**CTCP Cơ điện lạnh - REE**

# Vững vàng trước khó khăn

Doanh nghiệp đa ngành | CẬP NHẬT

**Khả quan**

Giá mục tiêu (12M)
VND76.000

Consensus*: Mua:5 Giữ:3 Bán:0

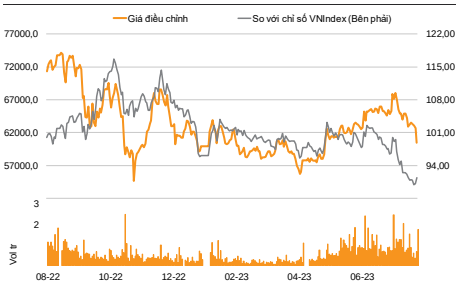
Giá mục tiêu / Consensus: 9,2%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➢ Điều chỉnh EPS 2023-24 tăng 8%/13% sv dự phóng trước

| | |
|---|---|
| Khuyến nghị trước đó | Trung lập |
| Giá mục tiêu trước đó | VND66.400 |
| Giá thị trường | VND60.500 |
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 74.122 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 54.671 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 60.786 |
| Thị giá vốn (tỷ VND) | 25.626 |
| Free float | 7% |
| Tỷ suất cổ tức | 2,9% |
| P/E trượt (x) | 9,5 |
| P/B hiện tại (x) | 1,5 |

**Diễn biến giá**




*Nguồn: VND RESEARCH*

**Cơ cấu sở hữu**

| | |
|---|---|
| Nguyễn Thị Mai Thanh | 12,2% |
| Platinum Victory Pte.Ltd | 34,4% |
| Alain Xavier Cany | 32,9% |
| Khác | 20,5% |

*Nguồn: VND RESEARCH*

**Chuyên viên phân tích:**

**Nguyễn Hà Đức Tùng**
Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

- Doanh thu Q2/23 tăng 7% svck do ghi nhận doanh thu cơ điện. LN ròng Q2/23 giảm 18% svck chủ yếu do mảng thủy điện ghi nhận kết quả thấp.
- REE sẽ duy trì mức EPS ổn định, giảm 11% svck trong 2023 sau đó tăng 24% svck trong 2024, hỗ trợ bởi thủy điện và cơ điện lạnh phục hồi.
- Nâng khuyến nghị thành Khả quan với giá mục tiêu 76.000đ/cp.

**KQKD 6T23: Thủy điện suy yếu, kéo LN ròng giảm sút**

Trong Q2/23, doanh thu REE giảm 7% svck đạt 2.176 tỷ đồng, hỗ trợ bởi doanh thu cơ điện lạnh tăng 41% svck và cho thuê văn phòng tăng 4% svck, bù đắp cho mức giảm 1% svck của mảng điện, chủ yếu do kết quả kém tích cực của thủy điện – danh mục đầu tư giá trị lớn nhất của REE. LN gộp Q2/23 ghi nhận giảm 2% svck với biên LN gộp thu hẹp 4 điểm %, do nhóm biên cao như thủy điện suy yếu. Doanh thu tài chính tăng 51% svck đạt 66 tỷ đồng do doanh thu tiền gửi tăng. Chi phí tài chính tăng 13% svck do lãi vay neo cao từ 2022. LN từ công ty liên doanh liên kết giảm 24% svck chủ yếu do danh mục thủy điện giảm, kéo LN ròng Q2/23 giảm 18% svck đạt 489 tỷ đồng. Theo đó, LN ròng 6T23 giảm 4% svck đạt 1.234 tỷ đồng, hoàn thành 54% và cao hơn so với dự phóng của chúng tôi.

**Triển vọng 2023-24: Tiếp tục duy trì hiệu quả kinh doanh tốt trong 2023-24**

Trong 2023, dự kiến doanh thu REE sẽ giảm 11% svck đạt 8.346 tỷ đồng, chủ yếu do hoạt động cơ điện ảm đạm cũng như sự suy yếu của thủy điện. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng điện giảm 8% svck, trong khi doanh thu cơ điện giảm 24% svck do những khó khăn của thị trường BDS nhà ở kéo dài đến sớm nhất nửa sau 2024. LN ròng 2023 dự kiến giảm 11% svck đạt 2.384 tỷ đồng, với điện và cơ điện giảm mạnh nhất 16% svck và 18% svck đạt 1.405 tỷ đồng và 107 tỷ đồng. LN ròng một phần sẽ được bù đắp bởi tăng trưởng mảng nước 8% svck đạt 365 tỷ đồng, hỗ trợ bởi nhu cầu hồi phục tại HCM và giá nước bán lẻ Hà Nội tăng mạnh từ T7/23. LN ròng mảng cho thuê văn phòng duy trì ổn định ở mức 581 tỷ đồng (+0,5%) nhờ mặt bằng giá cho thuê tăng cũng như E.Town 6 đi vào vận hành từ Q4/23.

Đối với năm 2024, dự kiến doanh thu sẽ tăng 11% svck đạt 9.266 tỷ đồng, hỗ trợ bởi sự phục hồi mảng cơ điện và thủy điện, cùng với E.Town 6 là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng. LN ròng dự kiến tăng 24% svck đạt 2.962 tỷ đồng, trong đó, LN ròng mảng điện tăng 17% svck đạt 1.713 tỷ đồng nhờ sự quay trở lại của thủy điện. LN ròng cơ điện lạnh sẽ tăng 18% svck đạt 126 tỷ đồng với kỳ vọng thị trường BDS nóng dần trở lại từ nửa sau 2024. LN ròng mảng cho thuê văn phòng cũng dự kiến tăng 14% svck đạt 664 tỷ đồng khi E.Town 6 hoàn toàn đi vào vận hành.

**Nâng khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 76.000đ/cp**

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ Trung Lập lên Khả Quan với REE, do điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên mức 76.000đ/cp (tăng 15% sv báo cáo trước) theo phương pháp định giá SOTP. Chúng tôi đồng thời nâng dự phóng EPS 2023-24 tăng lần lượt 8%/13% so với dự phóng trước, phản ánh KQKD tốt hơn dự kiến đặc biệt từ mảng thủy điện trong 6T23, cũng đồng thời phản ánh giá nước bán lẻ tăng hỗ trợ kết quả LN mảng mước.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-21A | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần (tỷ) | 5.810 | 9.372 | 8.346 | 9.266 |
| Tăng trưởng DT thuần | 3,0% | 61,3% | (11,0%) | 11,0% |
| Biên lợi nhuận gộp | 39,8% | 46,2% | 45,1% | 45,5% |
| Biên EBITDA | 47,2% | 41,3% | 61,9% | 62,4% |
| LN ròng (tỷ) | 1.855 | 2.693 | 2.384 | 2.962 |
| Tăng trưởng LN ròng | 13,9% | 45,1% | (11,4%) | 24,2% |
| Tăng trưởng LN cốt lõi | | | | |
| EPS cơ bản | 5.983 | 8.684 | 7.690 | 9.554 |
| EPS điều chỉnh | 5.983 | 8.684 | 7.690 | 9.554 |
| BVPS | 42.901 | 50.011 | 55.857 | 63.273 |
| ROAE | 15,0% | 18,7% | 14,5% | 16,0% |

*Nguồn: VNDIRECT RESEARCH*

# Vững vàng trước khó khăn

## Nâng khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 76.000đ/cp

Chúng tôi yêu thích REE do:

- **Sở hữu dòng tiền dồi dào nhờ những mảng kinh doanh đặc thù.** REE luôn duy trì một dòng tiền hoạt động kinh doanh (CFO) mạnh mẽ, hơn 15% trong giai đoạn 2018-22, và đạt mức 45% trong Q2/23, hỗ trợ bởi hệ sinh thái những ngành nghề tiện ích, có đặc thù dòng tiền lớn và ổn định bao gồm điện, nước và cho thuê văn phòng. Với việc đảm bảo được một nguồn tiền dồi dào và luôn sẵn sàng, REE có sự chủ động trong việc quyết định các thương vụ đầu tư tiếp theo. Chúng tôi cho rằng đây là một lợi thế lớn đặc biệt trong bối cảnh vĩ mô khó khăn, và nhiều doanh nghiệp đang đối mặt với vấn đề thanh khoản, REE hoàn toàn có thể tiếp cận những khoản đầu tư với mức giá "hời", chi phí thấp và đem lại lợi nhuận tối ưu hơn.

- **Duy trì kết quả kinh doanh tích cực trong bối cảnh gặp nhiều khó khăn.** Trong 6T23, mặc dù không ghi nhận mức tăng trưởng cao như năm ngoái, tuy nhiên việc EPS chỉ giảm nhẹ 4% svck đã phần nào cho thấy năng lực vận hành tốt của doanh nghiệp, đặc biệt khi danh mục đầu tư lớn nhất của REE – thủy điện chịu tác động tiêu cực bởi thủy văn. Trong khi nhiều nhà máy thủy điện ghi nhận mức EPS giảm mạnh, danh mục thủy điện của REE chỉ giảm 11% svck nhờ một số nhà máy vận hành rất tối ưu có thể kể tên như VSH. Trong khi mảng nước và cho thuê văn phòng vẫn đang đem lại LN cao, chúng tôi cho rằng sự phục hồi của mảng thủy điện và cơ điện lạnh sẽ là động lực cho một năm 2024 tăng trưởng tích cực hơn.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu của REE lên 76.000đ/cp (tăng 15% sv dự phóng trước) theo phương pháp định giá SOTP với dự phóng EPS 2023-24 tăng lần lượt 8%/13% sv dự phóng trước, phản ánh kết quả kinh doanh nhóm điện tích cực hơn. Chúng tôi cho rằng REE là một doanh nghiệp phòng thủ, ít chịu rủi ro thị trường và có tình hình tài chính vững mạnh, do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị từ Trung lập lên Khả quan đối với REE.

**Tiềm năng tăng giá:**

- Hoạt động đầu tư công và thị trường BDS phục hồi sớm hơn dự kiến, hỗ trợ kết quả kinh doanh mảng cơ điện lạnh.
- Có những thông tin về việc REE đang theo đuổi một số thương vụ tòa nhà cho thuê tại khu vực phía Bắc. Chúng tôi cho rằng đây là thông tin tích cực, trong bối cảnh REE đang có nguồn tiền sẵn sàng và tình hình tài chính khỏe mạnh. Hơn nữa, doanh nghiệp có tiềm năng để thương lượng được một mức giá hấp dẫn trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp BDS đang gặp khó khăn tài chính.

**Rủi ro giảm giá:**

- Sản lượng điện tăng trưởng chậm hơn dự kiến và nhóm thủy điện ghi nhận sản lượng thấp trong 2024.
- Nền lãi suất neo cao lâu hơn dự kiến.
- Back-log ký mới mảng cơ điện tăng trưởng chậm hơn dự kiến do những khó khăn thị trường chung và REE có rủi ro không nhận được thầu cơ điện lạnh từ các dự án sân bay.

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

| | Công ty | Giá trị đầu tư tại Q2/23 | Tỷ lệ sở hữu của REE (%) | Phương pháp | Hệ số mục tiêu | Giá trị đầu tư điều chỉnh | Giá trị tăng thêm | Nhận xét |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Điện** | | **Tỷ đồng** | | | **(x)** | **Tỷ đồng** | **Tỷ đồng** | |
| Thủy điện | VSH | 2.631,0 | 52,1% | P/E | 10,0x | 5.447,3 | 2.816,3 | Với những triển vọng khả ảm đạm của thủy điệntrong 2023, chúng tôi cho rằng các công ty thủy điện sẽ giao dịch ở một mức P/E thấp hơn. |
| | TBC | 822,3 | 60,4% | P/E | 8,0x | 1.607,8 | 785,4 | |
| | TMP | 795,1 | 42,6% | P/E | 8,0x | 1.377,2 | 582,2 | Chúng tôi áp P/E 10x cho VSH cao nhất danh mục nhờ sở hữu nhà máy hiệu suất cao và giá bán dự kiến tăng. |
| | CHP | 728,9 | 24,2% | P/E | 8,0x | 600,2 | (128,7) | |
| | SBH | 623,1 | 25,8% | P/E | 7,0x | 777,5 | 154,4 | Chúng tôi áp P/E 8x cho TBC nhờ triển vọng dự án mới và cho TMP, CHP do sở hữu dự án điện mặt trời. |
| | ISH | 209,0 | 34,3% | P/E | 7,0x | 167,9 | (41,1) | |
| | BDH | 140,9 | 25,5% | P/E | 7,0x | 311,3 | 170,4 | Chúng tôi áp P/E 7x cho các dự án thủy điện còn lại, dự kiến sẽ ghi nhận mức giảm sản lượng mạnh trong 2023. |
| | SHP | 236,8 | 11,1% | P/E | 7,0x | 295,1 | 58,2 | |
| Điện than | PPC | 1.225,0 | 24,1% | P/E | 15,0x | 1.777,2 | 552,2 | Chúng tôi áp mức P/E thấp hơn 15x cho PPC phản ánh sản lượng thấp với nhiều sai phạm môi trường trong 2023. Chúng tôi áp mức P/E thấp hơn 9x cho NBP, nhà máy sử dụng than nhập và đang được huy động ở mức thấp. |
| | NBP | 78,1 | 29,4% | P/E | 9,0x | 50,8 | (27,3) | |
| | QTP | 49,3 | 1,0% | P/E | 13,0x | 85,7 | 36,4 | |
| Điện NLTT | REESE | 828,2 | 100,0% | P/B | 2,0x | 1.656,3 | 828,2 | Chúng tôi áp P/B 2x cho các dự án NLTT của REE, cho tôi cho rằng các dự án được hưởng FIT sẽ hấp dẫn trong bối cảnh các dự án mới có giá bán điện thấp hơn |
| | TBW | 1.572,4 | 50,0% | P/B | 2,0x | 3.144,8 | 1.572,4 | |
| | REE Trà Vinh | 977,9 | 100,0% | P/B | 2,0x | 1.955,9 | 977,9 | |
| Bán lẻ điện | DTV | 56,3 | 66,3% | P/E | 7,6x | 126,5 | 70,2 | |
| | **Tổng** | **10.974,4** | | | | **19.381,6** | **8.407,2** | |
| **Nước** | | | | | | | | |
| Công ty xử lý nước sạch | BOO | 321,7 | 42,1% | P/E | 10,0x | 773,1 | 451,4 | Chúng tôi áp dụng P/E 10x cho các nhà máy xử lý nước ở TPHCM với công suất tương đương và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận thấp khi đã gần đạt tối đa công suất. |
| | SWIC | 445,1 | 40,0% | P/E | 10,0x | 882,1 | 437,0 | |
| | THW | 137,3 | 32,0% | P/E | 10,0x | 588,0 | 450,8 | Chúc tôi áp dụng mức P/E hiện tại 17x cho VCW tại Hà Nội với triển vọng tăng giá nước tại khu vực này. |
| | VCW | 905,8 | 36,0% | P/E | 17,0x | 1.437,3 | 531,5 | |
| Công ty phân phối nước sạch | TDW | 106,3 | 44,2% | P/E | 10,0x | 195,2 | 88,9 | Chúng tôi áp dụng mức P/E 10x phản ánh mức tăng trưởng nhẹ nhờ nhu cầu phục hồi tại khu vực tp HCM. |
| | GDW | 38,9 | 20,1% | P/E | 10,0x | 43,4 | 4,6 | |
| | NBW | 45,9 | 20,0% | P/E | 13,0x | 55,1 | 9,2 | Chúng tôi áp dụng một mức P/E cao hơn 15x cho KHW với kỳ vọng sản lượng phục hồi tốt hơn tại các khu du lịch. |
| | KHW | 268,1 | 43,9% | P/E | 15,0x | 262,1 | (6,0) | |
| Tư vấn | TK+ | 16,8 | 65,0% | BV | - | 16,8 | - | |
| | **Tổng** | **2.285,8** | | | | **4.253,0** | **1.967,2** | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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

| | Điện | | | Nước | | | Điện + Nước | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Tỷ đồng** | **Giá trị sổ sách 2Q23** | **Giá trị tăng thêm** | **Giá trị điều chỉnh** | **Giá trị sổ sách 2Q23** | **Giá trị tăng thêm** | **Giá trị điều chỉnh** | **Giá trị sổ sách 2Q23** | **Giá trị tăng thêm** | **Giá trị điều chỉnh** |
| Tổng giá trị danh mục đầu tư | 10.974 | 8.407 | 19.382 | 2.286 | 1.967 | 4.253 | 13.260 | 10.374 | 23.635 |
| (+) Tiền và các tài sản khác (loại bỏ yếu tố hợp nhất) | | | 2.465 | | | 215 | | | 2.680 |
| (-) Nợ vay (loại bỏ yếu tố hợp nhất) | | | 1.690 | | | 27 | | | 1.717 |
| **Giá trị doanh nghiệp** | | | **20.157** | | | **4.441** | | | **24.598** |
| **Giá trị doanh nghiệp chiết khấu 15%** | | | **17.133** | | | **3.775** | | | **20.908** |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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

**Bất động sản (pp thu nhập)**

| NOI (tỷ đồng) | Tỷ lệ vốn hóa (%) | Giá trị bất động sản |
|---|---|---|
| 599,52 | 8,50% | 9.146,37 |
| (+) Tiền và tương đương tiền | | 1.059,68 |
| (-) Nợ vay | | 911,63 |
| **Giá trị doanh nghiệp** | | **9.294,42** |

**Cơ điện lạnh (P/E)**

| LN ròng 2022 (tỷ đồng) | Hệ số mục tiêu | Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng) |
|---|---|---|
| 107,69 | 10,00 | 1.076,94 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: Phương pháp định giá SOTP**

| Định giá từng phần | Phương pháp | Giá trị doanh nghiệp |
|---|---|---|
| Mảng kinh doanh | | Tỷ đồng |
| Cơ điện lạnh | P/E | 1.077 |
| Bất động sản | PP thu nhập | 9.294 |
| Điện | RNAV | 17.133 |
| Nước | RNAV | 3.775 |
| Giá trị đầu tư VIB | Giá trị sổ sách | 696 |
| **(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (loại trừ yếu tố hợp nhất)** | | **712** |
| Giá trị doanh nghiệp | | 30.568 |
| **Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)** | | **409** |
| Giá trị mỗi cổ phiếu (đ/cp) | | 76.495 |
| **Giá trị cổ phiếu làm tròn (đ/cp)** | | **76.000** |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: So sánh doanh nghiệp cùng ngành**

| Tên công ty | Mã CK | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hóa | P/E (lần) | | P/B (lần) | | EV/EBITDA (lần) | | ROE (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Bloomberg | Nội tệ | Nội tệ | | Tr USD | Trượt 12T | 2023 | Hiện tại | 2023 | Trượt 12T | 2023 | Trượt 12T | 2023 |
| **Cơ điện lạnh** | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Điện cơ Hải Phòng | DHP VN | 12.200 | NA | KKN | 4,9 | 9,8 | NA | 0,7 | NA | 6,2 | NA | 7,1 | NA |
| Sunway Construction Group Bhd | SCGB MK | 1,8 | NA | KKN | 499,1 | 12,0 | 15,5 | 3,0 | 2,9 | 12,8 | 11,4 | 17,1 | 19,3 |
| **Trung bình** | | | | | | **10,9** | **15,5** | **1,9** | **2,9** | **9,5** | **11,4** | **12,1** | **19,3** |
| **Ngành điện** | | | | | | | | | | | | | |
| PVPower | POW VN | 13.000 | 17.800 | Khả quan | 1.278,8 | 19,3 | 15,6 | 1,0 | 0,9 | 6,6 | 5,3 | 5,2 | 7,0 |
| CTCP Thủy điện Miền Trung | CHP VN | 23.500 | NA | KKN | 144,7 | 8,1 | NA | 1,9 | NA | 5,3 | NA | 22,7 | NA |
| CTCP Điện Gia Lai | GEG VN | 13.900 | NA | KKN | 199,2 | 16,4 | 31,6 | 1,3 | 1,2 | 11,1 | 11,5 | 5,2 | 3,9 |
| CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh | VSH VN | 45.500 | NA | KKN | 449,5 | 8,0 | NA | 2,1 | NA | 5,5 | NA | 28,3 | NA |
| **Trung bình** | | | | | | **13,0** | **23,6** | **1,6** | **1,0** | **7,1** | **8,4** | **15,4** | **5,5** |
| **Ngành nước** | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Nước - Môi trường Bình Dương | BWE VN | 45.500 | NA | KKN | 372,0 | 14,9 | 13,6 | 2,0 | NA | 9,5 | NA | 13,8 | 16,4 |
| CTCP Nước Thủ Dầu Một | TDM VN | 39.950 | NA | KKN | 167,8 | 13,9 | 9,7 | 1,9 | NA | 10,8 | NA | 14,4 | 21,1 |
| CTCP Cấp nước Gia Định | GDW VN | 30.700 | NA | KKN | 12,4 | 6,7 | NA | 1,5 | NA | 2,6 | NA | 24,5 | NA |
| CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà | VCW VN | 32.000 | NA | KKN | 100,8 | 11,9 | NA | 1,8 | NA | 9,9 | NA | 14,9 | NA |
| **Trung bình** | | | | | | **11,9** | **11,6** | **1,8** | **NA** | **8,2** | **NA** | **16,9** | **18,7** |
| **Doanh nghiệp đa ngành** | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Tập Đoàn PC1 | PC1 VN | 25.000 | 33.600 | Khả quan | 284,0 | 27,0 | 12,8 | 1,3 | 1,1 | 9,4 | 7,7 | 5,1 | 9,8 |
| CTCP Tập đoàn Bamboo Capital | BCG VN | 10.200 | 12.100 | KKN | 228,6 | NA | NA | 0,8 | NA | 24,8 | NA | -0,6 | NA |
| CTCP Tập đoàn Hà Đô | HDG VN | 28.950 | 40.200 | Khả quan | 371,8 | 10,8 | 8,9 | 1,6 | 1,4 | 6,7 | NA | 15,7 | 16,3 |
| **Trung bình** | | | | | | **15,7** | **10,6** | **1,3** | **1,3** | **12,1** | **7,8** | **9,3** | **13,6** |
| **CTCP Cơ Điện Lạnh** | **REE VN** | **61.000** | **76.000** | **Trung lập** | **1.047,2** | **9,5** | **10,1** | **1,5** | **1,4** | **7,4** | **7,9** | **17,2** | **14,5** |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg – dự liệu tại ngày 21/08/2023

## KQKD 6T23: Thủy điện suy yếu, kéo LN ròng giảm sút

**Hình 6: Tóm tắt KQKD REE 6T23**

| Tỷ đồng | Q2/23 | Q2/22 | %svck | 6T23 | 6T22 | %svck | Sv dự phóng VND | Nhận xét |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Doanh thu thuần** | **2.176** | **2.025** | **7%** | **4.548** | **4.070** | **12%** | **54%** | **Doanh thu Q2/23 tăng 7% svck, hỗ trợ bởi doanh thu cơ điện tích cực, chiếm 29% tổng doanh thu toàn công ty, bù đắp mức giảm doanh thu nhóm điện, nước.** |
| Cơ điện lạnh | 882 | 626 | 41% | 1.313 | 895 | 47% | 50% | Doanh thu cơ điện lạnh tăng 41% svck trong Q2/23, nhờ ghi nhận doanh thu từ các dự án cơ điện và xây lắp điện mặt trời áp mái, bù đắp mức giảm doanh thu bán điều hòa. |
| Điện | 1.166 | 1.179 | -1% | 2.669 | 2.613 | 2% | 60% | Doanh thu điện gió cải thiện trong Q2/23 nhờ mùa gió tốt hơn, doanh thu điện mặt trời cũng tăng trưởng do công ty đưa vào hoạt động 24MW điện áp mái. Tuy nhiên, doanh thu mảng thủy điện lại ghi nhận giảm do thủy văn kém thuận lợi, kéo doanh thu toàn mảng trong Q2/23 giảm 1% svck. |
| Nước | 20 | 45 | -54% | 27 | 51 | -47% | 17% | |
| Bất động sản | 311 | 298 | 4% | 534 | 510 | 5% | 48% | Doanh thu mảng cho thuê văn phòng tăng 4% svck trong Q2/23 mặc dù tỉ lệ lấp đầy giảm 1,6 điểm %, chủ yếu do giá nhà cho thuê điều chỉnh tăng. |
| Giá vốn hàng bán | 1.295 | 1.127 | 15% | 2.409 | 2.046 | 18% | | |
| **LN gộp** | **880** | **896** | **-2%** | **2.134** | **2.310** | **-8%** | **64%** | **LN gộp Q2/23 giảm 2% svck mặc dù doanh thu tăng, chủ yếu do biên LN gộp thu hẹp từ kết quả kém tích cực mảng thủy điện và cơ điện.** |
| *Biên LN gộp (%)* | *40%* | *44%* | *-4 điểm%* | *47%* | *57%* | *-10 điểm%* | | |
| Chi phí bán hàng & QLDI | 171 | 106 | 61% | 292 | 210 | 39% | 49% | |
| Doanh thu tài chính | 66 | 44 | 51% | 124 | 82 | 52% | 98% | Doanh thu tài chính tăng 51% svck do lãi tiền gửi tăng mạnh. |
| Chi phí tài chính | 255 | 225 | 13% | 511 | 443 | 15% | 57% | Chi phí tài chính tăng 13% svck do nền lãi suất neo cao. |
| Lãi/lỗ từ LDLK | 173 | 229 | -24% | 382 | 406 | -6% | 42% | Lãi LDLK giảm 24% svck do danh mục đầu tư lớn nhất - thủy điện ghi nhận mức LN giảm. |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 134 | 158 | -15% | 444 | 420 | 6% | 80% | |
| **LN ròng** | **489** | **597** | **-18%** | **1.234** | **1.290** | **-4%** | **54%** | **Theo đó, LN ròng Q2/23 giảm 18% svck đạt 489 tỷ đồng, kéo LN ròng 6T23 giảm 4% svck đạt 1.234 tỷ đồng, hoàn thành 54% dự phóng của chúng tôi.** |
| Cơ điện lạnh | 11 | 35 | -70% | 27 | 48 | -44% | | LN ròng mảng cơ điện giảm 70% trong Q2/23 mặc dù doanh thu tăng, chủ yếu do doanh nghiệp trích lập dự phòng nợ phải thu trong bối cảnh thị trường BDS khó khăn. |
| Điện | 240 | 335 | -28% | 736 | 806 | -9% | | LN ròng mảng điện giảm 28% svck chủ yếu do thủy điện suy yếu. |
| Nước | 76 | 80 | -6% | 185 | 161 | 15% | | LN ròng mảng nước giảm nhẹ 6% svck, tuy nhiên LN ròng 6T23 tăng 15% svck do nhu cầu phục hồi tại các khu vực địa bàn TPHCM |
| Bất động sản | 149 | 150 | -1% | 278 | 285 | -2% | | Tỉ lệ lấp đầy giảm làm giảm LN ròng Q2/23 mảng cho thuê văn phòng đi 1% svck. |
| **EPS (đ/cp)** | **1.197** | **1.460** | **-18%** | **3.021** | **3.157** | **-4%** | | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

## Triển vọng 2023-24: Duy trì hiệu quả kinh doanh tốt trong 2023-24

### Mảng điện: Sản lượng thủy điện giảm sút trong 2023 sau đó phục hồi tích cực hơn từ 2024 ►

Cho 2023, chúng tôi kỳ vọng danh mục thủy điện của REE – danh mục có giá trị đầu tư lớn nhất hệ sinh thái sẽ suy yếu trong bối cảnh thủy văn kém thuận lợi. Theo IRI, dự kiến hiện tượng thời tiết ENSO đã chính thức chuyển sang pha El Nino từ T5/23. El Nino dự kiến mang đến khí hậu khô hạn cũng như nền nhiệt cao hơn tại khu vực Việt Nam. Do đó, chúng tôi dự kiến sản lượng thủy điện sẽ giảm từ mức nền cao 2022, kéo kết quả kinh doanh của nhóm ngành này. Chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện 2023 giảm 25% svck. Tuy nhiên, VSH với nhà máy Thượng Kom Tum đã ghi nhận hiệu quả hoạt động ấn tượng trong 6T23, hỗ trợ ngăn cản đà giảm LN của nhóm thủy điện. Chúng tôi cho rằng VSH sẽ tiếp tục duy trì được kết quả kinh doanh tốt hơn so với trung bình ngành trong những tháng còn lại của năm nhờ tình hình thủy văn thuận lợi hơn tại khu vực

Tây nguyên. Chúng tôi dự kiến doanh thu và LN ròng của REE trong 2023 sẽ giảm 15% svck và 29% svck đạt 3.313 tỷ đồng và 1.163 tỷ đồng, cao hơn so với dự phóng đầu năm.

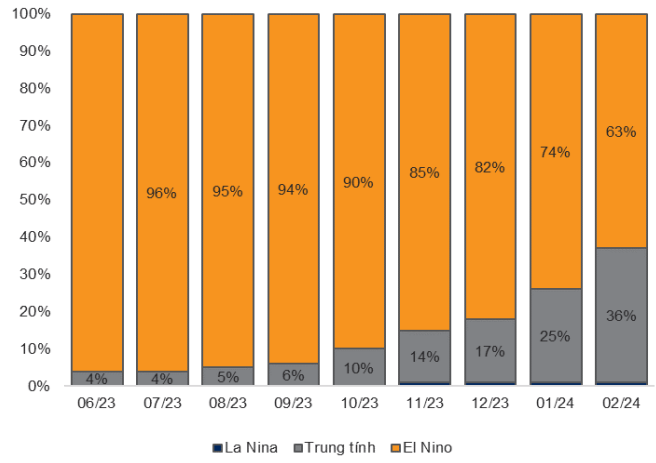
Cho 2024, do pha El Nino thông thường sẽ kéo dài từ 8-12 tháng, chúng tôi kỳ vọng một mức phục hồi sản lượng khoảng 17% svck từ nền thấp 2023. Doanh thu và LN ròng theo đó tăng tương ứng 6% svck và 17% svck đạt 3.512 tỷ đồng và 1.360 tỷ đồng.

**Hình 7: Theo EVN, mực nước thượng nguồn các sông, hồ thủy điện trên toàn quốc ghi nhận mức giảm mạnh svck, một số doanh nghiệp thuộc danh mục đầu tư của REE cũng nằm trong diện chị ảnh hưởng nặng nề (Đơn vị: % svck)**

| | Tây Bắc Bộ | | | | | Bắc Trung Bộ | | | Nam Trung Bộ | | | | | Tây Nguyên | | | | | | | | | Đông Nam Bộ | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Sơn La | Hòa Bình | Thác Bà | Bản Chát | Lai Châu | Bản Vẽ | Quảng Trị | Trung Sơn | Vĩnh Sơn A | A Vương | Sông Tranh 2 | Sông Hinh | Sông Bung 2 | Buôn Tua Srah | Srêpốk 3 | An Khê | Pleik rông | Ialy | Đơn Dương | Đồng Nai 3 | Sê San 4 | Hàm Thuận | Trị An | Thác Mơ |
| 01/23 | -2,0% | 5,0% | 3,0% | -0,8% | -3,7% | -0,3% | -0,1% | -1,1% | -0,03% | 0,1% | 0,2% | 0,00% | -0,2% | 0,0% | -0,2% | -0,02% | -0,1% | -0,4% | 0,1% | -0,2% | -0,3% | -0,8% | -4,5% | -0,4% |
| 02/23 | -2,6% | 5,2% | 0,7% | -1,4% | -4,7% | -1,9% | 0,0% | -4,3% | -0,04% | 0,1% | 0,5% | 0,01% | -0,3% | 0,0% | -0,4% | -0,04% | -0,3% | -0,5% | 0,2% | -0,3% | 0,1% | -0,7% | -5,6% | -0,5% |
| 03/23 | -2,9% | 1,6% | -1,5% | -2,6% | -2,8% | -3,7% | 0,1% | -5,3% | -0,03% | -0,1% | 0,6% | -0,04% | -0,1% | -0,1% | -0,5% | 0,01% | -0,6% | -0,5% | 0,2% | -0,3% | -0,5% | -0,6% | -7,2% | -0,6% |
| 04/23 | -6,3% | 3,8% | -3,0% | -4,6% | -4,6% | -4,6% | -0,3% | -2,5% | -0,04% | -2,3% | -2,3% | -0,8% | -0,2% | -0,8% | -0,4% | -0,1% | -1,5% | -0,4% | 0,0% | -0,7% | -1,0% | -0,8% | -11,5% | -1,0% |
| 05/23 | -12,8% | 4,0% | -7,8% | -5,7% | -3,5% | -6,9% | -0,6% | -4,0% | -0,04% | -2,9% | -4,3% | -1,5% | -0,4% | -0,8% | -0,4% | 0,02% | -1,4% | -1,2% | -0,2% | -1,3% | -0,6% | -0,9% | -9,0% | -2,6% |
| 06/23 | -11,9% | -2,5% | -11,5% | -6,9% | -5,4% | -9,8% | -0,9% | -2,9% | -33,4% | -2,2% | -5,2% | -2,0% | -1,4% | -0,4% | -0,6% | -33,3% | -0,4% | -0,4% | -0,5% | -1,1% | -33,4% | -0,9% | -0,6% | -2,9% |
| 07/23 | -3,6% | -5,8% | -9,7% | -5,2% | 1,0% | -8,2% | -1,2% | -0,1% | -33,6% | -2,7% | -1,8% | -2,4% | -2,0% | 0,2% | -0,3% | -0,1% | 0,3% | 0,3% | -0,6% | -0,5% | -66,3% | -0,5% | 3,5% | -2,9% |

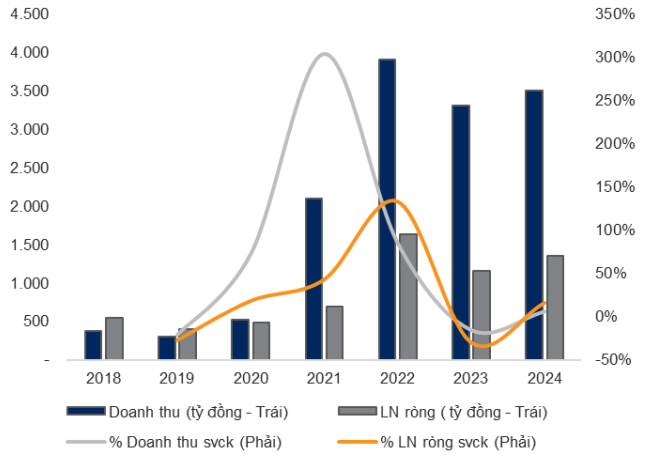
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EVN

**Hình 8: Pha La Nina chính thức kết thúc từ T2/23, trong khi pha El Nino đã bắt đầu bước vào chu kỳ từ T5/23**




Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Doanh thu và LN ròng mảng thủy điện dự kiến giảm trong 2023 do thủy văn không thuận lợi, sau đó phục hồi nhẹ từ 2024**



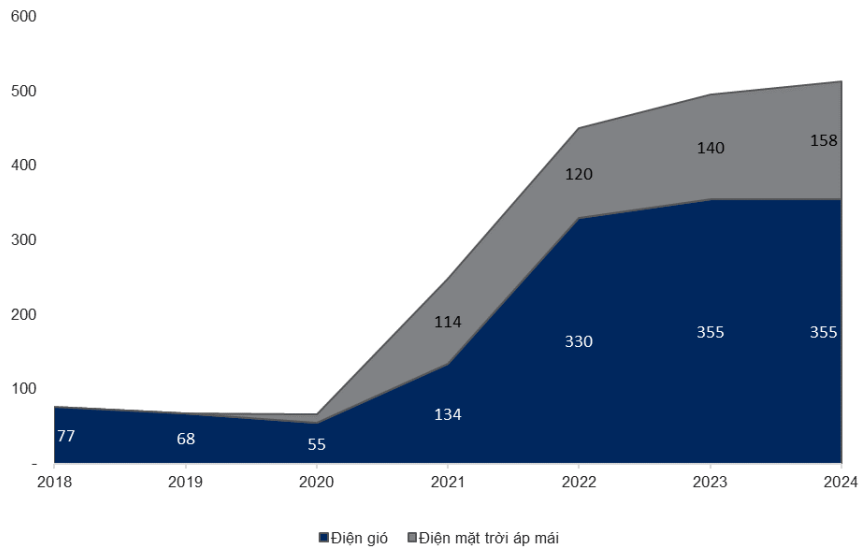

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

## Phát triển NLTT chậm lại do những vướng mắc về chính sách

Sau giai đoạn phát triển công suất NLTT mạnh mẽ từ 2020-21, giai đoạn phát triển tiếp theo của nguồn điện này đang chững lại trong bối cảnh chưa có chính sách giá mới. Tuy rằng đã có những tín hiệu từ chính phủ, khẩn trương hoàn thiện và xây dựng chính sách giá cho NLTT, hiện tại chúng ta vẫn chưa có thông tin về thời điểm cụ thể để chính sách được ban hành, và chúng tôi cho rằng việc mở rộng công suất các nguồn điện NLTT sẽ chậm lại trong thời gian tới. Về sản lượng, chúng tôi dự kiến sản lượng điện gió sẽ cải thiện ổn định 7% svck đạt 355tr kWh trong 2023-24. Sản lượng điện mặt trời áp mái sẽ cải thiện 17% svck trong 2023 và 13% svck trong 2024 nhờ 20MWp điện mặt trời áp mái mới được lắp đặt. Theo đó, dự kiến doanh thu mảng NLTT sẽ tăng 10% svck và 4% svck đạt 1.013 tỷ đồng và 1.058 tỷ đồng trong 2023-24. LN ròng cũng tăng trưởng 6% svck và 25% svck đạt 142 tỷ đồng và 178 tỷ đồng trong cùng giai đoạn.

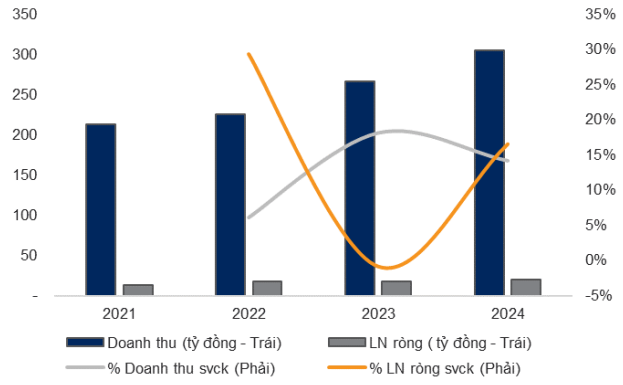
Về trung hạn, khi những nút thắt chính sách được cởi bỏ, chúng tôi cho rằng điện gió và điện mặt trời áp mái sẽ bùng nổ theo những định hướng rất rõ ràng từ chính phủ tập trung vào hai nguồn điện này. Chúng tôi cho rằng REE đang có rất nhiều lợi thế từ xu hướng này nhờ kinh nghiệm dày dặn của mình trong những lĩnh vực này.

**Hình 10: Sản lượng điện gió và điện mặt trời sẽ ổn định trong giai đoạn 2023-24 do không có kế hoạch tăng trưởng công suất đáng kể (Đơn vị: triệu kWh)**



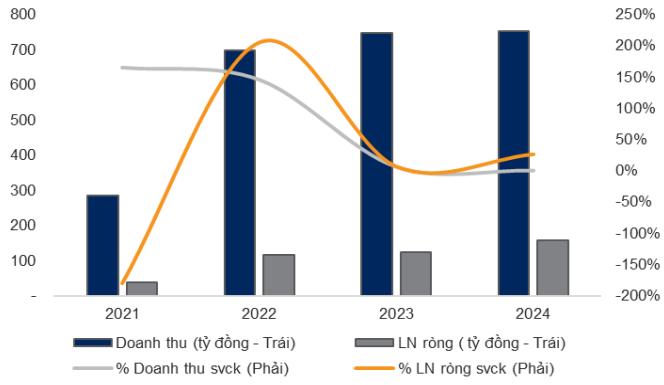

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 11: Doanh thu và LN ròng điện mặt trời trong 2023-24**




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 12: Doanh thu và LN ròng điện gió trong 2023-24**



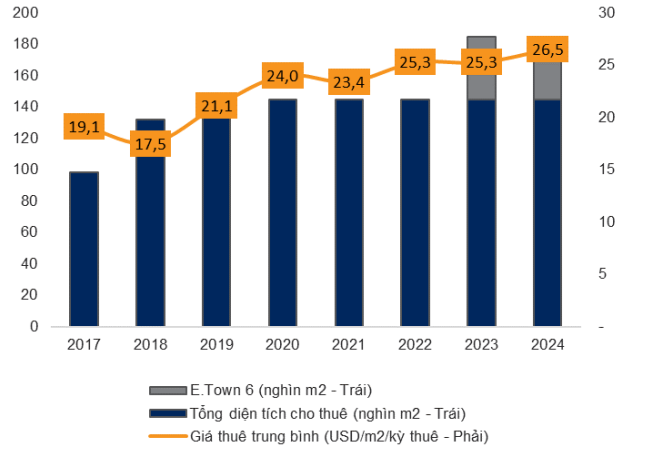

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

## Bất động sản: Động lực tăng trưởng đến từ E.Town 6 ►

Trong 6T23, nhu cầu cho thuê các tòa nhà văn phòng có xu hướng giảm nhẹ trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp thay đổi chiến lược kinh doanh cũng như cắt giảm chi phí, trong đó, nhiều tòa nhà văn phòng của REE ghi nhận tỉ lệ lấp đầy giảm trung bình 1,6 điểm % svck đạt 96%. Cũng trong Q2/23, giá cho thuê cũng giảm nhẹ 0,6% sv quý trước, tuy nhiên, nếu so với cùng kỳ năm ngoái, đây vẫn là mức cao hơn 12% svck. Theo đó, doanh thu tăng nhẹ 5% svck do ảnh hưởng hai chiều nêu trên. Chúng tôi nhận thấy xu hướng chuyển đổi từ phân khúc cho thuê cao cấp sang phân khúc thấp hơn của các doanh nghiệp để cắt giảm chi phí cũng như những dấu hiệu của kinh tế toàn quốc phục hồi vẫn sẽ củng cố triển vọng của mảng kinh doanh này. Bên cạnh đó, dự kiến E.Town 6, tòa nhà

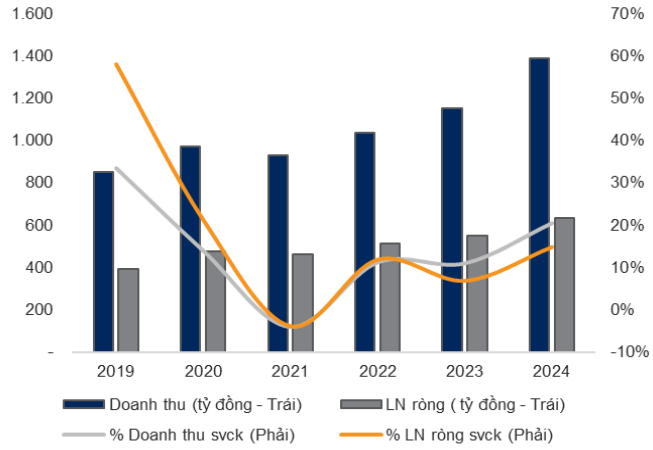
cho thuê hạng B mới của REE dự kiến sẽ hoàn thành vào Q4/23, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu 2024. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng của mảng sẽ tăng 11% svck và 7% svck trong 2023, sau đó tiếp tục tăng trưởng 21% svck và 15% svck trong 2024.

**Hình 13: E.Town 6 dự kiến hoàn thành vào Q4/23, hỗ trợ tăng diện tích cho thuê cũng như giá thuê nhà của REE trong 2023-24**




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 14: Doanh thu và LN ròng của mảng cho thuê văn phòng trong 2023-24**

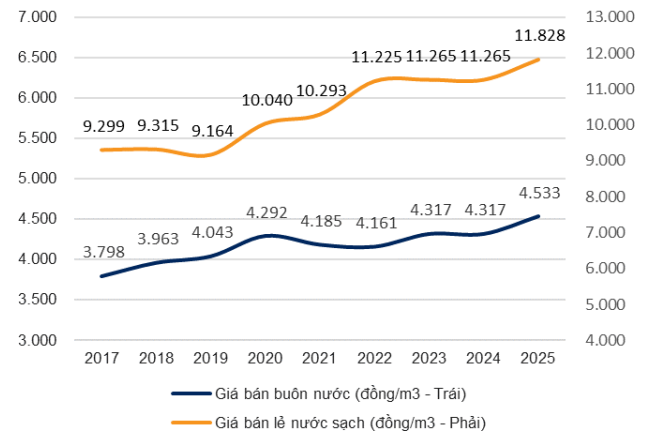



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Mảng nước: Duy trì kết quả lợi nhuận ổn định trong 2023-24 ►**

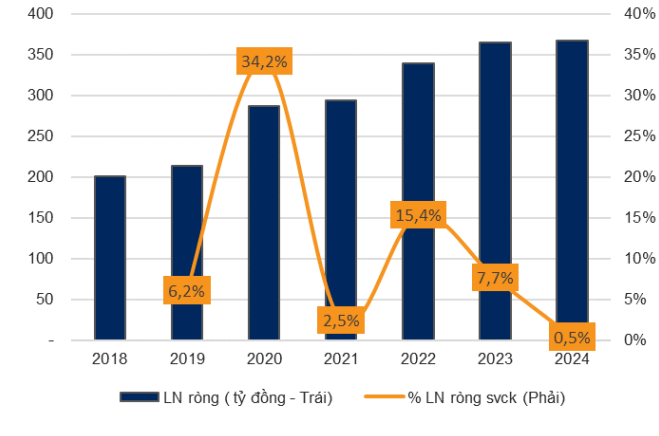
Tính đến Q2/23, REE duy trì danh mục đầu tư mảng nước với 8 công ty LDLK, hoạt động trong lĩnh vực xử lý và cung cấp nước sạch. Bên cạnh đó, REE cũng đã đầu tư vào một công ty con – TKPLUS (TK+) hoạt động trong lĩnh vực tư vấn thiết kế nhà máy xử lý nước. Trong 6T23, nhu cầu nước sạch cải thiện tại khu vực địa bàn TP.HCM mang đến kết quả kinh doanh khả quan cho REE. Ngoài ra, giá bán lẻ nước sạch tại khu vực Hà Nội đã chính thức tăng ~25% kể từ ngày 01/07/2023. Chúng tôi cho rằng đây là sẽ động lực tăng trưởng cho các công ty liên kết ngành nước của REE tại Hà Nội như VCW trong nửa cuối năm 2023 và 2024. Đối với các khoản đầu tư còn lại, chúng tôi kỳ vọng mức lợi nhuận ổn định trong giai đoạn 2023-24. Chúng tôi dự phóng LN ròng mảng nước 2023 sẽ cải thiện nhẹ 8% svck đạt 365 tỷ đồng và ổn định ở mức 367 tỷ đồng trong 2024.

**Hình 15: Giá nước dự kiến tăng trong 2023-24 chủ yếu do giá nước sạch khu vực Hà Nội tăng**




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 16: LN ròng mảng nước trong 2023-24**



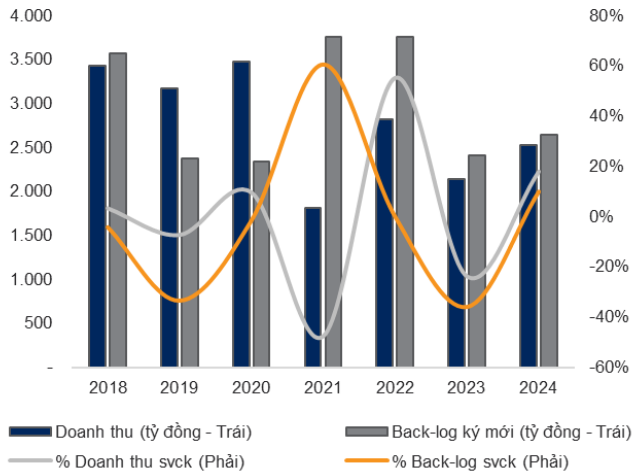

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Mảng cơ điện lạnh: Duy trì triển vọng kém tích cực trong bối cảnh thị trường BDS vẫn gặp nhiều khó khăn ►**

Trong 2023, chúng tôi cho rằng tình hình ảm đạm của thị trường BDS sẽ tiếp diễn, ảnh hưởng đến doanh thu mảng cơ điện lạnh. Do đó, dự kiến doanh thu 2023 sẽ giảm 24% svck đạt 2.143 tỷ đồng với backlog ký mới cũng giảm 36% svck. Chúng tôi cho rằng đây là mức dự phóng hợp lý, phản ánh đúng tình hình của thị trường, và thấp hơn nhiều so với mức trước dịch giai đoạn 2017-30 trung bình khoảng 3.000 tỷ doanh thu 1 năm. Theo đó, dự kiến LN ròng cũng giảm 17% svck đạt 107 tỷ trong bối cảnh môi trường lãi suất vẫn neo cao.

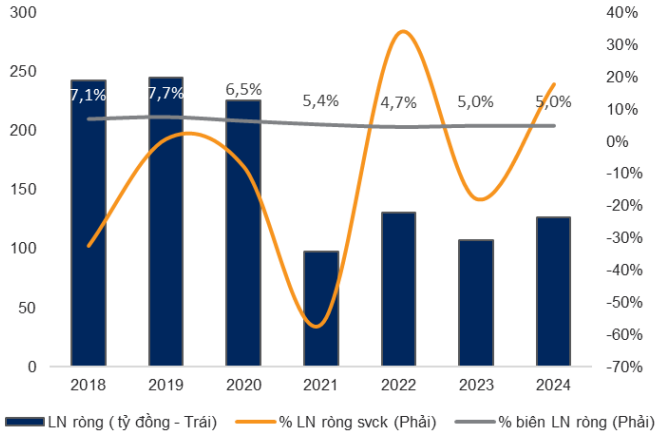
Trong 2024, chúng tôi nhận thấy tình hình thị trường bất động sản sẽ dần được cải thiện, hỗ trợ hoạt động thầu cơ điện lạnh sôi động hơn từ nửa cuối 2024. Đối với các Âgói thầu EPC các dự án sân bay lớn như sân bay quốc tế Long Thành hay nhà ga T3 Tân Sơn Nhất, hiện tại REE đang không có mặt ở các liên danh gói thầu lớn nhất. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vẫn có khả năng để REE trúng được các gói thầu phụ mảng cơ điện với chuyên môn cao và kinh nghiệm dày dặn trong thi công cơ điện các dự án sân bay. Tuy nhiên, điểm rơi doanh thu sẽ trong dài hạn do chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng cơ điện các dự án này chỉ có thể bắt đầu triển khai vào sớm nhất Q4/24. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và back-log ký mới sẽ cải thiện 18% svck và 10% svck đạt 2.525 tỷ đồng và 2.645 tỷ đồng. LN ròng 2024 sẽ tăng 17% svck đạt 126 tỷ đồng.

**Hình 17: Back-log và doanh thu sẽ dần phục hồi từ 2023, có nhiều dư địa để mảng cơ điện quay trở lại quy mô doanh thu như 2018-20**



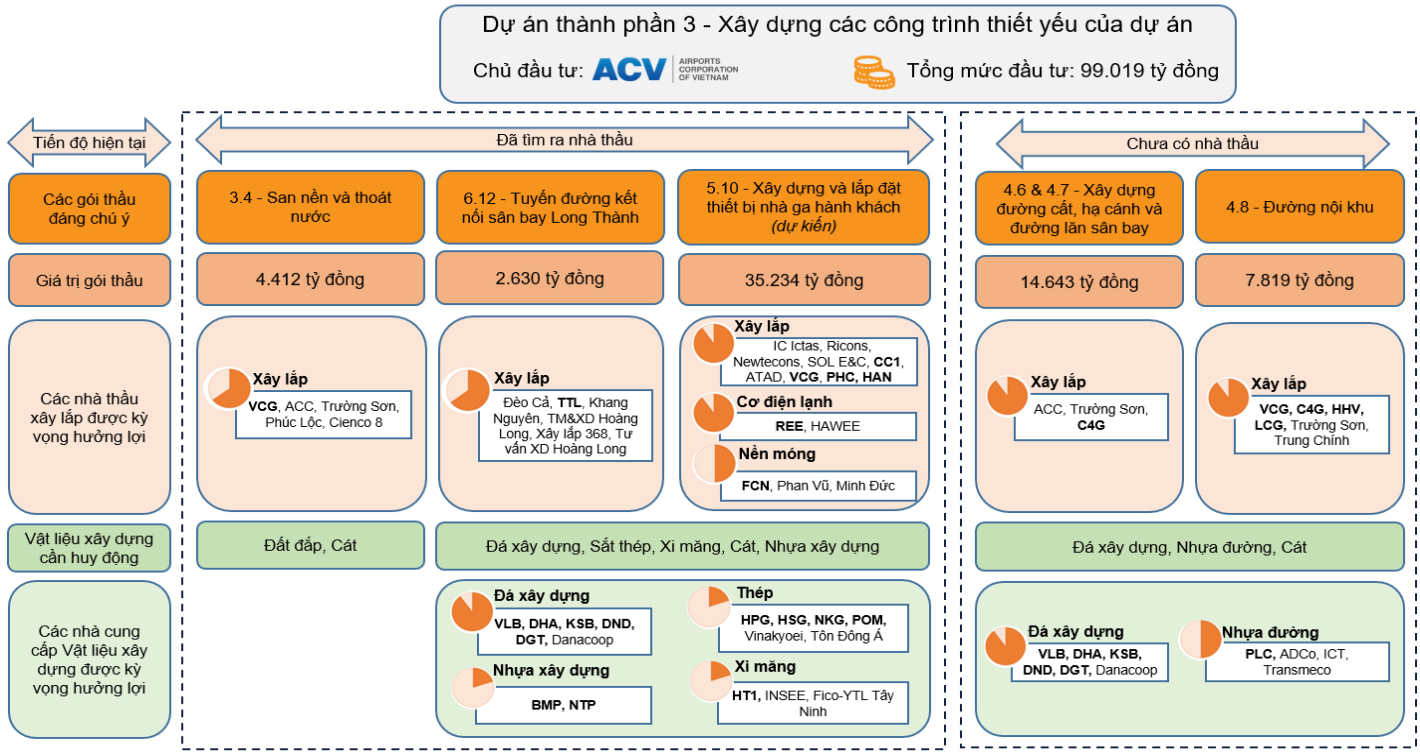

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 18: LN ròng mảng cơ điện lạnh dự kiến dần phục hồi từ năm 2023-24**




Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 19: Các doanh nghiệp kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ dự án thành phần 3 của Sân bay Long Thành**




Ghi chú: hưởng lợi lớn; hưởng lợi hạn chế: đánh giá dựa trên so sánh quy mô gói thầu với quy mô toàn ngành

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

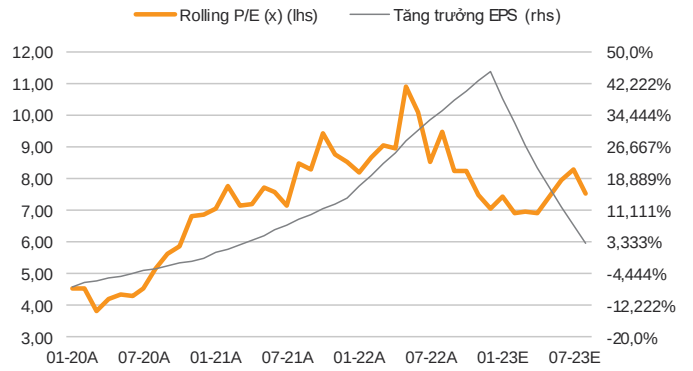
## Điều chỉnh dự phóng 2023-24

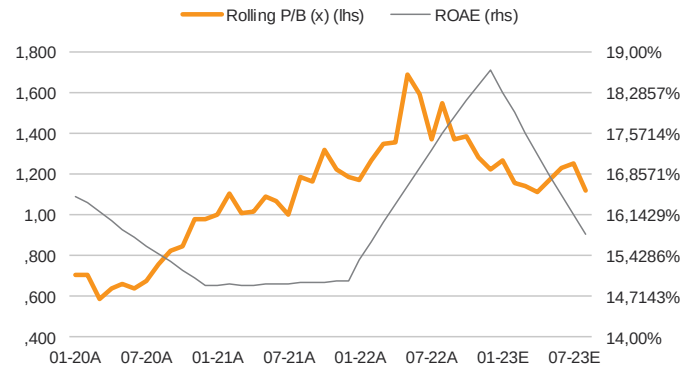
**Hình 20: Điều chỉnh dự phóng KQKD REE 2023-24**

| | 2022 | 2023 | | | 2024 | | | Nhận xét |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Tỷ đồng** | | **DP cũ** | **DP mới** | **%Δ** | **DP cũ** | **DP mới** | **%Δ** | |
| **Doanh thu** | **9.433,3** | **8.366,3** | **8.352,2** | **-0,2%** | **9.757,6** | **9.273,7** | **-5,0%** | **Điều chỉnh giảm doanh thu 2023-24 đi 0,2%/5% do giảm dự phóng doanh thu mảng nước và cơ điện lạnh, trong khi tăng dự phóng doanh thu mảng điện và BDS.** |
| Điện | 5.426,4 | 4.447,4 | 4.980,4 | 12,0% | 4.679,5 | 5.279,1 | 12,8% | Điều chỉnh tăng doanh thu điện 12%/12,8% phản ánh sản lượng thủy điện tích cực hơn đặc biệt từ những nhà máy lớn như VSH. |
| Nước | 154,0 | 163,2 | 77,0 | -52,8% | 173,0 | 81,6 | -52,8% | Điều chỉnh giảm doanh thu mảng nước tương ứng với kết quả của TKPLUS trong 6T23. |
| Bất động sản | 1.036,9 | 1.110,8 | 1.151,3 | 3,7% | 1.352,5 | 1.387,7 | 2,6% | |
| Cơ điện lạnh | 2.816,0 | 2.644,9 | 2.143,5 | -19,0% | 3.552,6 | 2.525,3 | -28,9% | Điều chỉnh giảm doanh thu cơ điện 2023-24 đi 19%/29% phản ánh khó khăn của thị trường BDS kéo dài, ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động cơ điện lạnh của REE. |
| Giá vốn hàng bán | 5.171,3 | 5.018,2 | 4.578,4 | -8,8% | 5.930,2 | 5.048,9 | -14,9% | |
| **LN gộp** | **4.262,0** | **3.348,2** | **3.773,8** | **12,7%** | **3.827,4** | **4.224,8** | **10,4%** | **Điều chỉnh tăng LN gộp 2023-24 13%/10% do nâng triển vọng các nhóm ngành biên cao như điện và cho thuê văn phòng** |
| *Biên LN gộp (%)* | 46,17% | 39,95% | 45,11% | | 39,16% | 45,48% | | |
| Chi phí bán hàng & QLDN | (666,5) | (598,5) | (596,7) | -0,3% | (677,9) | (643,7) | -5,1% | |
| Doanh thu tài chính | 186,8 | 127,7 | 142,5 | 11,6% | 129,4 | 183,2 | 41,6% | Điều chỉnh tăng doanh thu tài chính 2023-24 12% và 42%, phản ánh doanh thu tiền gửi tăng tương ứng. |
| Chi phí tài chính | (941,6) | (896,6) | (786,4) | -12,3% | (782,8) | (705,1) | -9,9% | Điều chỉnh giảm chi phí tài chính 2023-24 12%/10% phản ánh dư nợ giảm và giả định lãi vay giảm. |
| Lãi/lỗ từ LDLK | 1.077,4 | 910,4 | 919,6 | 1,0% | 980,2 | 1.083,3 | 10,5% | |
| **LN ròng** | **2.692,5** | **2.208,4** | **2.384,5** | **8,0%** | **2.630,9** | **2.962,4** | **12,6%** | **Theo đó, LN ròng 2023-24 điều chỉnh tăng 8% và 13%.** |
| Điện | 1.666,0 | 1.210,3 | 1.405,4 | 16,1% | 1.457,0 | 1.713,2 | 17,6% | |
| Nước | 339,0 | 339,3 | 365,4 | 7,7% | 335,2 | 367,1 | 9,5% | |
| Bất động sản | 579,0 | 609,9 | 581,8 | -4,6% | 678,6 | 664,0 | -2,1% | |
| Cơ điện lạnh | 131,0 | 132,9 | 107,7 | -19,0% | 178,5 | 126,9 | -28,9% | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

## Định giá




**Báo cáo KQ HĐKD**

| (tỷVND) | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 9.372 | 8.346 | 9.266 |
| Giá vốn hàng bán | (5.042) | (4.578) | (5.049) |
| Chi phí quản lý DN | (578) | (433) | (486) |
| Chi phí bán hàng | (89) | (163) | (157) |
| **LN hoạt động thuần** | **3.663** | **3.171** | **3.574** |
| EBITDA thuần | 2.771 | 4.078 | 4.517 |
| **Chi phí khấu hao** | **893** | **(907)** | **(943)** |
| **LN HĐ trước thuế & lãi vay** | **3.663** | **3.171** | **3.574** |
| Thu nhập lãi | 187 | 142 | 183 |
| Chi phí tài chính | (942) | (786) | (705) |
| Thu nhập ròng khác | (107) | 25 | (1) |
| TN từ các Cty LK & LD | 1.077 | 920 | 1.083 |
| **LN trước thuế** | **3.879** | **3.472** | **4.134** |
| Thuế | (363) | (358) | (431) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (823) | (729) | (741) |
| **LN ròng** | **2.693** | **2.384** | **2.962** |
| Thu nhập trên vốn | 2.693 | 2.384 | 2.962 |
| Cổ tức phổ thông | (574) | (356) | (356) |
| **LN giữ lại** | **2.118** | **2.028** | **2.606** |

**Bảng cân đối kế toán**

| (tỷVND) | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|---|---|---|
| Tiền và tương đương tiền | 1.151 | 2.552 | 5.669 |
| Đầu tư ngắn hạn | 1.749 | 1.968 | 2.408 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 4.013 | 3.779 | 4.165 |
| Hàng tồn kho | 1.409 | 1.159 | 1.204 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 251 | 248 | 307 |
| **Tổng tài sản ngắn hạn** | **8.573** | **9.706** | **13.754** |
| Tài sản cố định | 16.391 | 16.613 | 15.670 |
| Tổng đầu tư | 6.491 | 7.410 | 8.494 |
| Tài sản dài hạn khác | 2.459 | 2.340 | 2.517 |
| **Tổng tài sản** | **33.915** | **36.069** | **40.435** |
| Vay & nợ ngắn hạn | 1.455 | (683) | 794 |
| Phải trả người bán | 650 | 655 | 747 |
| Nợ ngắn hạn khác | 1.981 | 2.091 | 2.384 |
| **Tổng nợ ngắn hạn** | **4.086** | **2.063** | **3.925** |
| Vay & nợ dài hạn | 9.946 | 11.469 | 10.830 |
| Các khoản phải trả khác | 679 | 793 | 895 |
| Vốn điều lệ và | 3.564 | 3.564 | 3.564 |
| LN giữ lại | 10.705 | 12.733 | 15.339 |
| **Vốn chủ sở hữu** | **15.506** | **17.319** | **19.618** |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 3.697 | 4.426 | 5.167 |
| **Tổng nợ và vốn chủ sở hữu** | **33.915** | **36.069** | **40.435** |

**Báo cáo LCTT**

| (tỷVND) | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|---|---|---|
| **LN trước thuế** | **3.879** | **3.472** | **4.134** |
| Khấu hao | 1.225 | 907 | 943 |
| Thuế đã nộp | (359) | (358) | (431) |
| Các khoản điều chỉnh khác | (1.174) | (828) | (1.342) |
| **Thay đổi VLĐ** | **(2.003)** | **601** | **(106)** |
| **LC tiền thuần HĐKD** | **1.569** | **3.794** | **3.198** |
| Đầu tư TSCĐ | (738) | (1.129) | 0 |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ | 27 | 0 | 0 |
| Các khoản khác | 722 | 142 | 183 |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác | (779) | (218) | (440) |
| **LC tiền từ HĐĐT** | **(768)** | **(1.205)** | **(257)** |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH | 1 | 0 | 0 |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ | 0 | 0 | 0 |
| Tiền vay ròng nhận được | (908) | (616) | 839 |
| Dòng tiền từ HĐTC khác | 0 | (215) | (307) |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH | (574) | (356) | (356) |
| **LC tiền thuần HĐTC** | **(1.481)** | **(1.188)** | **176** |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 1.831 | 1.151 | 2.552 |
| **LC tiền thuần trong năm** | **(680)** | **1.401** | **3.117** |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 1.151 | 2.552 | 5.669 |

**Các chỉ số cơ bản**

| | 12-22A | 12-23E | 12-24E |
|---|---|---|---|
| **Dupont** | | | |
| Biên LN ròng | 28,7% | 28,6% | 32,0% |
| Vòng quay TS | 0,29 | 0,24 | 0,24 |
| ROAA | 8,2% | 6,8% | 7,7% |
| Đòn bẩy tài chính | 2,28 | 2,13 | 2,07 |
| ROAE | 18,7% | 14,5% | 16,0% |
| **Hiệu quả** | | | |
| Số ngày phải thu | 156,3 | 165,3 | 164,5 |
| Số ngày nắm giữ HTK | 102,0 | 92,4 | 87,3 |
| Số ngày phải trả tiền bán | 47,0 | 52,2 | 54,1 |
| Vòng quay TSCĐ | 0,57 | 0,51 | 0,57 |
| ROIC | 8,8% | 7,3% | 8,1% |
| **Thanh khoản** | | | |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn | 2,1 | 4,7 | 3,5 |
| Khả năng thanh toán nhanh | 1,8 | 4,1 | 3,2 |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 0,7 | 2,2 | 2,1 |
| Vòng quay tiền | 211,2 | 205,4 | 197,7 |
| **Chỉ số tăng trưởng (yoy)** | | | |
| Tăng trưởng DT thuần | 61,3% | (11,0%) | 11,0% |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD | 97,5% | (13,4%) | 12,7% |
| Tăng trưởng LN ròng | 45,1% | (11,4%) | 24,2% |
| Tăng trưởng EPS | 45,1% | (11,4%) | 24,2% |

*Nguồn: VND RESEARCH*

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu**

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

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

**Khuyến nghị ngành**

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

## KHUYẾN CÁO

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

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

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

---

**Barry Weisblatt - Head of Research**
**Email:** barry.weisblatt@vndirect.com.vn

**Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng**
Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

**Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích**
Email: tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn