

THEO DÕI

Giá mục tiêu: **67.500 VND (▲ 14,4%)**

Cập nhật: 12/12/2023

TRIỂN VỌNG

Tích cực: Các dự án BĐS (bao gồm E.Town 6 và The Light Square) đang dần hoàn thiện sẽ thúc đẩy và cải thiện doanh thu của doanh nghiệp trong tương lai.

Tiêu cực: Tình hình thủy văn dự kiến sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng tới nửa đầu năm 2024 khi bị ảnh hưởng bởi El Nino. Cơ chế đối với chủ đầu tư NLTT chưa được thống nhất.

Khuyến nghị: Theo dõi diễn biến giá của REE, có thể cân nhắc giải ngân khi cổ phiếu giao dịch quanh vùng giá 50.000 VND.

DIỄN BIẾN GIÁ



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Tiện ích
Giá hiện tại (VND/cp)	59.000
Vốn hóa (Tỷ VND)	23.950
Số lượng CPLH (triệu cp)	408,7
EPS 4 quý gần nhất	5,879
P/E (12/12/2023)	9.97
Cao nhất 52 tuần	68.500
Thấp nhất 52 tuần	52.100

REE

CTCP Cơ Điện Lạnh

DSC

TỔNG QUAN

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE) là một Tập đoàn đa ngành tiêu biểu hàng đầu trong ngành tiện ích tại Việt Nam, với 4 lĩnh vực chính: Năng lượng, nước sạch, cho thuê bất động sản, và cơ điện lạnh.

Ngành chủ lực hiện tại của REE là **mảng năng lượng khí đóng góp tới trên 59% doanh thu**. Trong đó, tổng công suất lắp đặt của các nhà máy có sự sở hữu của REE đạt 2.763 MW, trong đó tổng công suất REE thực sở hữu là 1.023 MW bao gồm thủy điện, thủy điện, điện gió và điện mặt trời có công suất vận hành lần lượt là 512, 281, 87 và 143 MW.

Mảng cơ điện lạnh bao gồm hoạt động kinh doanh các sản phẩm cơ điện lạnh công trình và cung cấp các dịch vụ tư vấn, thiết kế, lắp đặt, vận hành, bảo trì các hệ thống cơ điện công trình và hệ thống điện mặt trời.

Về mảng **phát triển và cho thuê bất động sản**, REE đang sở hữu 11 tòa nhà văn phòng, tại các đô thị lớn trên toàn quốc. Tổng diện tích cho thuê của REE đạt hơn 144.854 m2 với tỷ lệ lấp đầy đạt trên 97,5%.

Về mảng **nước và môi trường**, REE hiện đang đầu tư vào lĩnh vực kinh doanh, xử lý và phân phối nước,.... Tổng công suất sản xuất nước của REE ở mức hơn 1,1 triệu m3/ngày. Tổng sản lượng nước sản xuất đạt 423 triệu m3, trong đó là 267 triệu m3 nước phân phối ra thị trường.

CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

Mảng năng lượng vẫn chưa thể tung cánh

Với định hướng mở rộng danh mục đầu tư năng lượng tái tạo, đầu tháng 10/2023 REE đã tiếp tục giảm tỷ lệ sở hữu của mình tại nhà máy nhiệt điện Phả Lại (PPC) về mức 23,06% và tăng tỉ lệ sở hữu tại nhà máy thủy điện Sử Pan 2 lên 28,87%. Bên cạnh đó REE cũng đang tích cực tiến hành các thủ tục liên doanh với tập đoàn KANSAI đến từ Nhật Bản để thực hiện dự án phát triển 1.800 MW điện gió ngoài khơi. Các dự án thành phần trong dự án kể trên đã có tên trong danh mục tiềm năng thuộc Đề án Quy hoạch điện VIII đã được chính phủ phê duyệt.

Tuy vậy, chúng tôi cho rằng mảng năng lượng của REE vẫn

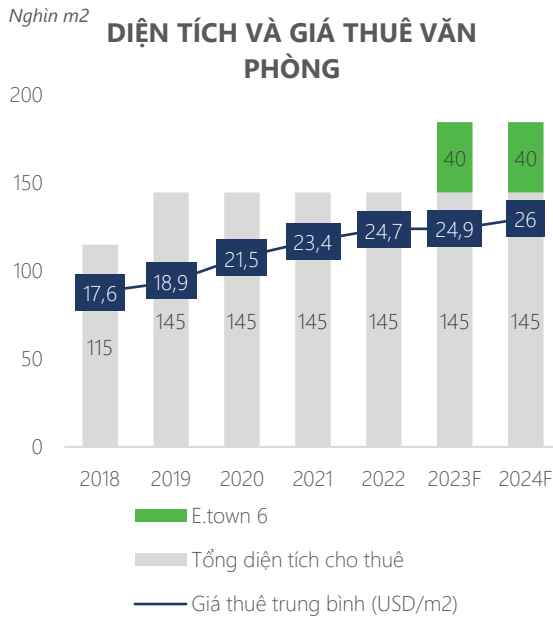
chưa thể phục hồi mạnh trong nửa đầu năm 2024 do (1) Ảnh hưởng từ hiện tượng El Nino dự kiến sẽ quay lại cuối năm 2023 và duy trì tới giữa năm 2024 sẽ tác động đáng kể tới sản lượng các nhà máy thủy điện và (2) Quy hoạch điện VIII dù đã được thông qua nhưng vẫn chưa có cơ chế rõ ràng cho các chủ đầu tư NLTT. REE hiện đang trì hoãn đầu tư nhằm chờ giá phát điện chính thức cho NLTT từ Bộ Công Thương.

Mảng bất động sản đang được đẩy mạnh tạo kỳ vọng thúc đẩy doanh thu vào năm sau

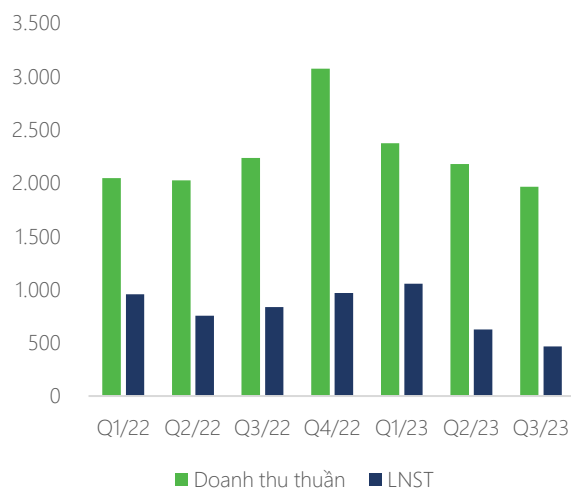
Trong tương lai gần REE sẽ sớm đưa vào thương mại hóa 2 dự án bất động sản mới tại Bồ Xuyên – Thái Bình bao gồm dự án toà nhà văn phòng E. Town 6 và dự án nhà ở thương mại The Light Square.

Tính đến hết quý 3, dự án **E. Town 6** đã hoàn thành kết cấu tầng 15, tiếp tục tiến hành xây thô các tầng còn lại và đã hoàn thành cốt nóc vào đầu tháng 11. Dự kiến thời gian hoàn thành dự án này sẽ lùi lại vào giữa tháng 1/2024 thay vì hoàn thành ngay trong quý 4 năm nay như kế hoạch ban đầu Với giá thuê dự kiến là 25\$-29\$/m², dự án được kỳ vọng sẽ mang lại gần 1.000 tỷ doanh thu hàng năm cho REE..

Trong khi đó, dự án BĐS nhà ở thương mại **The Light Square** giai đoạn 1 cũng đã hoàn thành hơn 60% khối lượng công việc, dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2023.



KẾT QUẢ KINH DOANH



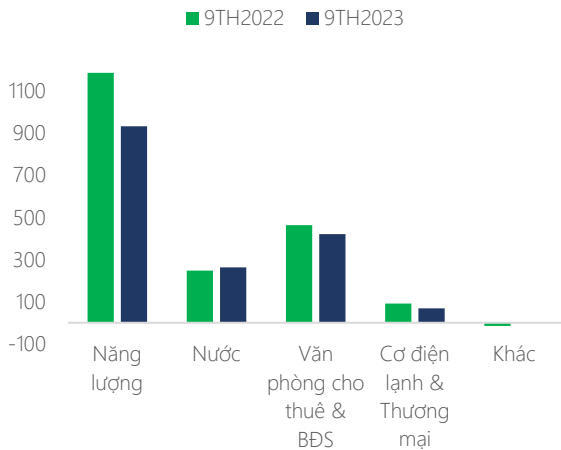
KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh chung tương đối kém khả quan

Kết thúc Q3/2023 REE đạt mức doanh thu 1.962 tỷ đồng (-12% YoY) và lợi nhuận sau thuế (LNST) 465 tỷ đồng (-44% YoY). Kết quả kinh doanh sụt giảm chủ yếu do mảng năng lượng khi (1) sản lượng các nhà máy thủy điện sụt giảm so với cùng kỳ và (2) Giá thị trường điện cạnh tranh (FMP) giảm 12% so với cùng kỳ. Đồng thời mảng BĐS cũng đang trong giai đoạn thấp điểm.

Lũy kế 9 tháng doanh thu và LNST của công ty lần lượt đạt 6.505 tỷ (+3% YoY) và 2.151 tỷ (-16% YoY), như vậy REE đã thực hiện được 59% mục tiêu doanh thu và 79% lợi nhuận sau thuế cho năm 2023.

CƠ CẤU LỢI NHUẬN GỘP



Thủy điện ảnh hưởng nặng nề từ chu kỳ El Nino

Hầu hết các mảng đều ghi nhận lợi nhuận sụt giảm, chỉ có mảng Nước và Cho thuê văn phòng vẫn còn trụ vững. Đáng kể nhất là mảng năng lượng khi các nhà máy bị ảnh hưởng bởi chu kỳ El Nino khiến sản lượng các nhà máy thủy điện giảm 14,6%. Đồng thời, giá điện thị trường điện cạnh tranh (FMP) cũng giảm 12% so với cùng kỳ.

Đối với mảng BĐS, LNST mảng BĐS giảm 20% YoY do tình trạng ảm đạm của thị trường BĐS nói chung trong khi năm ngoái ghi nhận doanh thu đáng kể từ Saigonres – công ty liên kết của REE với tỷ lệ nắm giữ cổ phần là 29%.

Các công ty liên doanh/liên kết cũng không thoát khỏi ảnh hưởng của El Nino

Trong quý 3 lãi từ công ty liên doanh, liên kết ghi nhận 358 tỷ (-39% YoY). Tính chung 9 tháng đầu năm 2023 khoản này ghi nhận 765 tỷ, giảm 21% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu do ảnh hưởng của El Nino làm giảm lợi nhuận từ các công ty thủy điện liên kết từ 20-80% YoY. Ngoài ra, lợi nhuận từ PPC – công ty liên kết mà REE nắm 23,5% cổ phần – cũng giảm 45%, góp phần vào đà giảm lợi nhuận của REE.

DSC cho rằng những ảnh hưởng từ El Nino sẽ tiếp tục tác động tới các công ty liên kết cho tới giữa năm 2024

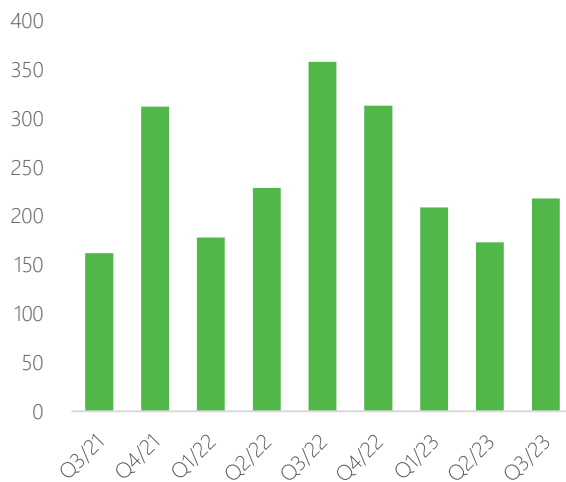
Khả năng quản trị tốt các rủi ro tài chính

Chi phí tài chính ghi nhận 276 tỷ trong quý 3 (+9% YoY) và 788 tỷ lũy kế 9 tháng đầu năm 2023 (+13% YoY). Nguyên nhân gia tăng phần lớn do lỗ tỷ giá từ các dự án đầu tư điện gió tăng 67% YoY, dự kiến sẽ tiếp tục hiện hữu trong năm 2024.

Tuy vậy, chúng tôi đánh giá rằng REE có khả năng quản trị rủi ro tài chính tương đối tốt so với các doanh nghiệp chung lĩnh vực đầu tư NLTT khi đặc trưng của ngành là có tỷ lệ vay nợ cao. Đơn cử như PC1 có chi phí tài chính tăng +27% YoY hay GEG tăng +34% YoY trong 9TH2023.

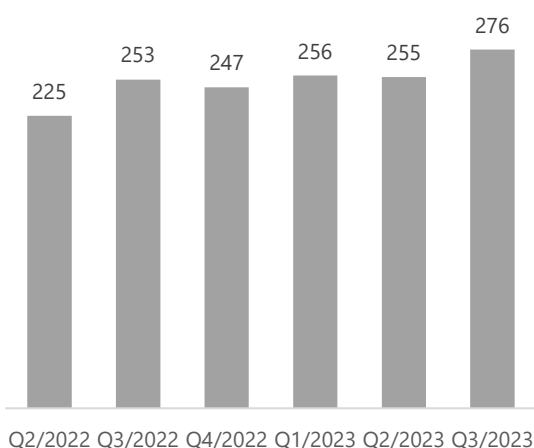
Tỷ VND

LÃI/LỖ TỪ CÔNG TY LIÊN KẾT



Tỷ VND

CHI PHÍ TÀI CHÍNH



ĐỊNH GIÁ & DỰ PHÓNG

Thông tin cổ tức

Năm 2023, REE đã chi trả cổ tức năm 2022 với tỷ lệ 25%, trong đó 10% bằng tiền và 15% bằng cổ phiếu. Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt từ năm 2018 – 2023 ở mức 12% mỗi năm.

Định giá

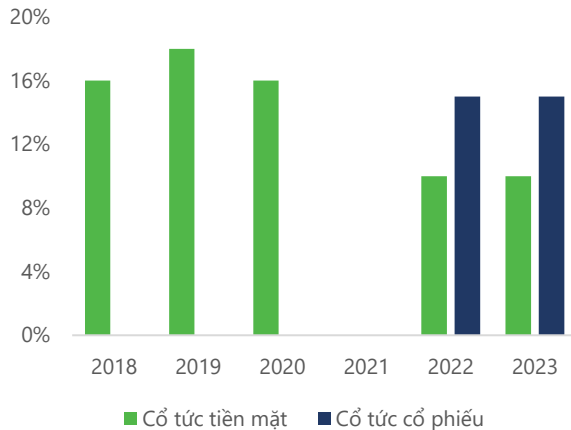
REE đang được giao dịch ở mức PE 9,97 lần (tại giá đóng cửa ngày 06/06/2023) thấp hơn trung bình 3 năm (10,83 lần) và cao hơn mức trung bình 5 năm (9,16)

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC ước tính doanh thu và LNST của REE lần lượt là 8.280 tỷ (-11,6% YoY) và 2.498 tỷ (-28,9% YoY). DSC sử dụng phương pháp định giá SOTP (Sum Of The Parts) cho các mảng kinh doanh của REE. DSC khuyến nghị theo dõi đối với cổ phiếu REE với giá trị hợp lý năm 2023 là **67.500 VND**, **upside 14,4%** so với giá đóng cửa ngày 12/12/2023.

Thống kê báo cáo phân tích của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của REE từ đầu năm 2023 tới nay, giá mục tiêu bình quân là 79.000 VND, **upside 33,8%** so với giá đóng cửa của ngày 06/06/2023.

TỶ LỆ CHI TRẢ CỔ TỨC



KẾT QUẢ KINH DOANH

Đơn vị: tỷ VND	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	5.810	9.372	8.280
Giá vốn hàng bán	3.500	5.042	4.792
Lợi nhuận gộp	2.973	5.213	4.455
EBIT	2.310	4.330	3.488
LNST	2.401	3.879	2.736
LNST	2.135	3.515	2.498

DIỄN BIẾN GIÁ



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,
GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Phạm Vân Trang,
Chuyên viên Phân tích
trang.pv@dsc.com.vn

Nguyễn Minh Tuấn,
Chuyên viên Phân tích
tuan.nm@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,
Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Phan Duy Thành,
Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

Nguyễn Vũ Thái Sơn,
Chuyên viên Phân tích
son.nvt@dsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Hiệp,
Trưởng nhóm vĩ mô
hiep.nh@dsc.com.vn