

15/12/2023

 Chuyên viên phân tích – Nguyễn Đình Thuận
 thuannnd@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận 3Q2023 của REE suy giảm so với cùng kỳ

Doanh thu 3Q2023 đạt 1,962 tỷ (-12.2% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 465.2 tỷ VND (-44.2% yoy). Mảng Năng lượng, chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tổng doanh thu (55%), chỉ đạt 895 tỷ VND (-25.1% yoy) ảnh hưởng lớn đến KQKD Quý 3/2023 của REE. Các mảng kinh doanh còn lại của REE duy trì hoạt động ổn định.

Mảng Điện: Năng lượng tái tạo bù đắp sản suất giảm từ thủy điện

Sản lượng của thủy điện trong kỳ đạt 4,083 triệu kWh (-14.16% yoy) do lưu lượng nước về hồ ở mức thấp so với trung bình nhiều năm. Chúng tôi cho rằng mảng Thủy điện tiếp tục chịu áp lực khi El Nino tiếp diễn, ảnh hưởng đến khả năng sản xuất của nhóm này. Chúng tôi duy trì quan điểm KQKD của mảng Điện sẽ phục hồi do (1) Nhà máy nhiệt điện Phả Lại cải thiện lợi nhuận khi vận hành trở lại (2) REE bổ sung thêm công suất từ đầu tư các dự án năng lượng tái tạo (3) Các nhà máy năng lượng tái tạo hiện tại hoạt động ổn định.

Mảng Cho thuê văn phòng và BĐS: Kỳ vọng vào E town 6 thúc đẩy doanh thu 2024

Lợi nhuận sau thuế của mảng Cho thuê văn phòng đi ngang đạt 411 tỷ VND do giá thuê trong kỳ tăng nhẹ bù đắp cho sự sụt giảm trong tỷ lệ lấp đầy.

Tiến độ E-town 6 chậm hơn so với kỳ vọng vì vậy chúng tôi lùi dự phóng ghi nhận doanh thu từ E-town 6 sang năm 2024 thay vì Quý 4/2023 như trong báo cáo trước đó.

Về mảng BĐS, dự án khu dân cư Bồ Xuyên (Thái Bình) đã chính thức khởi công xây dựng và dự kiến đến ngày 31/12 dự án sẽ hoàn thành xây dựng xong giai đoạn 1.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 72,600 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 MUA đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 72,600 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 28% so với giá tại ngày 15/12/2023.

MUA DUY TRÌ

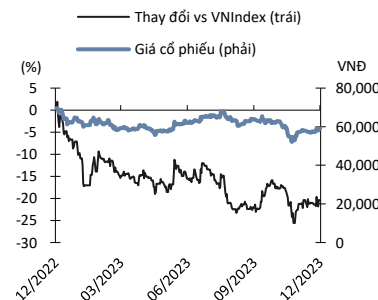
Giá mục tiêu	VND 72,600
Tăng/giảm (%)	28%
Giá hiện tại (15/12/2023)	VND 56,700
Giá mục tiêu thị trường	VND 70,900
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tỷ USD)	26,279/1.09

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	61.47/2.5
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory PTE LTD (31.05%)

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3.1	-6.9	-4.4	-14.9
Tương đối	1.0	1.3	-5.8	-21.9

Dự phóng KQKD & định giá

Nhãn tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	5,810	9,372	9,379	9,910
EBIT	1,855	3,663	3,266	3,403
LN sau CĐTS	1,855	2,693	2,421	3,261
EPS (VND)	6,003	7,576	6,781	9,133
Thay đổi EPS (%)	14.3	26.2	-10.0	35.0
P/E (x)	12.1	10.6	10.7	8.0
EV/EBITDA (x)	13.0	8.7	8.7	8.0
P/B (x)	1.4	1.5	1.2	1.0
ROE (%)	13.1	18.3	14.2	14.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.4	2.0	2.1	2.3



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

KẾT QUẢ KINH DOANH 2Q2023

Doanh thu và lợi nhuận 3Q2023 của REE suy giảm so với cùng kỳ

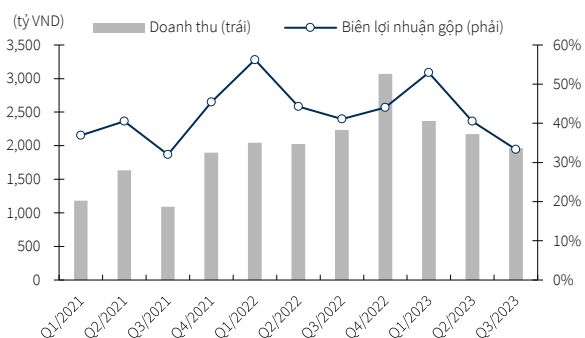
Doanh thu 3Q2023 đạt 1,962 tỷ (-12.2% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 465.2 tỷ VND (-44.2% yoy). Mảng Năng lượng, chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tổng doanh thu (55%), chỉ đạt 895 tỷ VND (-25.1% yoy) ảnh hưởng lớn đến KQKD Quý 3/2023 của REE. Luỹ kế 9 tháng 2023, sản lượng của các nhà máy mà REE sở hữu đạt 6,938 triệu kWh (-8.95% yoy). Các mảng kinh doanh còn lại của REE duy trì hoạt động ổn định.

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	9M2022	9M2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	6,301	6,505	3.2%	
<i>M&E</i>	1,657	2,081	26%	- Doanh thu tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ công ty ghi nhận doanh thu từ các dự án cơ điện và xây lắp điện mặt trời
<i>BDS & Cho thuê văn phòng</i>	773	801	4%	- Doanh thu mảng Cho thuê văn phòng tăng nhờ giá cho thuê được điều chỉnh nhích nhẹ.
<i>Điện và nước</i>	3,871	3,623	-6%	- Doanh thu của Điện đi xuống do sản lượng thủy điện đi xuống. Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu của mảng điện mặt trời (+12% yoy) và điện gió (+17% yoy) bù đắp cho sự sụt giảm của thủy điện. - Giá điện CGM giảm 12% yoy trong Quý 3/2023.
Lợi nhuận gộp	2,963	2,788	-6%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	47%	43%		
Chi phí SG&A	-338	-411	22%	
% SG&A/doanh thu	5%	6%		
LN từ HĐKD	2,838	2,362	-17%	
Thu nhập tài chính	142	165	16%	
Chi phí tài chính	-696	-788	13%	
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	765	607	-21%	
Thu nhập khác (ròng)	-22	14	-164%	
LN trước thuế	2,816	2,375	-16%	
Lợi nhuận sau thuế	2,545	2,143	-16%	

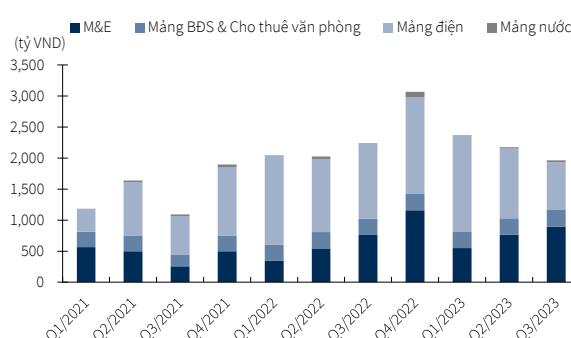
Nguồn: REE, KBSV

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh của REE giai đoạn 2021-2023 (tỷ VND)



Nguồn: REE, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu của REE giai đoạn 2021-2023



Nguồn: REE, KBSV

Mảng Điện: Năng lượng tái tạo bù đắp sản suất giảm từ thủy điện

Về mảng thủy điện, sản lượng của thủy điện trong kỳ đạt 4,083 triệu kWh (-14.16 yoy) do lưu lượng nước về hồ ở mức thấp so với trung bình nhiều năm, dẫn tới sản lượng điện suy giảm, đặc biệt là các nhà máy ở khu vực miền Bắc. Về triển vọng trong năm 2024, chúng tôi cho rằng mảng Thủy điện tiếp tục chịu áp lực khi El Nino tiếp diễn, ảnh hưởng đến khả năng sản xuất của nhóm này. Về mảng nhiệt điện, sản lượng trong Quý 3/2023 đã cải thiện, đạt 862 triệu kWh (+11.2% yoy) nhờ tổ máy S6 của nhà máy nhiệt điện Phả Lại đã vận hành trở lại từ đầu tháng 9. Cùng với đó, giá nguyên liệu đầu vào đã ổn định hơn so với Quý 3/2022.

Năng lượng tái tạo trong kỳ duy trì vận hành ổn định. Trong đó, sản lượng điện gió 9M2023 đạt 273 triệu kWh (+14.1% yoy) nhờ tốc độ gió cải thiện. Điện mặt trời ghi nhận 227 triệu kWh (+9% yoy) nhờ điện mặt trời áp mái (REE SE) và điện mặt trời Thác Mơ lần lượt ghi nhận sản lượng tăng 13% và 15% so với cùng kỳ.

Chúng tôi duy trì quan điểm KQKD của mảng Điện sẽ phục hồi từ mức nền thấp năm 2023 do (1) Nhà máy nhiệt điện Phả Lại cải thiện lợi nhuận khi vận hành đầy đủ các tổ máy trong bối cảnh giá đầu vào hạ nhiệt (2) REE bổ sung thêm công suất từ đầu tư các dự án năng lượng tái tạo (3) Các nhà máy năng lượng tái tạo hiện tại hoạt động ổn định.

Mảng Cho thuê văn phòng và BĐS: Kỳ vọng vào E town 6 thúc đẩy doanh thu 2024

Lợi nhuận sau thuế của mảng Cho thuê văn phòng đi ngang so với cùng kỳ, đạt 411 tỷ VND do giá thuê trong kỳ tăng nhẹ bù đắp cho sự sụt giảm trong tỷ lệ lấp đầy. Tỷ lệ lấp đầy trong 9M2023 của mảng Cho thuê văn phòng đạt trung bình 96%, thấp so với cùng kỳ 2022 (98%).

Chúng tôi duy trì quan điểm triển vọng của mảng Cho thuê văn phòng vẫn còn khi các doanh nghiệp có xu hướng chuyển từ phân khúc thuê cao cấp sang phân khúc thấp hơn. Tuy nhiên, tiến độ E-town 6 chậm hơn so với kỳ vọng. Dự án đã thi công xong kết cấu tầng 15, đang hoàn thiện từ tầng B5 đến tầng 12. Dự kiến cuối tháng 10/2023 sẽ cất nóc công trình. Dự án có thể đưa vào khai thác toàn bộ vào tháng 1/2024. Vì vậy chúng tôi lùi dự phóng ghi nhận doanh thu từ E-town 6 sang năm 2024 thay vì Quý 4/2023 như trong báo cáo trước đó.

Về mảng BĐS, dự án khu dân cư Bồ Xuyên (Thái Bình) đã chính thức khởi công xây dựng giai đoạn 1 (hầm để xe chung, hạ tầng và 45 căn nhà thấp tầng) vào đầu tháng 7/2023. Dự kiến đến ngày 31/12 dự án sẽ hoàn thành xây dựng xong

giai đoạn 1. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với bối cảnh hiện thị trường Bất động sản hiện tại nên chưa đưa dự án này vào mô hình định giá cho đến khi có thêm thông tin.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Bảng 4. Dự phóng KQKD

(tỷ VND)	2022	2023	+/-%YoY	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	9,372	9,379	0%	9,910	6%	
<i>M&E</i>	2,816	3,297	17%	3,578	9%	<ul style="list-style-type: none"> - Tăng trưởng doanh thu trong năm 2023 chủ yếu ghi nhận từ những dự án ký mới trong 2022. - Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của lĩnh vực xây dựng sẽ giúp mảng M&E tăng trưởng nhẹ trong năm 2024.
<i>BDS & Cho thuê văn phòng</i>	1,037	1,139	10%	1,453	28%	<ul style="list-style-type: none"> - E-town 6 kỳ vọng sẽ thúc đẩy mạnh doanh thu của mảng Cho thuê văn phòng. Giá định E-town sẽ có mức giá cho thuê trung bình 29 USD/m2/tháng. - Dự án BDS tại Thái Bình kỳ vọng có thể ghi nhận trong năm 2024.
<i>Điện và nước</i>	5,519	4,942	-10%	4,879	-1%	<ul style="list-style-type: none"> - Thủy điện có thể tiếp tục gặp khó khăn trong năm 2024 khi El Nino tiếp diễn, ảnh hưởng đến khả năng sản xuất của nhóm này - Chúng tôi kỳ vọng mảng Nhiệt điện sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2024 nhờ Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại sửa chữa xong, sẵn sàng cho huy động trong bối cảnh giá đầu vào ổn định. - Chúng tôi giả định REE sẽ bổ sung công suất từ điện gió và điện mặt trời áp mái trong năm 2024. Các nhà máy năng lượng tái tạo hiện tại hoạt động ổn định.
Lợi nhuận gộp	4,330	3,982	-8%	4,160	4%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	46%	42%		42%		
Chi phí SG&A	667	716	7%	757	6%	
% SG&A/doanh thu	7%	8%		8%		
LN từ HĐKD	3,985	3,489	-12%	3,999	15%	
Thu nhập tài chính	466	187	-60%	218	17%	
Chi phí tài chính	-942	-953	1%	-757	-21%	
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	1,077	958	-11%	933	-3%	
Thu nhập khác	44	0		0		
LN trước thuế	3,878	3,489	-10%	3,999	15%	
Lợi nhuận sau thuế	3,515	3,161	-10%	3,623	15%	

Nguồn: REE, KBSV

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 MUA với mức giá mục tiêu 72,600 VND/cổ phiếu, tương ứng upside 28% so với giá đóng cửa ngày 15/12/2023.

- **Mảng Điện:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) vì chúng tôi cho rằng phù hợp với khả năng tạo ra dòng tiền của các dự án điện. Tuy nhiên, trong đó mảng phân phối điện chiếm tỷ trọng nhỏ, chúng tôi đánh giá theo giá trị sổ sách (Book value). 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 và các dự án điện gió mới do chưa có thông tin chi tiết.
- **Mảng Cho thuê văn phòng:** Với các dự án hiện tại, chúng tôi sử dụng phương pháp tỷ lệ hoàn vốn 8.5% và giả định tỷ lệ lấp đầy khoảng 98%. Riêng với dự án E-town 6, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF).
- **Mảng M&E và mảng nước:** Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá P/E với 2 mảng này, dựa trên mức P/E trung bình trong 4 năm của những công ty tương tự trong từng ngành.

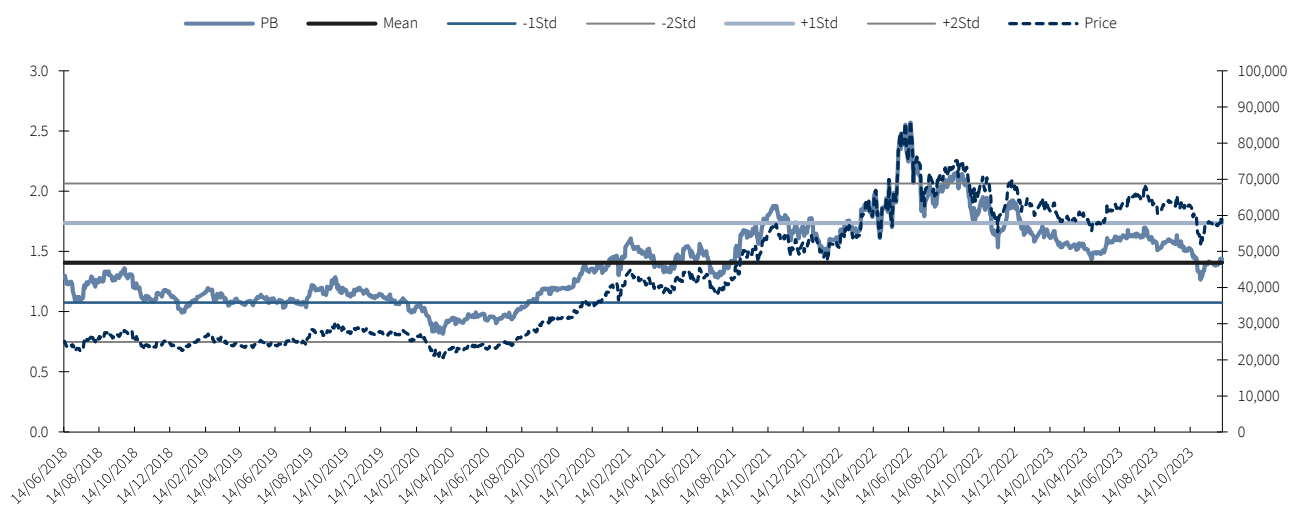
Ngoài ra, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro đặc thù của REE là tập đoàn đa ngành hoạt động trong nhiều mảng khác nhau.

Bảng 3. Tổng hợp định giá REE

Định giá	Phương pháp	Project NPV	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị của REE
Điện				23,322
Thủy điện	DCF	36,660	23-50%	15,399
Nhiệt điện	DCF	5,141	24-30%	1,301
Điện mặt trời	DCF	1,714	99.99%	1,714
Điện gió	DCF	5,270	50-100%	4,784
Phân phối điện (DTV)	BV	124	66.29%	124
Cho thuê văn phòng				8,642
Các dự án hiện tại	Tỷ lệ hoàn vốn	7,908	100%	7,908
Etown 6	DCF	734	100%	734
M&E	P/E	979	100%	979
Nước	P/E	3,390	20-44%	3,390
Tổng giá trị				36,647
Giá trị VCSH				32,998
Chiết khấu tập đoàn đa ngành			10%	
Giá trị hợp lý				29,698
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				409
Giá trị cổ phiếu				72,600
Giá hiện tại (15/12/2023)				56,700
Upside				28%

Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 3. Diễn biến P/B của REE giai đoạn 2018-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann1@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khoảng 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

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tiens@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 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, 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.