trầm lắng nhưng kì vọng hồi phục trong 2H2022 và giai đoạn tới

KQKD của mảng M&E ghi nhận sự sụt giảm do 1H2021 là mức nền cao và các dự án mới đang bắt đầu triển khai dẫn đến chưa được ghi nhận doanh thu nhiều. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ bắt đầu nghiệm thu cũng như ghi nhận doanh thu từ các dự án đã hoàn thành trong 2H2022. Trong trung hạn, với vị thế nhà thầu thi công cơ điện hàng đầu, chúng tôi cho rằng REE sẽ trúng thầu các dự án lớn như nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và sân bay Quốc tế Long Thành, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng trong trung hạn của mảng M&E với CAGR 2022-2026 ước tính khoảng 21.5%/năm.

Mảng BĐS & cho thuê văn phòng: Dòng tiền ổn định và bứt phá từ 2023 nhờ E.town 6

Chúng tôi cho rằng, mảng cho thuê văn phòng của REE sẽ giữ được tăng trưởng doanh thu ổn định với CAGR 2022-2026 đạt 9.6%/năm nhờ vào: **(1)** Tỷ lệ lấp đầy sẽ tiếp tục duy trì ở mức trung bình 98-100%, **(2)** Giá cho thuê văn phòng tiếp tục có xu hướng tăng trong trung và dài hạn, và **(3)** E.town 6 hoạt động trong năm 2023 sẽ góp phần tăng diện tích cho thuê của REE với giá thuê trung bình cao hơn, đạt khoảng 27 USD/m²/tháng.

Mảng điện: Tiếp tục khả quan trong 2H2022 nhưng bước ra khỏi pha thuận lợi từ 2023

Chúng tôi cho rằng tình hình hoạt động của các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục khả quan trong 2H2022 nhờ giai đoạn mùa mưa và EVN sẽ tăng cường huy động từ thủy điện. Tuy nhiên, thủy điện sẽ bước ra khỏi pha thuận lợi khi La Nina sẽ kết thúc trong đầu năm 2023. Bên cạnh đó, chúng tôi kì vọng 3 dự án điện gió sẽ tiếp tục hoạt động ổn định. Chúng tôi cũng đánh giá cao triển vọng tích cực của kế hoạch phát triển điện mặt trời của REE nhờ vào trọng tâm phát triển năng lượng tái tạo của Chính phủ trong Quy hoạch điện VIII.

Khuyến nghị NẮM GIỮ với giá mục tiêu 91,100 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 91,100 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 13.0% so với giá tại ngày 12/08/2022.

Nắm giữ

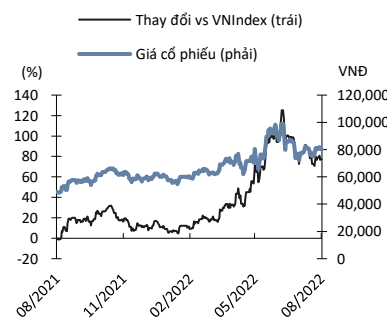
Giá mục tiêu	VNĐ 91,100
Tăng/giảm (%)	13.0%
Giá hiện tại (12/08/2022)	VNĐ80,600
Giá mục tiêu thị trường	VNĐ95,900
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	28,597

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	42.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	108.44
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory PTE LTD (31.05%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
REE	4.8	7.0	35.9	64.3
VNINDEX	-2.3	10.2	63.0	77.6

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	5,640	5,810	9,459	10,917
EBIT	1,239	1,855	3,717	3,777
LN sau CĐTS	1,628	1,855	3,375	3,535
EPS (VNĐ)	5,251	6,003	10,124	9,914
Thay đổi EPS (%)	-0.7	14.3	69.0	-2.0
P/E (x)	8.1	12.1	9.0	9.2
EV/EBITDA (x)	12.1	13.0	9.0	8.4
P/B (x)	1.1	1.4	1.6	1.4
ROE (%)	14.0	13.1	18.6	16.9
Tỷ suất cổ tức (%)	4.6	0.4	1.1	1.6



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hoạt động kinh doanh

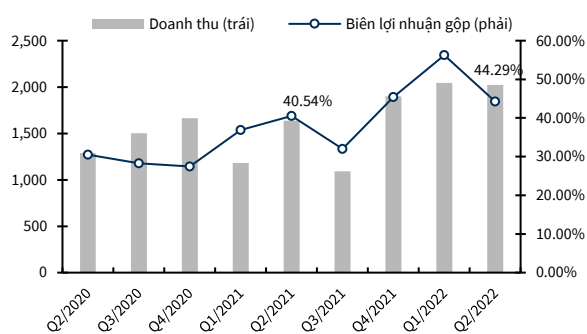
Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 2/2022 tăng trưởng 23.7% YoY và 60.6% YoY

Trong Quý 1/2022 REE ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 2,023 tỷ VNĐ (+23.7% YoY) và 755 tỷ VNĐ (+60.6% YoY). Mạng điện tiếp tục là trụ cột đóng góp chính với doanh thu Quý 2/2022 đạt 1,174 tỷ VNĐ (+35.5% YoY), chiếm 58% tổng doanh thu Quý 2. Tình hình thủy văn tiếp tục thuận lợi và đóng góp từ các dự án năng lượng tái tạo là lý do chính cho sự tăng trưởng tốt của mạng điện trong quý này.

Biên lợi nhuận tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ vào giá CGM ở mức cao và đóng góp từ các dự án điện gió.

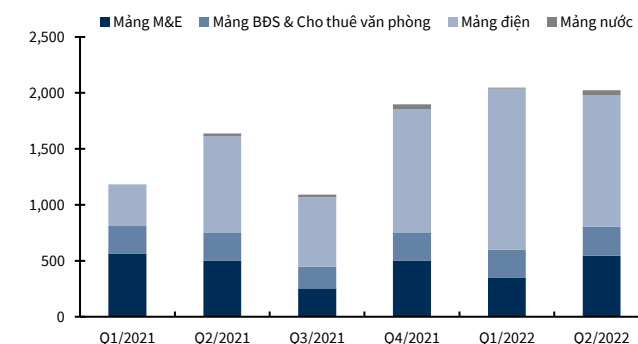
Biên lợi nhuận gộp Quý 2/2022 đạt 44.3%, giảm so với Quý 1/2022 do biên lợi nhuận của VSH bị ảnh hưởng từ các trận động đất xảy ra trên địa bàn của thủy điện Thượng Kon Tum gây ảnh hưởng tới quá trình tích nước và phát điện, tuy nhiên mức biên lợi nhuận gộp này vẫn duy trì ở mức cao. Chúng tôi cho rằng, diễn biến tích cực của giá điện CGM trong Quý 2/2022 cũng như 1H2022 đã tác động rõ lên doanh thu cũng như biên lợi nhuận gộp mạng điện của REE khi: (1) Các nhà máy thủy điện có lợi thế cạnh tranh là chi phí phát điện rẻ hơn so với các loại hình phát điện khác trong khi (2) Tình trạng thiếu than cho các nhà máy nhiệt điện cũng như giá khí duy trì ở mặt bằng cao tạo khó khăn cho EVN trong việc huy động, dẫn tới việc đẩy giá bán trên thị trường điện cạnh tranh cao hơn. Bên cạnh đó, cơ cấu doanh thu của REE cũng ghi nhận đóng góp từ mạng điện với tỷ trọng doanh thu dần cao hơn, chủ yếu nhờ vào 3 dự án điện gió mới: Trà Vinh, Phú Lạc 2, Lợi Hải 2 được REE xây dựng và hoà lưới điện quốc gia trong tháng 10/2021 và kế hoạch mở rộng công suất điện mặt trời mái nhà của REE khi trong năm 2021, REE đã thực hiện đưa vào khai thác thêm 6.5 MWp điện mặt trời mái nhà, nâng tổng công suất điện mặt trời công ty quản lý lên 92.5 MWp. Với các dự án năng lượng tái tạo cũng như thủy điện hoạt động trong tình hình thủy văn thuận lợi, biên lợi nhuận gộp thường dao động từ 50-65% dẫn tới việc tăng tỷ trọng mạng điện, đặc biệt là các dự án năng lượng tái tạo mới đi vào hoạt động ổn định sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp của REE cải thiện đáng kể.

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



Nguồn: REE, KBSV

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



Nguồn: REE, KBSV

Bảng 1. Tổng hợp KQKD 1H2022 của REE

Tỷ VNĐ	1H2021	1H2022	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	2,819	4,068	44.3%	Doanh thu tăng mạnh nhờ các đóng góp từ mảng điện khi giá điện CGM ở mức cao và các dự án điện gió hoạt động ổn định
M&E	1,065	895	-16.0%	1H2021 là mức nền cao khi các dự án điện mặt trời thực hiện trong năm 2020 được hạch toán trong Quý 1/2021
BDS & Cho thuê văn phòng	493	510	3.5%	
Điện	1,238	2,613		Tình hình thủy văn thuận lợi giúp sản lượng phát của thủy điện cao và giá thị trường điện cạnh tranh duy trì cao giúp tăng giá bán trung bình của thủy điện. Ngoài ra các dự án điện gió hoạt động ổn định và đóng góp hoàn toàn trong 1H2022
Nước	23	51	115.7%	
Lợi nhuận gộp	1,100	2,046	86.1%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	39.01%	50.30%		Biên lợi nhuận gộp cao hơn nhờ tỷ trọng cao của mảng điện - mảng hoạt động có biên lợi nhuận gộp cao
Chi phí SG&A	(177)	(210)		
% SG&A / doanh thu	-6.28%	-5.15%		
LN từ HĐKD	923	1,837		
Thu nhập tài chính	158	82		Quý 1/2021, REE thực hiện thoái vốn tại QTP dẫn tới thu nhập tài chính tăng mạnh
Chi phí tài chính	(315)	(443)	40.6%	REE bắt đầu phải chi trả lãi vay thực hiện các dự án điện gió cũng như điện mặt trời mới thực hiện, dẫn tới lãi vay tăng mạnh
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	300	406	35.3%	Chủ yếu do tình hình thủy văn thuận lợi trong Quý 1/2022 dẫn tới lợi nhuận từ các công ty thủy điện cao hơn
Thu nhập khác (ròng)	3	10		
LN trước thuế	768	1,485	93.4%	
LN sau thuế	942	1,711	81.6%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	33.42%	42.05%		
Sản lượng điện sản xuất (triệu MWh)	3,816	4,755	24.6%	Đóng góp từ 3 nhà máy điện gió và hợp nhất VSH

Nguồn: REE, KBSV

Mảng M&E: 1H2022 trầm lắng nhưng kì vọng hồi phục trong 2H2022 và giai đoạn tới

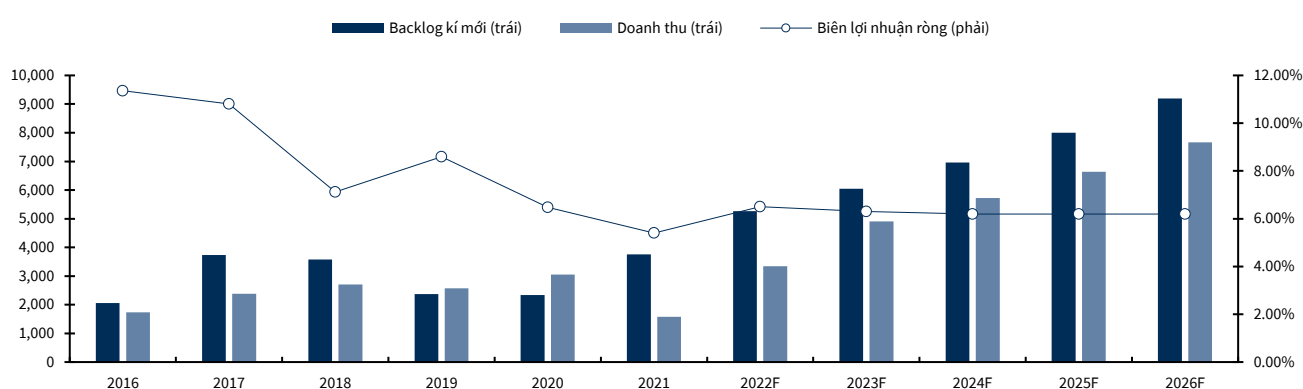
Doanh thu 1H2022 của mảng M&E đạt 895 tỷ VNĐ (-16% YoY) và LNST đạt 48 tỷ VNĐ (-28.4% YoY). Chúng tôi cho rằng đây là điều hợp lý khi: **(1)** Các dự án mới đang bắt đầu triển khai thi công, **(2)** các dự án đang thi công chưa được nghiệm thu hoàn thành dẫn đến doanh thu và lợi nhuận chưa được ghi nhận nhiều, **(3)** Quý 1/2021 là quý có mức nền cao khi các dự án tổng thầu dự án điện mặt trời đều được ghi nhận vào quý này trong khi 1H2022 các dự án phát triển mới chờ sự phê duyệt của Quy hoạch điện 9 và khung giá điện mới cho các năng lượng tái tạo sau khoảng thời gian hưởng ưu đãi giá FIT. Trong khi đó, giá trị backlog mới của REE vẫn duy trì ở mức tích cực, đạt 4.7 nghìn tỷ đồng (+ 85% YoY) trong Quý 1/2022. Do đó, chúng tôi cho rằng dự phóng năm 2022 sẽ không có gì thay đổi khi chúng tôi kì vọng công ty sẽ bắt đầu nghiệm thu cũng như ghi nhận doanh thu từ các dự án đã hoàn thành trong 2H2022.

Với triển vọng sau năm 2023, như đã đề cập ở báo cáo trước, chúng tôi nhận thấy rằng với sự quyết liệt từ Chính phủ Việt Nam để cải thiện hạ tầng đã đưa Việt Nam vào một chu kỳ đầu tư công mới. Với tình trạng quá tải hạ tầng hiện hữu ở khu vực Nam Bộ, đặc biệt là hàng không sẽ dẫn tới nhu cầu đầu tư mở rộng mới các sân bay và REE với tư cách nhà thầu cơ điện hàng đầu sẽ có khả năng trúng thầu các dự án sân bay lớn như dự án nhà ga T3 sân bay Tân Sơn

Nhất và sân bay Long Thành. Theo quan điểm của chúng tôi, doanh thu giai đoạn 2022-2026 của REE sẽ đạt mức khả quan tương tự như trong giai đoạn thi công dự án mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất (2016-2017).

Ngoài ra, thị trường Bất động sản phục hồi sẽ là tín hiệu tích cực cho mảng M&E. Theo ước tính của CBRE, nguồn cung BĐS trong giai đoạn 2022-2024 sẽ đạt 25,000-30,000 căn/năm so với mức 15,000-20,000 căn của 2020-2021. Từ các luận điểm trên, chúng tôi dự phóng backlog kí mới năm 2022 của REE cho mảng M&E đạt trên 5,200 tỷ (+40% YoY) và doanh thu đạt 3,705 tỷ VNĐ (+104% YoY) từ mức nền thấp của năm 2021. Cho giai đoạn 2022-2026, chúng tôi ước tính tăng trưởng CAGR của mảng này sẽ đạt 21.5%/năm nhờ vào những triển vọng hồi phục tích cực từ nhu cầu đầu tư nêu trên.

Biểu đồ 3. Kết quả kinh doanh và dự phóng mảng M&E của REE, 2016-2026 (tỷ VNĐ)



Nguồn: REE, KBSV

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

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

Nguồn: REE, KBSV

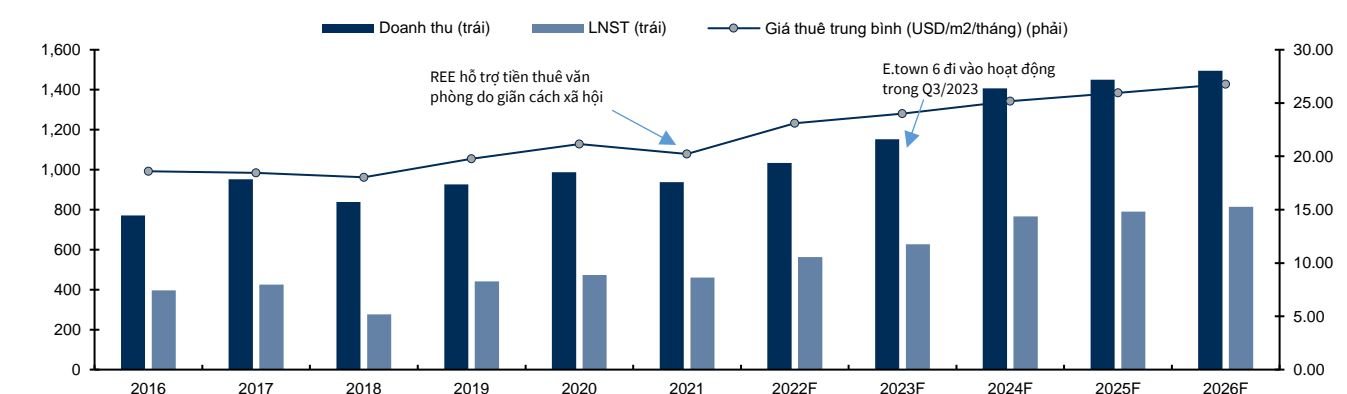
Mảng BĐS & cho thuê văn phòng: Dòng tiền ổn định và bứt phá từ 2023 nhờ E.town 6

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của mảng BĐS & cho thuê văn phòng lần lượt đạt 511 tỷ VNĐ (+4.5% YoY) và 280 tỷ VNĐ (+13.4% YoY) nhờ tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà văn phòng cho thuê đạt trên 98%, trong đó e.town 2, e.town 5 và e.town Central có tỷ lệ lấp đầy trên 99%. Chúng tôi kì vọng trong 2H2022, mảng cho thuê văn phòng của REE sẽ tiếp tục là nguồn tiền ổn định cho REE khi không chịu áp lực giảm giá thuê để hỗ trợ khách thuê như 2H2021. Ước tính doanh thu và LNST của mảng cho thuê văn phòng trong năm 2022 sẽ đạt 1,033 tỷ VNĐ (+15.3% YoY) và 563 tỷ VNĐ (+22.2% YoY).

Với giai đoạn tới, chúng tôi cho rằng, mảng cho thuê văn phòng của REE sẽ giữ được tăng trưởng doanh thu ổn định với CAGR giai đoạn 2022-2026 đạt **9.6%/năm** nhờ vào:

- **Tỷ lệ lấp đầy sẽ tiếp tục duy trì ở mức trung bình 98-100%:** Hiện nay, REE đang vận hành tổng cộng hơn 160,000 m² diện tích văn phòng hạng B. Với vị trí thuận lợi và giá cho thuê thấp hơn mặt bằng chung, chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy diện tích cho thuê của REE sẽ được đảm bảo ổn định trong khoảng 98-100%/năm trong giai đoạn tới.
- **Giá cho thuê văn phòng tiếp tục có xu hướng tăng trong trung và dài hạn:** Theo ước tính của chúng tôi, mức giá cho thuê các cao ốc văn phòng của REE năm 2021 đạt trung bình 20.2 USD/m²/tháng, thấp hơn 20% so với trung bình giá cho thuê văn phòng hạng B tại TP.HCM do REE cần hỗ trợ một phần tiền thuê cho các khách thuê trong các đợt giãn cách xã hội. Tuy nhiên, với nguồn cung hạn chế trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng giá thuê trung bình các cao ốc của REE sẽ đạt mức tăng trung bình khoảng 3.5%/năm nhờ vào vị trí thuận lợi và xu hướng chuyển đổi văn phòng hạng A sang văn phòng hạng B của các doanh nghiệp nội địa nhằm tối ưu chi phí hoạt động.
- **E.town 6 hoạt động trong năm 2023 sẽ góp phần tăng diện tích cho thuê của REE với giá thuê trung bình cao hơn:** E.town 6 là cao ốc văn phòng cho thuê mới được REE khởi công vào năm 2020 và dự kiến đi vào hoạt động từ giữa Q3/2023. E.town 6 sẽ là tòa nhà văn phòng hạng B mới, với tổng diện tích cho thuê đạt 40,000m², gồm 16 tầng nổi và 7 tầng hầm được trang bị nhiều tiện ích hiện đại. Chúng tôi ước tính E.town 6 khi đi vào khai thác sẽ nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê của REE lên 201,000 m² với mức giá cho thuê dự kiến cao hơn các tòa nhà cũ, đạt khoảng 27 USD/m²/tháng và mức tăng giá trung bình khoảng 3%/năm. Chúng tôi ước tính E.town 6 sẽ đóng góp ổn định khoảng 300-320 tỷ doanh thu mỗi năm cho REE từ năm 2024, đem lại dòng tiền đều đặn cho công ty.

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



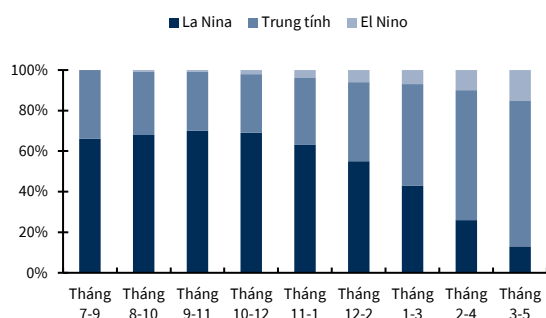
Nguồn: REE, KBSV

Thủy điện bùng nổ trong 1H2022 và tiếp tục hưởng lợi trong 2H2022 nhưng không còn thuận lợi từ 2023

Kết quả 1H2022 mảng điện của REE, đặc biệt là thủy điện tiếp tục ghi nhận tăng trưởng ấn tượng với doanh thu và LNST lần lượt đạt 1,816 tỷ VNĐ (+131.6% YoY) và 650 tỷ VNĐ (+161.2% YoY). Đóng góp vào sự tăng trưởng vượt bậc này nhờ vào: **(1)** Tình hình thủy văn thuận lợi giúp cho các nhà máy thủy điện được huy động ở công suất cao, trong đó có các nhà máy của REE, **(2)** Việc hợp nhất và đưa vào vận hành thủy điện Thượng Kon Tum của VSH giúp sản lượng của REE tăng trưởng ấn tượng, **(3)** Giá thị trường điện cạnh tranh (CGM) duy trì ở mức cao do EVN tăng cường huy động các nguồn điện có chi phí cao như điện khí.

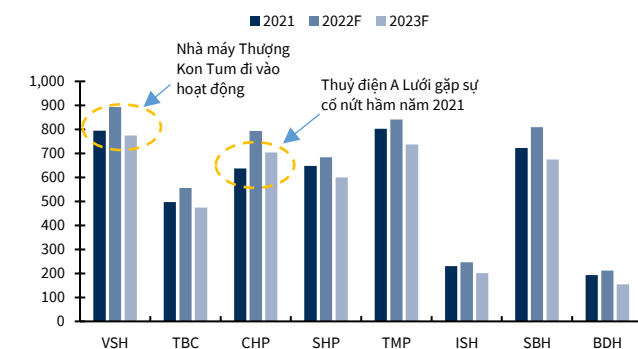
Chúng tôi cho rằng tình hình hoạt động của các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục khả quan trong 2H2022 nhờ: **(1)** 2H2022 là giai đoạn mùa mưa và EVN sẽ tăng cường huy động từ thủy điện để giảm thiểu chi phí phát điện cho toàn hệ thống, **(2)** Theo dự báo của các tổ chức khí tượng lớn trên thế giới cho rằng La Nina sẽ tiếp tục kéo dài tới hết năm 2022, hỗ trợ cho hoạt động của thủy điện trong việc phát điện cũng như tích nước. Tuy nhiên, dự báo cũng chỉ ra rằng hiện tượng La Nina sẽ có khả năng kết thúc vào đầu năm 2023 và xác suất xảy ra pha trung tính cao hơn. Điều này sẽ ảnh hưởng tới khả năng phát điện của thủy điện do không còn lượng mưa dồi dào như giai đoạn 2021-2022.

Biểu đồ 5. La Nina sẽ kết thúc vào đầu năm 2023



Nguồn: IRI, KBSV

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



Nguồn: REE, KBSV

Năng lượng tái tạo: Chậm lại trong 2022 nhưng sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn khi QHĐ8 được thông qua

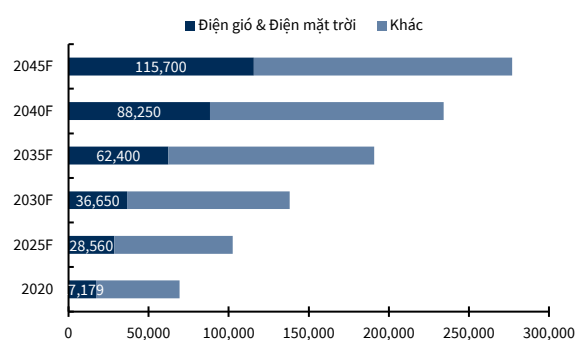
Mảng năng lượng tái tạo tiếp tục giữ vững kết quả kinh doanh khả quan trong 1H2022 với doanh thu và LNST lần lượt đạt 496 tỷ VNĐ (+178.7% YoY) và 146 tỷ VNĐ (+135.5% YoY). Kết quả tích cực này nhờ vào việc đóng góp mới từ 3 dự án điện gió mới (Trà Vinh, Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2) và phát triển mới 26 MWp điện mặt trời mái nhà. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kết quả 2H2022 của mảng điện tái tạo sẽ chậm lại khi: **(1)** Quý 4 là mức so sánh nền cao khi các dự án điện gió đã đi vào hoạt động, **(2)** Các dự án điện gió chỉ hoạt động ở hiệu suất cao nhất trong thời gian từ tháng 11 tới tháng 2 hàng năm, **(3)** Tốc độ phát triển nguồn điện mặt trời mái nhà đang chậm hơn dự kiến do QHĐ8 chưa được phê duyệt. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng công suất lắp đặt mới điện mặt trời mái nhà năm 2022 còn 70 MWp nhờ vào kì vọng QHĐ8 được phê duyệt trong 2H2022 sẽ giúp tăng tốc quá trình lắp đặt và đưa vào vận hành của REE.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng có quan điểm tích cực về việc tập trung vào phát triển các dự án điện năng lượng tái tạo, đặc biệt là điện mặt trời là hướng đi dài hạn cho REE do chi phí đầu tư vào ngành này đang giảm dần qua các năm nhờ

yếu tố quy mô kinh tế lớn do xu hướng phát triển năng lượng tái tạo trên toàn cầu. Bên cạnh đó, REE dự kiến các dự án điện mặt trời sắp tới có chi phí đầu tư khá hợp lý vào khoảng 12 tỷ đồng/MW. Chúng tôi cho rằng đây là khoản đầu tư tương đối rẻ và thấp hơn so với mức đầu tư trung bình và sẽ giúp REE có biên lợi nhuận cao hơn nhờ chi phí lãi vay cũng như khấu hao thấp hơn dự kiến. Chúng tôi ước tính tổng công suất thiết kế điện mặt trời của REE sẽ đạt 476.5 MWp vào cuối năm 2026, so sánh với mức 92.5 MWp vào cuối năm 2021.

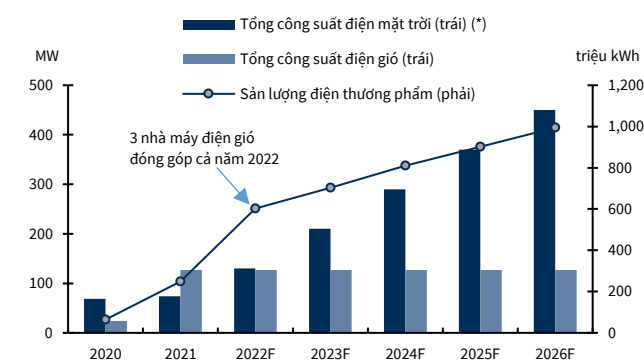
Về mảng điện gió, chúng tôi kì vọng 3 nhà máy điện gió của REE sẽ hoạt động ổn định với sản lượng tiêu thụ cao trong năm 2022 do giá bán điện gió hiện đang cạnh tranh hơn so với nhiệt điện trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng cao, đồng thời các nhà máy thủy điện lại gặp khó khăn do tình hình thủy văn không thuận lợi trong năm 2022. Ngoài ra, với sự quyết liệt của Chính phủ trong việc phát triển các dự án năng lượng tái tạo để đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0 tới năm 2050 thể hiện qua Quy hoạch điện VIII cùng với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện đạt mức cao trong những năm tới nhờ vào nhu cầu điện cho phát triển kinh tế - xã hội, chúng tôi kì vọng rằng những yếu tố trên sẽ giúp các nhà máy điện gió của REE được huy động ở hiệu suất cao trong những năm tới, ước tính ở mức 40-50% CSTK.

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



Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, KBSV

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



Nguồn: REE, KBSV, (*) 1 MWp ~ 0.8 MW

Điện than – triển vọng kém tích cực

Hiện nay, REE đang sở hữu 2 nhà máy nhiệt điện than là Nhiệt điện Phả Lại (PPC) và nhiệt điện Ninh Bình (NBP) với tổng công suất thiết kế là 1,140 MW. Trong giai đoạn 2016-2020, REE có nắm giữ cổ phần tại Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP) nhưng đã thực hiện thoái vốn tại nhiệt điện này từ mức 8.04% xuống 0.98% trong nửa đầu năm 2021 và sẽ tiếp tục thoái vốn phần còn lại trong năm 2022 nhằm hướng tới mục tiêu phát thải ròng bằng 0 mà Việt Nam đã cam kết trong COP26.

Về mặt hiệu quả, sau khi thoái vốn khỏi QTP thì Phả Lại là nhà máy nhiệt điện than lớn nhất mà REE nắm giữ cổ phần với 2 tổ máy có tổng công suất 1,040 MW. Phả Lại là một nhà máy có vị trí thuận lợi trong việc truyền tải điện năng tại miền Bắc và có công suất lớn. Tuy nhiên, Phả Lại đã có tuổi đời hoạt động lớn (tổ máy 1 năm 1983 và tổ máy 2 năm 2001) dẫn tới việc xuống cấp trong hệ thống phát điện mặc dù đã trải qua nhiều lần đại tu. Các bộ phận chính của dây chuyền như tua bin, lò hơi và hệ thống lọc bụi đã xuống cấp khiến hiệu suất hoạt động của nhà máy giảm xuống và làm tăng sản lượng tiêu thụ

nguyên vật liệu đầu vào của nhà máy. Bên cạnh đó, tổ máy S2 của PPC đã gặp sự cố nghiêm trọng từ tháng 4/2021 và phải dừng máy tới hiện tại để thực hiện công tác khắc phục và sửa chữa. Chúng tôi cho rằng, PPC sẽ kết thúc quá trình sửa chữa tổ máy này trong đầu Quý 3/2022, dẫn tới sản lượng năm 2022 của PPC tiếp tục là một năm thấp điểm trong nhiều năm trở lại đây. Mặt khác, dây chuyền lọc khí thải của PPC cũng cần được đầu tư nâng cấp mới để đảm bảo các tiêu chuẩn về phát thải và bảo vệ môi trường dẫn tới việc tăng các chi phí đầu tư và bảo dưỡng, ăn mòn lợi nhuận của PPC trong giai đoạn tới.

Ngoài ra, xung đột địa chính trị giữa Nga - Ukraine từ cuối tháng 2/2022 đã ảnh hưởng lên các nguyên vật liệu đầu vào chính cho ngành năng lượng như dầu thô và giá than. Hiện tại giá than thế giới đã tăng đáng kể do nhu cầu phục hồi kinh tế mạnh mẽ sau Covid trên toàn thế giới dẫn đến tình trạng thiếu hụt than cho các nhà máy điện Việt Nam thời gian vừa qua khi nguồn than nội chưa đủ để đáp ứng. Với đặc thù nhập khẩu than để phối trộn với than cám trong nước khi nguồn cung nội địa không đáp ứng, chúng tôi cho rằng 2 nhà cung cấp than lớn trong nước là Tập đoàn Than khoáng sản Việt Nam (TKV) và Tổng công ty Đông Bắc sẽ gặp áp lực tăng giá bán than theo diễn biến giá than thế giới, dẫn tới giá nguyên vật liệu đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện than cao hơn, kém cạnh tranh hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM).

Chúng tôi cũng cho rằng, triển vọng của điện than sẽ kém tích cực khi Việt Nam đã cam kết phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050 tại COP26 và Quy hoạch điện 8 đã đề xuất tổng công suất điện than chỉ đạt khoảng 36 GW vào năm 2030, thấp hơn mức được đề ra trong quy hoạch điện VII khoảng 21 GW, hướng tới việc cắt giảm mạnh mẽ nhiệt điện để bảo vệ môi trường. Các nhà máy nhiệt điện cũng được yêu cầu phải tuân theo các quy chuẩn nghiêm ngặt hơn về môi trường, đây sẽ là điểm yếu với những nhà máy có tuổi đời lớn và hệ thống máy móc đã lạc hậu như PPC.

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

Màng nước là một trong những mảng kinh doanh đóng góp ổn định vào cơ cấu lợi nhuận của REE với doanh thu và LNST 1H2022 đạt 51 tỷ VNĐ (+115.9% YoY) và 161 tỷ VNĐ (+23.3% YoY) (LNST được REE ghi nhận từ các công ty liên doanh liên kết). Chúng tôi cho rằng đây sẽ là mảng “cashcow” cho REE khi: **(1)** Nhu cầu nước sạch sẽ tăng trưởng ổn định tại các tỉnh thành phố lớn và **(2)** Giá bán nước thường được điều chỉnh tăng hàng năm theo lộ trình. Theo kế hoạch của TP.HCM, giá nước sạch sẽ tiếp tục tăng theo lộ trình khoảng 4-5% từ năm 2022 sau khi miễn giảm một phần chi phí nước sinh hoạt cho các hộ dân nghèo và ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Chúng tôi cho rằng, với tốc độ đô thị hoá cao và sự gia nhập mới của các dòng vốn đầu tư vào TP.HCM sẽ kéo theo nhu cầu nước tăng ổn định, dẫn tới giá nước sạch sẽ tiếp tục tăng hàng năm nhằm đảm bảo nhu cầu sản xuất và sinh hoạt của người dân cũng như doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi giả định giá bán nước trung bình sẽ tăng với tốc độ 3%/năm theo lộ trình tăng giá bán tại thành phố lớn và tiếp tục đóng góp ổn định vào lợi nhuận của REE. Đây là mảng kinh doanh ít biến động do gần như không có tồn kho và nhu cầu luôn tăng trưởng ổn định qua từng năm, từ đó giúp REE có nguồn thu ổn định để có thể tái đầu tư vào mảng năng lượng – trụ cột tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp.

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

	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Tổng sản lượng (triệu m³)	676.6	685.2	692.3	699.5	706.9	714.5
Cấp nước	258.3	264.8	271.4	278.2	285.1	292.2
Xử lý nước	418.3	420.5	420.9	421.4	421.8	422.2
Doanh thu (tỷ VNĐ)	4,602.0	4,820.6	5,041.8	5,273.9	5,517.3	5,772.7
Lợi nhuận ròng hợp nhất vào REE	274.0	338.1	353.6	369.9	386.9	404.8

Nguồn: REE, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2022: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh mẽ 48.2% YoY và 41.3% YoY

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của REE sẽ lần lượt đạt 8,607 tỷ VNĐ (+ 48% YoY) và 3,018 tỷ VNĐ (+ 41% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Mạng M&E hồi phục từ mức nền thấp với doanh thu đạt 3,705 tỷ VNĐ (+104% YoY) và biên lợi nhuận ròng đạt 6.5%.
- Mạng cho thuê văn phòng hồi phục khi dịch bệnh kết thúc và REE không phải hỗ trợ giá thuê cho các khách hàng.
- VSH sẽ đàm phán thành công giá PPA với mức giá khoảng 1,310 VNĐ/kWh với nhà máy Thượng Kon Tum trong Quý 2/2022; 3 dự án điện gió sẽ hoạt động cả năm và 100 MWp điện mặt trời áp mái mới được bổ sung.

Năm 2023: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng 20.1% YoY và 9.5% YoY

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của REE vào 2023 sẽ đạt 10,333 tỷ VNĐ (+20% YoY) và 3,303 tỷ VNĐ (+10% YoY). Cơ sở dự phóng của chúng tôi dựa trên:

- Mạng M&E tăng trưởng doanh thu 42.5% YoY với backlog kí mới đạt hơn 6,000 tỷ VNĐ (+15% YoY) và biên lợi nhuận ròng đi ngang do cạnh tranh gay gắt.
- Mạng cho thuê văn phòng tăng trưởng doanh thu 13% YoY nhờ vào cao ốc E.town 6 bắt đầu được khai thác vào giữa Quý 3/2023 với giá thuê trung bình 27 USD/m²/tháng.
- 100 MWp điện mặt trời được phát triển.

Định giá

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu REE và đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** với mức giá mục tiêu 91,100 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 13.0% so với giá đóng cửa ngày 12/08/2022, trong đó mảng điện trị giá 22,939 tỷ VNĐ, mảng BĐS trị giá 9,224 tỷ VNĐ, mảng M&E trị giá 2,409 tỷ VNĐ và mảng nước trị giá 3,719 tỷ VNĐ. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro đặc thù của REE là tập đoàn đa ngành hoạt động trong nhiều mảng khác nhau. Trên quan điểm của chúng tôi, REE sẽ tiếp tục có kết quả kinh doanh 2H2022 khả quan, tuy nhiên giá cổ phiếu đã phản ánh 1 phần triển vọng cũng như kỳ vọng của thị trường về tiềm năng của REE, do đó chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA xuống **NẮM GIỮ** dành cho REE. Tuy nhiên, mỗi nhịp điều chỉnh giá cổ phiếu sẽ là cơ hội tích hợp cho việc đầu tư và nắm giữ REE cho triển vọng lạc quan trong giai đoạn sắp tới.

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

Mô hình định giá của chúng tôi chưa bao gồm các dự án mở rộng mới của các công ty con cũng như công ty thành viên của REE, bao gồm thủy điện Thác Bà 2 (18.9 MW), thủy điện Vĩnh Sơn 2&3 (110 MW) và các dự án điện gió mới do chưa có thông tin chi tiết về kế hoạch đầu tư cũng như cơ chế giá FIT mới dành cho các dự án năng lượng tái tạo.

Bảng 8. Tổng hợp định giá REE

Định giá	Phương pháp	Project NPV	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị của REE
Điện				22,939
Thủy điện	DCF	35,151	23-50%	13,673
Nhiệt điện	DCF	8,723	24-30%	2,116
Điện mặt trời	DCF	2,075	99.99%	2,075
Điện gió	DCF	5,519	50-100%	5,019
Phân phối điện (DTV)	BV	56	66.29%	56
Cho thuê văn phòng & BĐS				9,224
Các dự án hiện tại	Tỷ lệ hoàn vốn	8,268	100.00%	8,268
Etown 6	DCF	956	100.00%	956
M&E	P/E	2,409	100.00%	2,409
Nước	P/E	3,719	20-44%	3,719
Đầu tư khác	BV	748		748
Tổng giá trị				39,039
(-) Vay nợ ròng công ty mẹ tại 31/03/2022				-2,970
Giá trị VCSH				36,069
Chiết khấu tập đoàn đa ngành				10%
Giá trị hợp lý				32,462
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				356.41
Giá trị cổ phiếu				91,100
Giá hiện tại (12/08/2022)				80,600
Tổng mức sinh lời				13.0%

Nguồn: KBSV ước tính

PHỤ LỤC

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

Báo cáo Kết quả HĐKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F	(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số thuần	5,640	5,810	9,459	10,917	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	20,531	31,827	36,383	39,288
Giá vốn hàng bán	-4,034	-3,500	-5,246	-6,599	TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,009	6,806	11,285	13,805
Lãi gộp	1,606	2,310	4,213	4,318	Tiền và tương đương tiền	652	1,831	5,042	7,076
Thu nhập tài chính	222	466	334	423	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,329	914	960	1,008
Chi phí tài chính	-475	-707	-856	-815	Các khoản phải thu	3,082	2,987	2,851	3,140
Trong đó: Chi phí lãi vay	-416	-663	-856	-815	Hàng tồn kho, ròng	808	800	1,179	1,410
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	907	915	1,004	1,015	TÀI SẢN DÀI HẠN	14,522	25,021	25,098	25,483
Chi phí bán hàng	-83	-85	-89	-93	Phải thu dài hạn	51	37	37	37
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-284	-370	-407	-448	Tài sản cố định	2,585	16,058	15,728	15,704
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,893	2,529	4,199	4,400	Tài sản dở dang dài hạn	276	406	406	406
Thu nhập khác	29	25	29	29	Đầu tư dài hạn	1,773	1,570	1,656	1,746
Chi phí khác	7	12	15	15	Lợi thế thương mại	243	308	0	0
Thu nhập khác, ròng	22	13	14	14	NỢ PHẢI TRẢ	8,318	15,469	16,269	15,986
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	3,443	4,062	4,974	5,395
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,915	2,542	4,213	4,414	Phải trả người bán	633	660	855	939
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-210	-264	-463	-486	Người mua trả tiền trước	791	822	1,008	981
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,714	2,135	3,749	3,928	Vay ngắn hạn	1,265	1,234	1,218	1,363
Lợi ích của cổ đông thiểu số	85	280	375	393	Nợ dài hạn	4,874	11,407	11,295	10,591
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,628	1,855	3,375	3,535	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	216	216	216
					Vay dài hạn	4,335	10,740	10,628	9,924
					VỐN CHỦ SỞ HỮU	12,213	16,358	20,114	23,302
					Vốn góp	3,101	3,101	3,566	3,566
					Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
					Lãi chưa phân phối	7,115	8,964	11,832	14,675
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	187	187	235	187
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	760	3,056	3,431	3,824
Chỉ số hoạt động	2020	2021	2022F	2023F	Chỉ số chính				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.5%	39.8%	44.5%	39.6%	(x, %, VND)				
Tỷ suất EBITDA	27.7%	47.3%	50.5%	44.2%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBIT	22.0%	31.9%	39.3%	34.6%	P/E	8.1	12.1	9.0	9.2
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	34.1%	41.3%	44.5%	40.4%	P/E pha loãng	8.1	12.1	9.0	9.2
Tỷ suất lãi hoạt động KD	33.6%	43.5%	44.4%	40.3%	P/B	1.1	1.4	1.6	1.4
Tỷ suất lợi nhuận thuần	30.4%	36.8%	39.6%	36.0%	P/S	2.3	3.9	3.4	3.0
					P/Tangible Book	1.1	1.4	1.6	1.4
					P/Cash Flow	21.5	14.7	8.6	8.8
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.1	13.0	9.0	8.4
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	15.2	19.2	11.5	10.7
					Hiệu quả quản lý				
					ROE%	14.0%	13.1%	18.6%	16.9%
					ROA%	8.4%	6.7%	10.3%	10.0%
					ROIC%	7.0%	6.8%	13.5%	13.4%
					Cấu trúc tài chính				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.6	0.7	1.2	1.5
					Tỷ suất thanh toán nhanh	1.5	1.4	1.8	2.1
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.8	1.7	2.3	2.6
					Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.4	0.7	0.5	0.4
					Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.3	0.3	0.3
					Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
					Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.0	0.0	0.0
					Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.2	0.2	0.2
					Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
					Tổng công nợ/Vốn CSH	0.7	0.9	0.8	0.7
					Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.5	0.4	0.4
					Chỉ số hoạt động				
					Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.2	1.9	3.2	3.6
					Hệ số quay vòng HTK	4.5	4.4	4.5	4.7
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	9.7	9.0	12.5	12.2

Nguồn: REE, KBSV

KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

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

Phân tích Doanh nghiệp

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

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng
ngaphb@kbsec.com.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên phân tích – Dầu khí & Tiện ích
quangtpt@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy
Chuyên viên phân tích – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
huynd1@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Ngọc Anh
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
anhntn@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhhd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Hóa chất
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Thủy sản & Dệt may
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.