

THEO DÕI

Giá mục tiêu 2024: **69.800 VND**
Upside: **7%**
Cập nhật: **16/09/2024**

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: (1) Các dự án BĐS (bao gồm E.Town 6 và The Light Square) dần hoàn thiện; (2) La Nina trở lại từ tháng 6/2024 hỗ trợ thủy điện.

Tiêu cực: Chưa thể tiếp tục phát triển NLTT do các vấn đề liên quan đến khung pháp lý.

Rủi ro: (1) Tỷ lệ lấp đầy văn phòng thấp hơn dự báo; (2) Giá CGM sụt giảm; (3) Dự án BĐS The Light Square không được bán đúng thời hạn.

	Q2/2023	Q2/2024	2024F
DTT	2.174	2.181	8.280
% YoY	7%	0%	-3%
LNST	623	404	2.498
% YoY	-17%	-35%	-10%

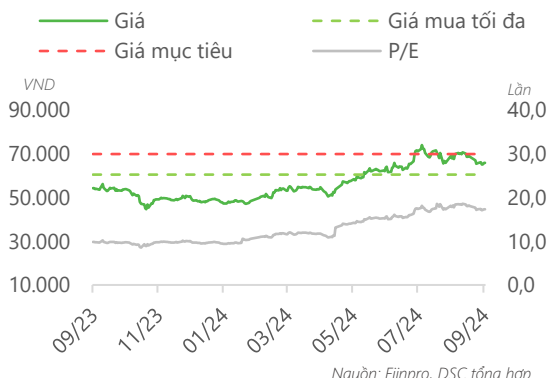
Đơn vị : tỷ VND

Tổng quan doanh nghiệp

REE có tiền thân là công ty hoạt động trong lĩnh vực cơ điện công trình (M&E) và là một trong 2 công ty đầu tiên được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam vào năm 2000. Hiện nay, không chỉ nắm vững vị thế hàng đầu lĩnh vực cơ điện lạnh tại Việt Nam với 45 năm kinh nghiệm, công ty còn mở rộng vị thế thành Tập đoàn đa ngành.

Dữ liệu thị trường

Ngành nghề:	Sản xuất & Phân phối Điện
Giá hiện tại:	65.000 VND
Vốn hóa:	30.616 tỷ VND
Số lượng CPLH:	471,0 triệu cp
EPS 4 quý gần nhất:	3.803 VND
P/E:	17,3 lần
Cổ tức tiền mặt 2024:	10,0%
Cổ tức cổ phiếu 2024:	15,0%



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

REE

CTCP Cơ điện Lạnh

DSC

KHUYẾN NGHỊ

Tính chung 6 tháng đầu năm REE đạt 4.019 tỷ doanh thu thuần và 952 tỷ LNST, lần lượt hoàn thành 38% kế hoạch doanh thu và 40% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm. DSC cho rằng REE sẽ hoàn thành mức doanh thu và lợi nhuận dự phóng trong năm nay nhờ (1) Động lực từ dự án The Light Square; (2) Thủy điện hồi phục trong giai đoạn nửa cuối năm 2024 và (3) E.Town 6 đi vào hoạt động và đạt tỷ lệ lấp đầy ~50% trong nửa cuối năm 2024.

DSC khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu REE do mức giá hiện tại đã vượt qua điểm mua hấp dẫn. Vùng giá 60.000 - 60.500 VND/cp sẽ là vùng giá phù hợp để giải ngân, tương đương upside 15%.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kỳ vọng sự trở lại của La Nina

Theo Cục Khí tượng Thủy văn Việt Nam, hiệu ứng El Nino đã chuyển dần sang trạng thái trung lập từ tháng 5/2024 và chuyển sang trạng thái La Nina sau tháng 7/2024.

Với lợi thế sở hữu danh mục thủy điện với công suất 1,364 MW (REE sở hữu 52%), lớn nhất trong các doanh nghiệp Năng lượng được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện của REE sẽ tăng ~20% so với năm 2023.

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

REE hiện đã đưa vào thương mại hóa 2 dự án bất động sản mới bao gồm dự án toà nhà văn phòng E. Town 6 và dự án nhà ở thương mại The Light Square. Chúng tôi kỳ vọng hai dự án trên sẽ tiếp tục đóng vai trò hỗ trợ HĐKD trong nửa cuối năm 2024 trong bối cảnh thủy điện chưa phục hồi hoàn toàn.

Mảng cơ điện lạnh đang dần trở về quỹ đạo cũ

Thị trường bất động sản dù đã có những tín hiệu tích cực nhưng về cơ bản vẫn còn gặp khó khăn, ảnh hưởng đến mảng M&E của REE khi công ty có thể mạnh ở các dự án nhà ở thương mại & khách sạn cao cấp. Dù vậy, công ty định hướng sẽ tham gia nhiều hơn vào các dự án đầu tư công trọng điểm có vốn nhà nước trong năm nay như Cảng Hàng không Quốc tế Long Thành.

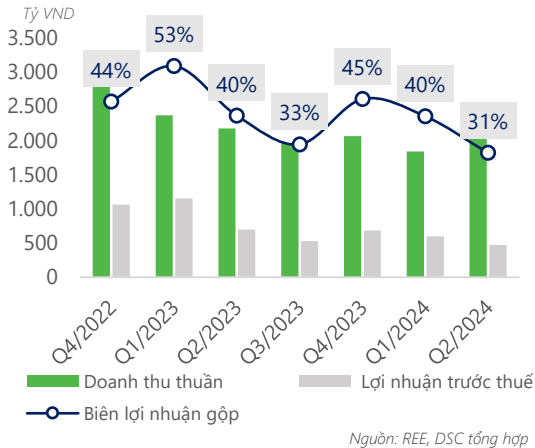
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

Thiếu động lực tăng trưởng giai đoạn đầu năm

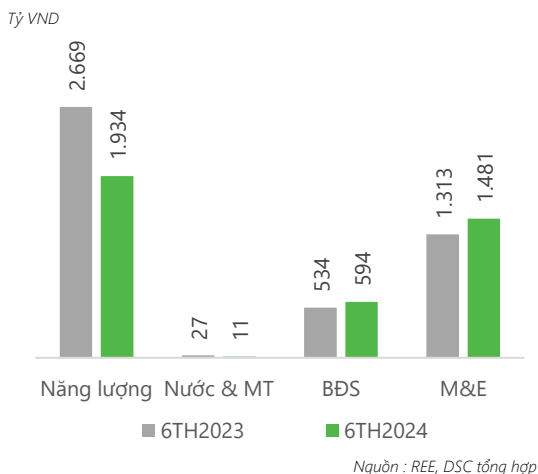
Trong Q2/2024, REE đạt doanh thu 2.181 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ với sự hỗ trợ chủ yếu từ mảng bất động sản và cơ điện lạnh (M&E), trong khi đóng góp từ mảng hạ tầng điện, nước vốn là các mảng có biên lợi nhuận cao lại sụt giảm đáng kể. Vì vậy, lợi nhuận gộp giảm 23% YoY còn 680 tỷ, biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 31%.

Ngoài ra trong kỳ, REE còn chịu ảnh hưởng từ chi phí bán hàng & QLDN tăng trong khi lãi từ công ty liên kết sụt giảm. Vì vậy lợi nhuận sau thuế Q2/2024 chỉ đạt 404 tỷ (-35% YoY), thấp nhất trong vòng 11 quý.

KẾT QUẢ KINH DOANH



CƠ CẤU DOANH THU

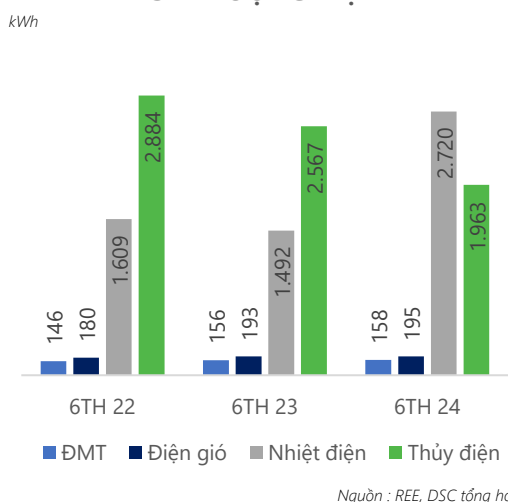


Sự trở lại của cơ điện lạnh

Nửa đầu năm 2024 chứng kiến sự quay trở lại của mảng M&E khi công ty tập trung vào các gói thầu đến từ Dự án đầu tư xây dựng Cảng hàng không Quốc Tế Long Thành, với tổng giá trị hợp đồng ký mới đạt 3.127 tỷ đồng. Mảng bất động sản thì được hỗ trợ bởi (1) Hoạt động cho thuê văn phòng ổn định và (2) Bắt đầu mở bán The Light Square.

Chúng tôi cho rằng việc tập trung đẩy mạnh hai mảng kinh doanh này là hợp lý trong bối cảnh thủy điện suy yếu, dù hiệu quả lợi nhuận vẫn thấp hơn tương đối.

SẢN LƯỢNG ĐIỆN



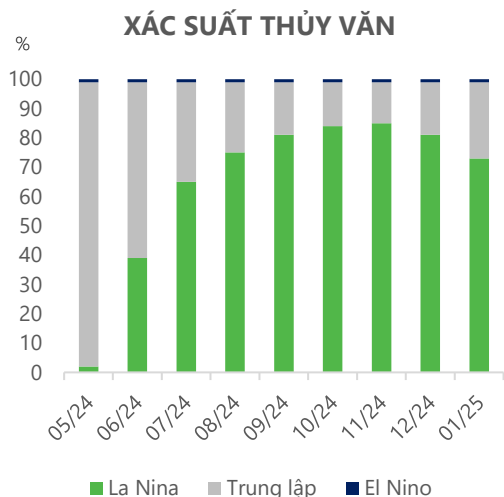
Ảnh hưởng của El Nino tiếp tục kéo dài

Các nhà máy thủy điện của REE tiếp tục gặp khó khăn trong việc tăng trưởng sản lượng khi (1) ảnh hưởng của hiện tượng El Nino kéo dài và (2) Sản lượng huy động của các nhà máy thủy điện miền Bắc bị hạn chế theo chính sách chung của Bộ Công Thương nhằm giữ nước phục vụ phát điện cho các tháng cao điểm nắng nóng. Vì vậy sản lượng thủy điện trong kỳ giảm 23,5% YoY.

Dù sản lượng nhiệt điện tăng 82,3% YoY trong 6TH2024. Tuy nhiên, do đặc thù biên lợi nhuận thấp nên vẫn không đủ để bù đắp cho sự suy yếu của thủy điện.

LUẬN ĐIỂM 1:

Mảng năng lượng phục hồi từ mức nền thấp



Nguồn: IRI, DSC tổng hợp

REE

CTCP Cơ điện Lạnh

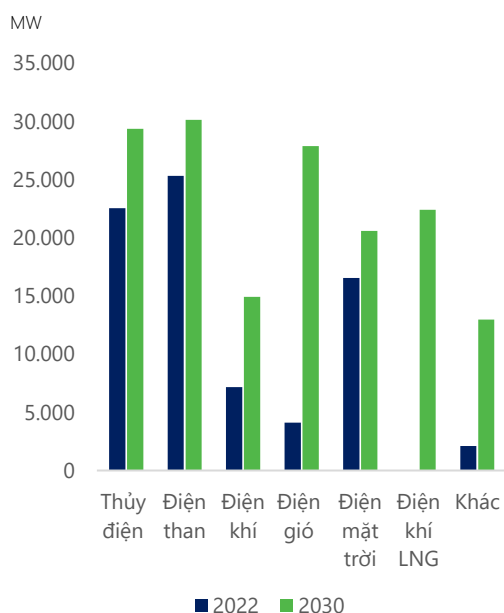
DSC

Hiện tượng thủy văn La Nina đã trở lại kể từ giữa năm

Theo số liệu dự phóng của IRI, xác suất xuất hiện La Nina đã tăng mạnh kể từ tháng 7/2024 và kéo dài 2 năm cho đến khi quay trở lại với trạng thái El Nino. Việc này sẽ hỗ trợ đáng kể mực nước tại các hồ chứa, cải thiện sản lượng cho các nhà máy thủy điện sau 2 năm bị ảnh hưởng bởi El Nino. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng sản lượng của các nhà máy thủy điện trong nửa đầu năm nay sẽ khả quan hơn so với cùng kỳ khi hầu hết các nhà máy thủy điện đã có kế hoạch ứng phó từ sớm nhằm tránh tình trạng cạn nước như năm 2023.

REE có lợi thế rất lớn trong lĩnh vực này khi sở hữu danh mục thủy điện có công suất lớn nhất trong các công ty được niêm yết trên TTCK, bao gồm 8 nhà máy với tổng công suất lắp đặt là 1.364 MW (trong đó REE sở hữu 52%). Trong bối cảnh La Nina quay trở lại, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện cả năm 2024 của REE sẽ tăng trưởng ~20% so với năm 2023.

CÔNG SUẤT ĐIỆN 2022 & 2030



Nguồn: DSC tổng hợp

Kế hoạch mở rộng công suất điện gió trong dài hạn

Theo Quy hoạch điện VIII được phê duyệt vào tháng 5/2023, năng lượng tái tạo (bao gồm điện gió và điện mặt trời) sẽ được chú trọng phát triển, đặt biệt là giai đoạn 2030 – 2050 nhằm đảm bảo phát thải ròng bằng 0. Định hướng đến năm 2030, NLTT sẽ chiếm tỷ lệ 30-40%, đến năm 2050 chiếm 67,5% tới 71,5% cơ cấu công suất nguồn điện. Điều này sẽ đem lại tác động tích cực lớn cho các doanh nghiệp xây lắp điện và các chủ đầu tư NLTT trong dài hạn. Dù vậy, những khung pháp lý cần thiết vẫn chưa được hoàn thiện, chủ yếu liên quan tới giá điện, ảnh hưởng đến quá trình đầu tư phát triển nhà máy NLTT. Chúng tôi kỳ vọng EVN cũng như Bộ Công Thương sẽ sớm hoàn thiện những hạn chế này trong năm nay, tạo điều kiện cho REE tập trung nguồn lực phát triển mảng NLTT nói chung và điện gió nói riêng.

Đối với REE, công ty cũng đang đặt NLTT làm lĩnh vực mũi nhọn trong dài hạn. Hiện REE đang phát triển dự án điện gió ngoài khơi tại Trà Vinh, có công suất 1.800MW, trong khi tổng công suất điện gió hiện tại của công ty là 127 MW.

Trong diễn biến mới nhất, nhà máy Lợi Hải 2 (29 MW) của REE hiện đang nằm trong danh sách thanh tra của Bộ Công An nên có rủi ro ngưng hoạt động, dù xác suất là rất thấp.

LUẬN ĐIỂM 2:

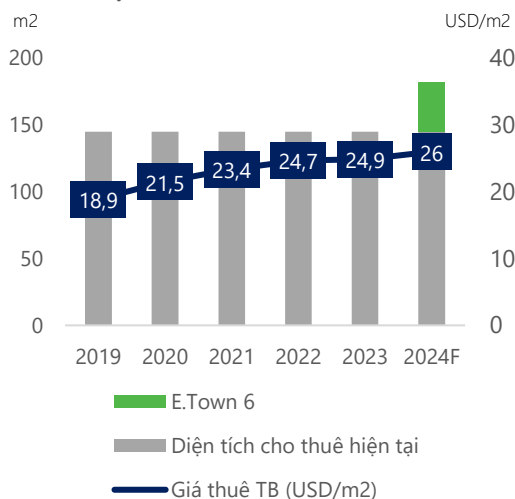
Đẩy mạnh mảng bất động sản

REE

CTCP Cơ điện Lạnh

DSC

DIỆN TÍCH & GIÁ CHO THUÊ



Nguồn: DSC tổng hợp

Đóng góp từ tòa nhà văn phòng cho thuê E. Town 6

E. Town 6 là dự án tòa nhà văn phòng cho thuê hạng A được REE khởi công xây dựng từ 2022. Dự án sở hữu chứng nhận LEED Platinum, phù hợp với xu hướng văn phòng xanh dự kiến sẽ chiếm vai trò chủ đạo trong tương lai.

Kể từ tháng 6/2024, dự án đã được cấp phép và đi vào hoạt động, nâng tổng diện tích cho thuê của REE lên 182 m² tương đương tăng 25% và đạt tỷ lệ cam kết cho thuê khoảng 20%.

Dự án dự kiến đạt tỷ lệ lấp đầy 50% trong năm 2024 và 80% trong năm 2025. Đồng thời, chúng tôi cũng kỳ vọng giá cho thuê dự kiến dao động ở 25\$-29\$/m² sẽ mang lại khoản doanh thu hàng năm tương đương 300 tỷ cho REE qua dự án này.

Dự án BĐS The Light Square

Dự án BĐS nhà ở thương mại The Light Square đánh dấu bước chân của REE vào lĩnh vực bất động sản nhà ở. Dự án được kỳ vọng nhờ vị trí nằm trong phân khu kinh doanh mua sắm, giải trí, trụ sở văn phòng của thành phố Thái Bình trong tương lai. The Light Square đã hoàn thành xây dựng vào cuối 2023, được mở bán từ tháng 1/2024 và bắt đầu bàn giao kể từ Q2/2024. Theo đó nhà phố diện tích 80 - 90m² có giá bán trung bình từ 15 tỷ VND, nhà biệt thự diện tích 173m² có giá bán từ 28 tỷ VND.

Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2024 công ty sẽ hoàn thành bán 100% các sản phẩm nhà phố thuộc giai đoạn 1 của dự án, vốn đã được BLĐ cam kết trong kỳ ĐHĐCĐ 2024. Tương ứng, chúng tôi ước tính REE sẽ ghi nhận 675~700 tỷ doanh thu từ dự án này trong năm nay.

Hình ảnh dự án The Light Square

Nguồn: REE, DSC tổng hợp



DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

DSC giữ nguyên doanh thu dự phóng và LNST của REE lần lượt là 8.280 tỷ (-11,6% YoY) và 2.498 tỷ (-28,9% YoY), dựa trên các giả định:

- (1) Thủy điện vẫn còn suy yếu tương đối, tuy nhiên sản lượng của các nhà máy thủy điện sẽ bắt đầu hồi phục trong giai đoạn cuối năm.
- (2) E.Town 6 đạt tỷ lệ lấp đầy 50% trong nửa cuối 2024.
- (3) Đóng góp từ việc bàn giao 100% các sản phẩm nhà phố thuộc giai đoạn 1 của dự án The Light Square.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá RNAV và P/E với tỷ trọng 50/50 để định giá REE. Mức định giá hợp lý cho năm 2024 là 72.500 VND, upside 7% so với mức giá đóng cửa ngày 10/09/2024, vì vậy DSC khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu này do đã vượt qua vùng giải ngân hấp dẫn.

Thống kê báo cáo phân tích của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của REE từ đầu năm 2024 tới nay, giá mục tiêu bình quân là 74.100 VND

BIỂU ĐỒ GIÁ

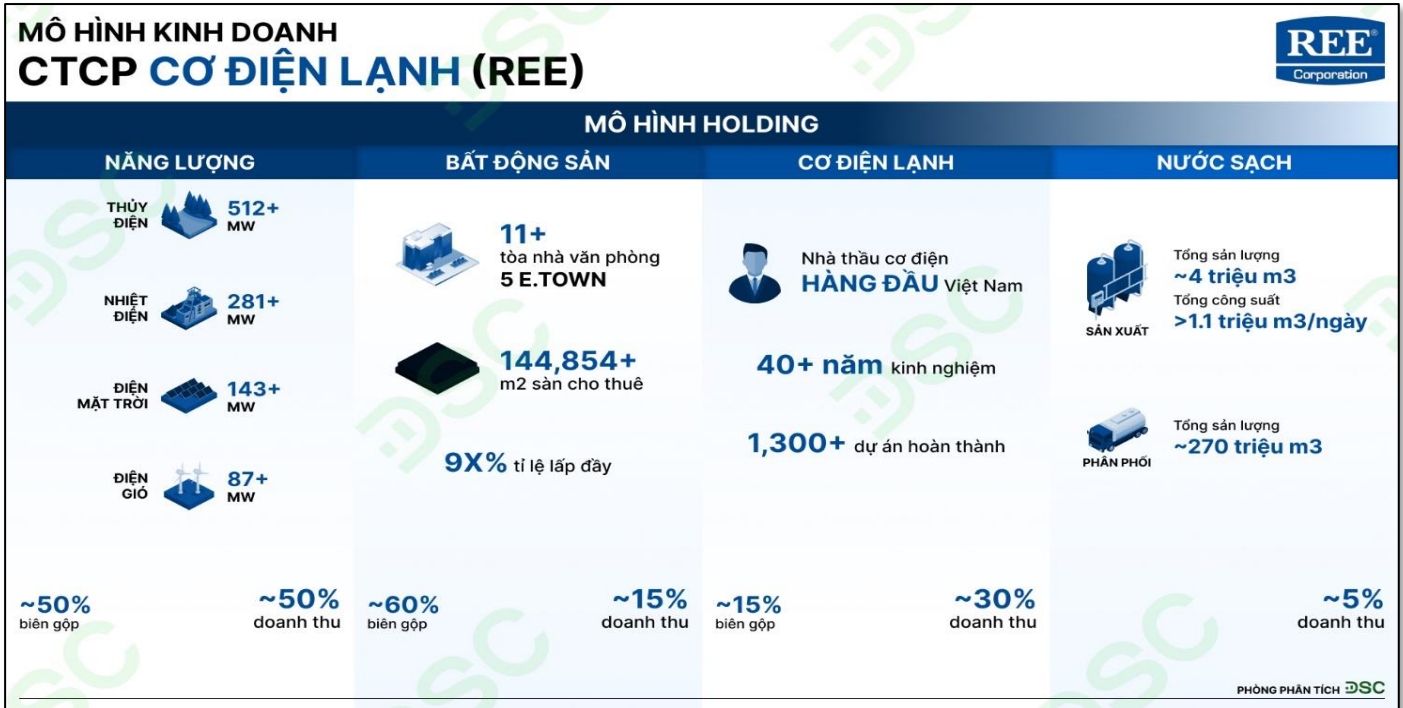


Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

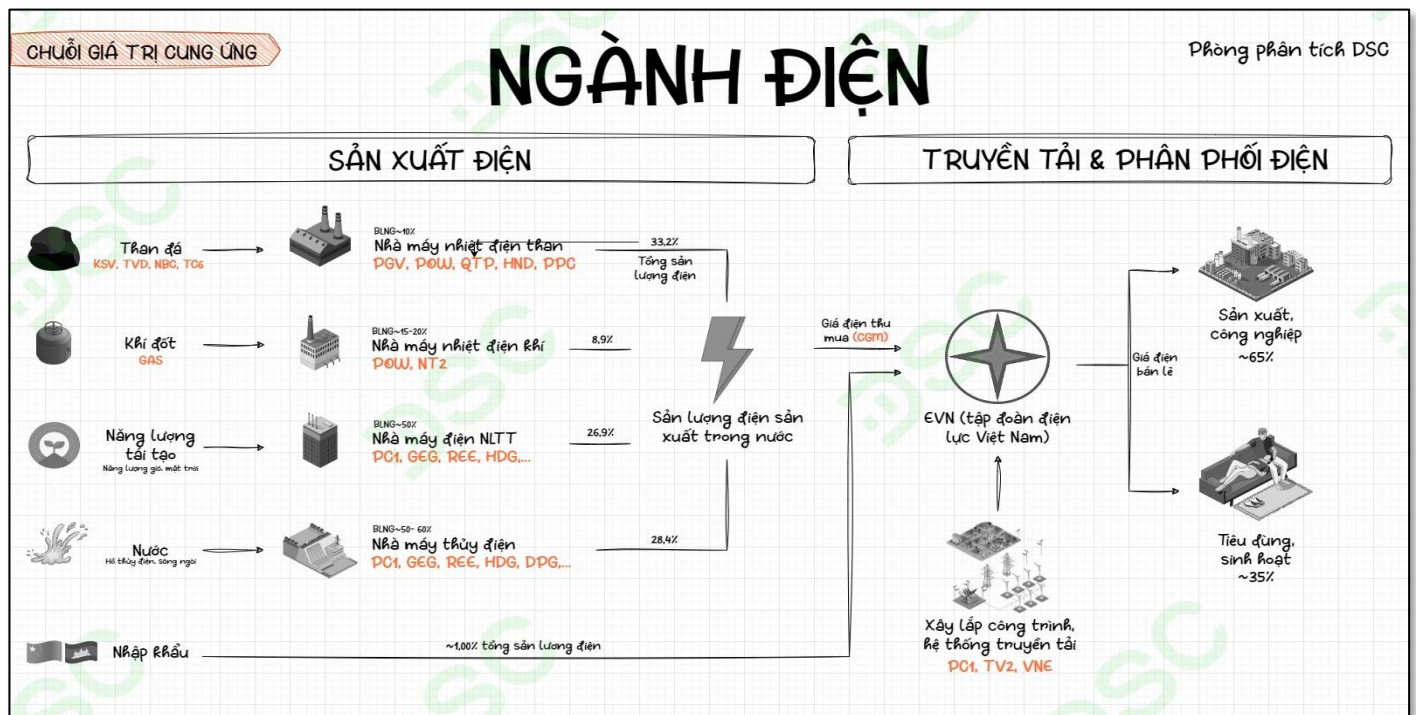
(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	9.372	8.570	8.280
% DTT (YoY)	61%	-9%	-3%
Lợi nhuận gộp	4.330	3.710	3.146
Lợi nhuận sau thuế	3.515	2.787	2.498
% LNST (YoY)	65%	-21%	-10%

Định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
P/E	32.474 Tỷ VND	50%
P/E mục tiêu	13,0 lần	
RNAV	33.284 Tỷ VND	50%
Giá trị hợp lý	32.879 Tỷ VND	
SLCPLH	471 Triệu	
Giá mục tiêu	69.800 VND	

MÔ HÌNH KINH DOANH



MÔ HÌNH HOẠT ĐỘNG NGÀNH



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

Phan Duy Thành

Chuyên viên Phân tích
thanh.pd@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn