

Phó phòng phân tích

Phạm Hồng Sơn

Son.ph@shs.com.vn

MUA

Giá hiện tại (17/12/2024): 66.500 VNĐ/cp

Giá mục tiêu: **93.000 VNĐ/cp**

% tăng/giảm giá: 40%

Chỉ tiêu

Vốn hoá (tỷ đồng)	31.934
Số lượng CPLH	471.013.400
KLCP đang niêm yết	471.013.400
KLGD trung bình 10 phiên (CP)	727.550
Giá thấp 52w	47.100
Giá cao 52w	75.700
Sở hữu NĐT nước ngoài	49%
Sở hữu nhà nước	4,59%
Free - float	40%

Nguồn: REE, SHS Research

Diễn biến giá cổ phiếu



Các chỉ số quan trọng

	2023	2024	2025F
Tổng tài sản	34.912	37.028	41.597
Vốn chủ sở hữu	20.770	22.736	26.271
Doanh thu	8.569	8.351	10.467
LNST	2.786	2.269	4.048
ROE	13%	10%	15%
ROA	8%	6%	10%
EPS (VNĐ)	5.341	3.783	6.748
BVPS (VNĐ)	42.269	39.668	45.266
P/B (x)	1,6	1,7	1,5
P/E (x)	12,7	17,5	9,8

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2025 sẽ đạt 2.738 tỷ đồng (+52,9% yoy), tương đương với EPS đạt 5.811 đồng/cổ phần. Với giá mục tiêu 93.000 đồng/cp, REE sẽ giao dịch tại mức P/E 16,0 lần, thấp hơn so với mức P/E hiện tại của doanh nghiệp là 17,5 lần.

Pha thời tiết Lanina quay trở lại là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của doanh nghiệp trong năm 2025

- Mảng thủy điện sẽ là động lực tăng trưởng chính với doanh thu kỳ vọng đạt 2.968 tỷ đồng (+30% yoy) do yếu tố thời tiết thuận lợi giúp doanh thu mảng năng lượng của REE đạt 4.743 tỷ đồng (+17% yoy), biên lợi nhuận gộp tăng từ 43% năm 2024 lên 52%, đạt 2.484 tỷ đồng (+42% yoy)
- Dự án toà nhà văn phòng E-town 6 đi vào vận hành sẽ giúp nâng tổng diện tích cho thuê văn phòng của REE thêm 25%.
- Dự án bất động sản The Light Square đã bắt đầu bàn giao từ Quý 3/2024 dự kiến sẽ đem lại cho REE 350 tỷ đồng lợi nhuận.
- Khoản đầu tư vào VIB dự kiến đem lại lợi nhuận đột biến khoảng 450 tỷ đồng sẽ là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Tiềm lực tài chính mạnh mẽ với nguồn tiền mặt dồi dào là cơ sở cho sự tăng trưởng bền vững trong dài hạn của doanh nghiệp

- Tổng giá trị tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn của REE tại thời điểm 30/09/2024 là 6.187 tỷ đồng (chiếm 17,4% tổng tài sản).
- Mức chi trả cổ tức của REE trong 3 năm gần nhất là 25%/năm (trong đó 15% cổ phiếu và 10% tiền mặt).

Luật điện lực (sửa đổi) được Quốc hội thông qua ngày 30/11/2024 đã mở đường cho các dự án năng lượng tái tạo, phù hợp với chiến lược phát triển trong dài hạn của REE

- Cơ chế mua bán điện trực tiếp DPPA sẽ góp phần thúc đẩy lợi nhuận của các dự án năng lượng tái tạo.
- Chiến lược dài hạn của REE sẽ tập trung phát triển vào năng lượng tái tạo, trong đó điện gió dự kiến sẽ bổ sung thêm khoảng 200MW công suất mỗi năm trong giai đoạn 2026 – 2028.

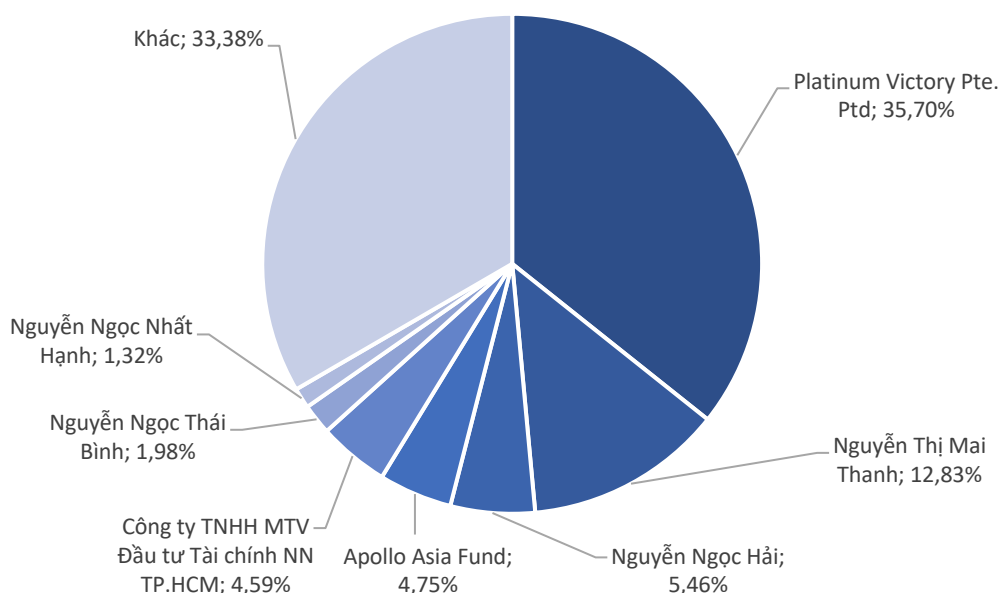
Rủi ro: Thời tiết không thuận lợi có thể dẫn tới sản lượng điện các nhà máy thủy điện không đạt như kỳ vọng.

1. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

REE là công ty đầu tiên niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam vào năm 2000. Hiện tại, REE hoạt động trong các lĩnh vực: năng lượng, nước và môi trường, bất động sản và dịch vụ M&E.

REE đang đầu tư vào lĩnh vực thủy điện, năng lượng mặt trời, điện gió và nhiệt điện với tổng công suất phát điện theo tỷ lệ sở hữu là 1.051 MW, cũng như nắm giữ cổ phần trong các công ty cung cấp nước với tổng công suất sản xuất nước tương ứng với tỷ lệ sở hữu là 450.000 m³/ngày. REE sở hữu và quản lý hơn 180.000 m² diện tích văn phòng cho thuê tại Thành phố Hồ Chí Minh, khách thuê là các công ty thuộc nhiều lĩnh vực kinh doanh. REE còn có công ty thành viên REE M&E là nhà cung cấp dịch vụ kỹ thuật, và cơ điện lạnh chuyên nghiệp hàng đầu Việt Nam với nhiều kinh nghiệm trong các dự án thương mại, công nghiệp và cơ sở hạ tầng.

1.1. Cơ cấu cổ đông



Quỹ ngoại Platinum Victory Pte. Ptd vẫn đang liên tục gia tăng tỷ lệ sở hữu tại REE

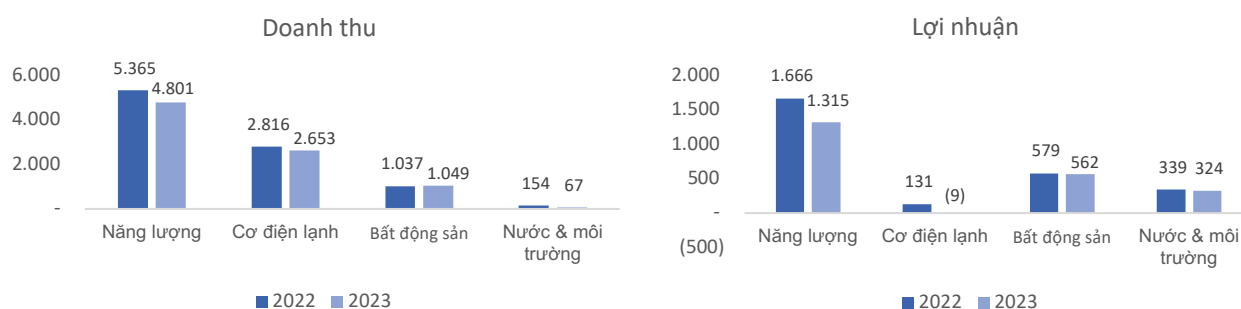
Quỹ Platinum Victory là đơn vị thuộc tập đoàn Jardine Matheson, tập đoàn này cũng đang nắm giữ lượng lớn cổ phần tại Vinamilk (10,62%) và Thaco (26,57%). Tổng giá trị cổ phần của Jardine tại 3 doanh nghiệp này ước tính khoảng hơn 2 tỷ usd.

Trên thị trường, quỹ Platinum Victory vẫn đang muốn tiếp tục gia tăng tỷ lệ sở hữu tại REE bằng việc đăng ký mua vào 30 triệu cổ phần để nâng tỷ lệ sở hữu tại REE lên 42% (tuy nhiên do REE là cổ phiếu đã kín room ngoại nên việc thực hiện mua vào này chỉ thực hiện được khi có cổ đông nước ngoài khác bán ra). Động thái này diễn ra trong bối cảnh khối ngoại liên tục bán ròng các mã cổ phiếu tại thị trường Việt Nam (tổng lượng bán ròng từ đầu năm 2024 lên tới hơn 80.000 tỷ đồng) đã cho thấy quyết tâm của quỹ ngoại này trong việc gia tăng tỷ lệ sở hữu của mình tại REE.

1.2. Các mảng hoạt động kinh doanh

Năng lượng là mảng hoạt động kinh doanh chính tạo ra phần lớn doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp

Năng lượng luôn đóng góp trên 60% vào lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp giai đoạn 2022 – 2023, tiếp đến là bất động sản và kinh doanh nước & môi trường. Mảng cơ điện lạnh mặc dù đứng thứ 2 về doanh thu nhưng lại tỏ ra không hiệu quả, thậm chí lỗ trong năm 2023.



a. Mảng kinh doanh năng lượng

REE tập trung đầu tư vào lĩnh vực năng lượng tái tạo từ năm 2010 và hiện sở hữu nhiều dự án gồm các nhà máy thủy điện, điện gió và điện mặt trời. Các nhà máy điện trong danh mục đầu tư của REE hiện đóng góp gần 12 tỷ kWh vào sản lượng điện quốc gia.

Thủy điện:

REE đã đầu tư vào 10 công ty thủy điện, gồm 4 công ty thành viên và 6 công ty liên kết với tổng công suất thiết kế là 1.268 MW. Danh sách các công ty bao gồm:

4 công ty thành viên



VSH

CTCP THỦY ĐIỆN
VĨNH SƠN – SÔNG HÌNH

KON TUM
356 MW

VĐL 2.362 tỷ VND

52,58%

Bao gồm ba nhà máy thủy điện đang vận hành:

- Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn với công suất 66 MW, tọa lạc trên sông Côn (Bình Định),
- Nhà máy Thủy điện Sông Hinh với công suất 70 MW, tọa lạc trên sông Hinh (Phú Yên),
- Nhà máy Thủy điện Thượng Kon Tum với công suất 220 MW, tọa lạc trên nhánh sông Đắk Nghé - thượng nguồn sông Đắk Bla (một nhánh chính của sông Sê San) (Kon Tum)



TBC

CTCP THỦY ĐIỆN THÁC BÀ

60,42%

YÊN BÁI
120 MW

VĐL 635 tỷ VND



MHP

CTCP THỦY ĐIỆN MUỖNG HUM

79,9%

LÀO CAI
35 MW

VĐL 508 tỷ VND



IED

CTCP PHÁT TRIỂN ĐIỆN ĐÔNG DƯƠNG

100%

LAI CHÂU
22 MW

VĐL 203 tỷ VND

6 công ty liên kết



TMP

CTCP THỦY ĐIỆN THÁC MƠ

42,6%

BÌNH PHƯỚC
170 MW
50 MWp

VĐL 700 tỷ VND



ISH

CTCP THỦY ĐIỆN SROK PHU MIỀNG - IDICO

34,3%

BÌNH PHƯỚC
51 MW

VĐL 450 tỷ VND

Sở hữu Nhà máy Thủy điện Thác Bà với công suất 120 MW, tọa lạc tại tỉnh Yên Bái, nhà máy sử dụng nguồn nước từ hồ Thác Bà - một trong ba hồ nhân tạo lớn nhất Việt Nam.

Sở hữu tổng công suất 34,8 MW bao gồm hai nhà máy thủy điện tọa lạc trên sông Ngòi Phát (Lào Cai) là:

- Nhà máy Thủy điện Mường Hum với công suất 32 MW,
- Nhà máy Thủy điện Bản Xèo với công suất 2,8 MW.

Sở hữu Nhà máy Thủy điện Nậm Ban 2 với công suất 22 MW nằm tại địa phận Xã Nậm Ban, Huyện Nậm Nhùn, Tỉnh Lai Châu.

Bao gồm 2 nhà máy thủy điện và 1 nhà máy điện mặt trời:

- Nhà máy Thủy điện Thác Mơ với công suất 150 MW, nằm ở bậc thang đầu tiên trên sông Bé (tỉnh Bình Phước)
- Hai nhà máy thủy điện nhỏ với tổng công suất 20 MW, nằm tại tỉnh Đắk Lắk và tỉnh Lâm Đồng
- Dự án điện mặt trời mặt đất vận hành thương mại từ tháng 12 năm 2020 với công suất 50 MWp tại tỉnh Bình Phước

Sở hữu Nhà máy Thủy điện Srok Phu Miềng với công suất 51 MW, nhà máy nằm ở bậc thang thứ ba trên sông Bé (Bình Phước).



BDH

CTCP THỦY ĐIỆN BÌNH ĐIỀN

25,5%

THỪA THIÊN HUẾ
44 MW

VĐL 155 tỷ VND

Sở hữu Nhà máy Thủy điện Bình Điền với công suất 44 MW, nằm trên nhánh sông Hữu Trạch của sông Hương (Thừa Thiên Huế)



SP2

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN
SỬ PÁN 2

28,9%

LÀO CAI
34,5 MW

VĐL 206 tỷ VND

Sở hữu nhà máy với công suất 34,5 MW nằm tại thành phố Sa Pa, Tỉnh Lào Cai.



SBH

CTCP THỦY ĐIỆN SÔNG BA HẠ

25,8%

PHÚ YÊN
220 MW

VĐL 1.242 tỷ VND

Sở hữu Nhà máy Thủy điện Sông Ba Hạ với công suất 220 MW, nằm ở bậc thang cuối cùng trên sông Ba (Phú Yên). Đây là một trong những nhà máy thủy điện lớn nhất ở khu vực miền Trung Việt Nam.



CHP

CTCP THỦY ĐIỆN MIỀN TRUNG

24,2%

THỪA THIÊN HUẾ
170 MW
50 MWp

VĐL 1.469 tỷ VND

Sở hữu Nhà máy Thủy điện A Lưới với công suất 170 MW tọa lạc tại tỉnh Thừa Thiên Huế, và Nhà máy Điện mặt trời Cư Jút với công suất 62 MWp tại tỉnh Đắk Nông.

Điện gió:

REE hiện sở hữu 4 nhà máy điện gió (tổng công suất thiết kế 126MW) thông qua 2 công ty thành viên là Công ty TNHH Điện gió REE Trà Vinh và CTCP Phong Điện Thuận Bình.



RTV

CÔNG TY TNHH ĐIỆN GIÓ REE
TRÀ VINH

100%

TRÀ VINH
48 MW

VĐL 868 tỷ VND

Nhà máy điện gió Trà Vinh V1-3 (48MW) là nhà máy điện gió ngoài khơi vận hành thương mại từ Quý 4/2021 và được hưởng giá FIT 9,8 US cent/kWh trong 20 năm.



TBW

CTCP PHONG ĐIỆN THUẬN BÌNH

50,0%

BÌNH THUẬN
78 MW

VĐL 500 tỷ VND

Bao gồm 03 nhà máy điện gió đang vận hành là:

- Nhà máy Điện gió Phú Lạc 1 (Tỉnh Bình Thuận) với công suất 24 MW và phát điện thương mại vào tháng 9 năm

2016. Giá FIT 8,5 US Cents/kWh.

- Nhà máy Điện gió Phú Lạc 2 (Tỉnh Bình Thuận) với công suất 26 MW và phát điện thương mại vào tháng 10 năm 2021. Giá FIT 8,5 US Cents/kWh.
- Nhà máy Điện gió Lợi Hải 2 (Tỉnh Ninh Thuận) với công suất 29 MW và phát điện thương mại vào tháng 10 năm 2021. Giá FIT 8,5 US Cents/kWh

Điện mặt trời:

REE tập trung vào các dự án năng lượng mặt trời áp mái thông qua công ty con thuộc sở hữu 100% là Công ty Cổ phần Năng lượng mặt trời REE (“REESE”). Tổng công suất điện REESE đang quản lý vận hành là 118,5 MWp. Các dự án của REESE tập trung ở những doanh nghiệp sản xuất có quy mô lớn và kho bãi đạt nhu cầu điện từ 1 MW đến 10 MW.

Nhiệt điện:

Hai nhà máy nhiệt điện thuộc danh mục đầu tư của REE là những nhà máy đã vận hành lâu đời, suất hao nhiệt cao.



PPC

CTCP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI

23,5%

📍 HẢI DƯƠNG

🔌 1.040 MW

VĐL 3.262 tỷ VND

Sở hữu Nhà máy nhiệt điện Phả Lại với tổng công suất 1.040 MW (dây chuyền 1: 440 MW và dây chuyền 2: 600 MW).



NBP

CTCP NHIỆT ĐIỆN NINH BÌNH

29,5%

📍 NINH BÌNH

🔌 100 MW

VĐL 129 tỷ VND

Sở hữu Nhà máy Nhiệt điện Ninh Bình – nhà máy nhiệt điện đầu tiên tại Việt Nam với công suất 100 MW. Nhà máy hoạt động theo cơ chế dịch vụ phụ trội, sản lượng điện huy động theo lệnh điều độ để đảm bảo an ninh hệ thống điện.

b. Mạng kinh doanh bất động sản

Hoạt động kinh doanh cho thuê văn phòng đem lại nguồn lợi nhuận ổn định trong nhiều năm nhờ tỷ lệ lấp đầy và biên lợi nhuận gộp cao.

Hiện tại, REE sở hữu và quản lý 181.652 m² diện tích cho thuê văn phòng tại khu vực Hồ Chí Minh, bao gồm 12 toà nhà với tỷ lệ lấp đầy bình quân đạt 95,3% và biên lợi nhuận gộp bình quân hơn 70%.

Các toà nhà thuộc sở hữu của REE bao gồm:

- 6 toà E-Town 1-6 tọa lạc trong khuôn viên E.town Cộng Hòa, Quận Tân Bình, Thành phố Hồ Chí Minh
- Tòa nhà E.town Central: số 11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, Tp. Hồ Chí Minh
- Tòa nhà REE Tower: số 9 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, Tp. Hồ Chí Minh
- Tòa nhà Bà Hom: số 61-63 Bà Hom, Quận 6, Tp. Hồ Chí Minh
- Tòa nhà Nguyễn Trãi: số 366 Nguyễn Trãi, Quận 5, Tp. Hồ Chí Minh
- Tòa nhà Maison: số 180 Pasteur, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
- Tòa nhà IDC: số 163 Hai Bà Trưng, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

REE bước chân vào mảng hoạt động phát triển bất động sản dân cư với dự án lớn đầu tiên là The Light Square tại Thái Bình .

Dự án bao gồm 45 căn hộ thấp tầng đã hoàn thiện và sẵn sàng bàn giao. Trong Quý 3/2024 REE đã ghi nhận 80 tỷ đồng doanh thu từ dự án này. Dự kiến dự án sẽ đem lại 1.000 tỷ đồng doanh thu và 350 tỷ đồng lợi nhuận.

c. Mạng kinh doanh cơ điện lạnh (M&E)

REE là nhà cung cấp dịch vụ kỹ thuật, cung ứng thiết bị và thầu cơ điện công trình hàng đầu Việt Nam

Với hơn 45 năm kinh nghiệm, REE M&E đã thực hiện hơn 1.000 dự án trong tất cả các lĩnh vực từ thương mại, dân dụng, công nghiệp đến cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên sự cạnh tranh về giá trong ngành ngày càng gay gắt khiến cho hoạt động M&E không đạt hiệu quả cao.

d. Mạng kinh doanh nước & môi trường

Hoạt động chính là sản xuất kinh doanh nước sạch, phân phối nước sạch và cung cấp dịch vụ kỹ thuật cho ngành cấp nước, xử lý nước.

REE đầu tư vào lĩnh vực nước với danh mục bao gồm 4 nhà máy sản xuất nước, 3 công ty phân phối nước, 1 công ty sản xuất – phân phối nước, và 1 công ty hoạt động trong lĩnh vực tư vấn công nghệ và xây dựng các dự án nhà máy nước.

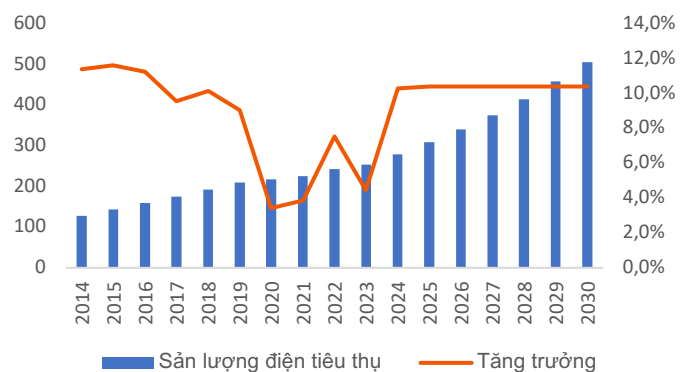
2. TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ VỊ THẾ CỦA DOANH NGHIỆP

2.1. Ngành năng lượng tái tạo

Nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức cao, bình quân CAGR 10,4% cho giai đoạn 2025 - 2030

Song hành cùng với sự phát triển của nền kinh tế, nhu cầu tiêu thụ điện tại Việt Nam liên tục duy trì mức tăng trưởng ở mức cao trong giai đoạn 2014 – 2024, bình quân đạt 8,4%/năm (giai đoạn 2020 – 2023 do ảnh hưởng của covid và suy thoái kinh tế nên tốc độ tiêu thụ điện có tăng trưởng chậm lại). Luỹ kế 10 tháng 2024, sản lượng điện toàn hệ thống đạt 258 tỷ kWh, tăng trưởng 10,6% so với cùng kỳ năm 2023.

Giai đoạn 2025 – 2030 là giai đoạn nền kinh tế bước vào chu kỳ tăng trưởng mới với mục tiêu của Chính phủ là tăng trưởng GDP bình quân 7%/năm, theo quy hoạch điện VIII tổng sản lượng điện toàn hệ thống dự kiến đạt 505 tỷ kWh, tương ứng với mức tăng trưởng bình quân 10,4%/năm.



Nguồn: EVN, SHS Research

Cơ chế giá điện bán lẻ mới hỗ trợ tài chính cho EVN trong dài hạn sẽ giúp giảm tỷ lệ Qc đối với các nhà máy thủy điện

Với vai trò là nhà phân phối chính, sức khỏe tài chính của tập đoàn EVN có ảnh hưởng lớn lên nhóm doanh nghiệp điện, bao gồm dòng tiền thanh toán cho các nhà máy, cũng như dòng tiền đầu tư các dự án nguồn, lưới điện. Theo đó, cơ chế mới có nhiều điểm cải thiện:

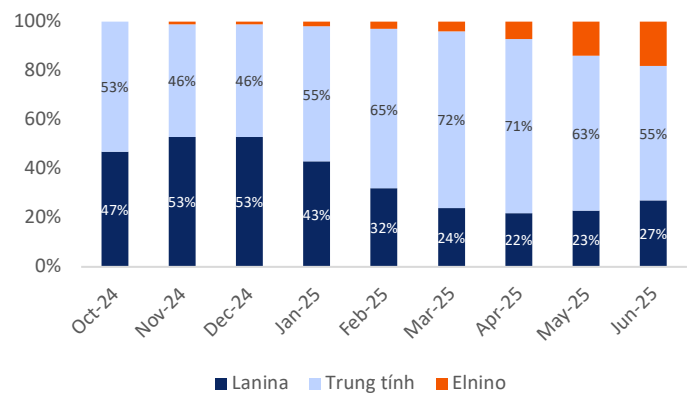
- Chu kỳ điều chỉnh giá tối thiểu giảm từ 6 tháng xuống 3 tháng, đảm bảo phản ánh những biến động chi phí trong ngắn hạn.
- Chi phí điều hành giao dịch thị trường và chi phí điều hành – quản lý ngành được đưa vào chi phí sản xuất, phản ánh đầy đủ hơn các chi phí phát sinh.
- EVN có trách nhiệm giảm giá điện tương ứng nếu mức giá tính toán giảm từ 1% trở lên so với giá bán lẻ bình quân hiện hành. Ngược lại, tập đoàn có thẩm quyền điều chỉnh tăng giá điện nếu mức giá tính toán tăng 3%-5%. Ở mức tăng 5%-10%, EVN được phép điều chỉnh sau khi báo cáo Bộ Công Thương chấp

thuận. Ở mức >10%, hoặc mức ảnh hưởng đến tình hình kinh tế vĩ mô, cần thông qua ý kiến các Bộ ban ngành và báo cáo Thủ tướng Chính phủ.

Việc tăng giá điện sẽ giúp tình hình tài chính EVN khả quan hơn, từ đó kỳ vọng trong việc tỷ lệ Qc huy động đối với các nhà máy thủy điện sẽ giảm từ 98% trong năm 2024 về mức 85-90%. Tuy nhiên trên quan điểm thận trọng chúng tôi vẫn sẽ duy trì mức Qc = 98% trong mô hình tính toán và sẽ cập nhật trong các báo cáo sau nếu có sự thay đổi.

Pha Lanina quay trở lại sẽ hỗ trợ mạnh cho các nhà máy thủy điện

Năm 2024, El-nino hoạt động mạnh trong 6 tháng đầu năm khiến lưu lượng nước đến hồ chứa các nhà máy thủy điện luôn duy trì ở mức thấp. Theo IRI pha Lanina sẽ quay trở lại từ tháng 11/2024 và sẽ duy trì cho đến hết Q1/2025, điều này sẽ tác động tích cực lên hoạt động sản xuất kinh doanh của các nhà máy thủy điện.



Nguồn: IRI, SHS Research

Luật điện lực sửa đổi có hiệu lực từ ngày 01/02/2025 tác động tích cực đến các dự án điện năng lượng tái tạo

Một điểm mới quan trọng trong Luật Điện lực (sửa đổi) là việc đẩy mạnh việc phát triển năng lượng tái tạo với các chính sách khuyến khích đầu tư vào năng lượng mặt trời, gió và các nguồn năng lượng tái tạo khác. Theo đó các dự án năng lượng tái tạo sẽ được thí điểm vận hành theo cơ chế mua bán điện trực tiếp DPPA (theo nghị định 80/2024/NĐ-CP). Chúng tôi đánh giá trong dài hạn, DPPA sẽ là bản lề để ngành điện Việt Nam tiến thêm 1 bước đến thị trường điện bán lẻ cạnh tranh và nhóm NLTT sẽ có lợi thế lớn nhờ tính “sạch” do sự phát triển mạnh mẽ của thị trường tín chỉ carbon.

Đầu tư vào lĩnh vực năng lượng tái tạo là ưu tiên hàng đầu trong chiến lược phát triển dài hạn, bền vững của REE. Với tiềm lực tài chính mạnh mẽ và đã có kinh nghiệm trong việc triển khai các dự

án điện gió, REE sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi khi các chính sách ưu đãi đối với các dự án NLTT được triển khai.

2.2. Ngành dịch vụ cho thuê văn phòng

Toà nhà E-town 6 đi vào hoạt động là động lực tăng trưởng chính

Tòa nhà E-town 6 là toà nhà văn phòng hạng B, đạt chứng chỉ LEED Platinum sẽ giúp tăng diện tích sàn thương mại cho thuê của REE lên 25%. Với ưu thế cơ sở vật chất mới hiện đại, cùng với tỷ lệ lấp đầy các toà văn phòng khác của REE luôn ở mức cao (trên 95%), dự kiến toà nhà E-town 6 sẽ nhanh chóng được lấp đầy và đạt tỷ lệ 90% trong năm 2025.

2.3. Ngành sản xuất và cung cấp nước

Tiếp tục duy trì ổn định do các nhà máy đã vận hành hết công suất và chưa có kế hoạch mở rộng

Các ông ty nước trong danh mục đầu tư của REE đã đi vào vận hành ổn định và hoạt động hết công suất. Trong năm 2025, nhà máy cấp nước Sông Đà giai đoạn 2 dự kiến sẽ đi vào hoạt động (nâng công suất xử lý nước của VCW lên gấp đôi, đạt 600.000 m3/ngày đêm sẽ là động lực tăng trưởng đối với mảng cung cấp nước sạch của REE.

2.4. Ngành M&E

Dự án sân bay Quốc tế Long Thành là điểm sáng hỗ trợ cho mảng hoạt động M&E

Tính đến cuối Q3/2024, giá trị hợp đồng ký mới của REE đạt 3,902 tỷ đồng, tăng 4 lần so với nền thấp năm ngoái, chủ yếu đến từ các hợp đồng xây dựng sân bay Long Thành. Dựa theo tiến độ và kế hoạch xây dựng sân bay Long Thành, dự kiến điểm rơi hạch toán doanh thu lợi nhuận đối với dự án này sẽ vào giai đoạn 2025 – 2026.

Sự phục hồi của ngành bất động sản kể từ năm 2026 trở đi sẽ hỗ trợ tích cực cho mảng hoạt động M&E

Chúng tôi kỳ vọng sẽ bắt đầu có sự phục hồi từ thị trường bất động sản, đặc biệt tại khu vực TP.HCM từ năm 2026 khi khung giá đất đã chính thức được ban hành, là cơ sở quan trọng để các doanh nghiệp triển khai nộp tiền sử dụng đất và cấp giấy phép xây dựng, hỗ trợ tăng nguồn việc cho REE trong mảng này.

3. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Cấu trúc vốn lành mạnh, tỷ lệ nợ vay thấp, nguồn tiền mặt dồi dào hỗ trợ cho doanh nghiệp tăng trưởng bền vững trong dài hạn

Chất lượng tài sản tốt tập trung chủ yếu vào mảng kinh doanh mũi nhọn là các dự án năng lượng tái tạo

Chính sách cổ tức cao và đều đặn phù hợp với tốc độ tăng trưởng hàng năm của doanh nghiệp

Tại thời điểm 30/09/2024, hệ số Nợ/VCSH của REE khá thấp (chỉ 0,64 lần), trong đó có đến 72% là nợ vay dài hạn của các dự án nhà máy điện.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định mỗi năm đem lại cho REE khoảng 3.000 tỷ đồng giúp REE chủ động trong các hoạt động đầu tư M&A các dự án điện nhằm mở rộng quy mô công suất.

Tính đến cuối Quý 3/2024, tổng giá trị tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của REE là 6.187 tỷ đồng (chiếm 17,4% tổng tài sản, trong đó chủ yếu là các khoản tiền gửi có kỳ hạn ngắn).

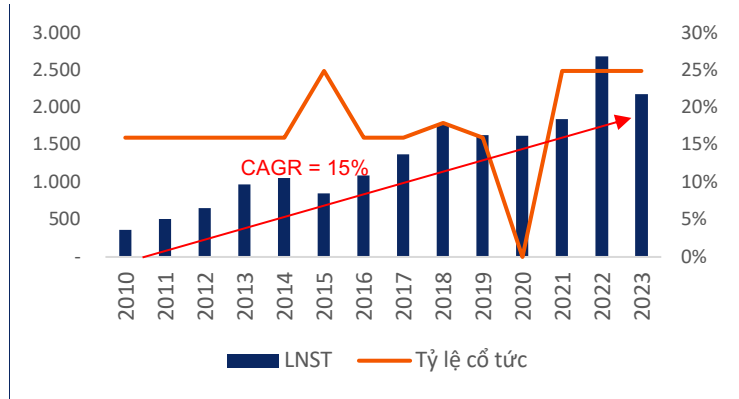
Tổng giá trị các khoản đầu tư của REE vào các nhà máy điện tại 30/09/2024 là 18.400 tỷ đồng (chiếm 51,7% tổng tài sản). Ngoài ra các khoản đầu tư khác của REE vào mảng văn phòng và nước sạch lần lượt là 2.800 tỷ đồng và 2.350 tỷ đồng.

Ngoài các công ty thành viên trực thuộc, các khoản đầu tư của REE vào các công ty liên kết cũng đem lại hiệu quả tốt trong nhiều năm trở lại đây.

Năm	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Lợi nhuận đóng góp (tỷ đồng)	Tỷ suất lợi nhuận
Năm 2022	6.490	1.077	16,6%
Năm 2023	6.560	877	13,4%
9T/2024	6.221	440	7,1%

Nguồn: BCTC hợp nhất REE

REE là một trong những doanh nghiệp có chính sách chi trả cổ tức đều đặn kể từ khi niêm yết (ngoại trừ năm 2020 do ảnh hưởng của covid nên REE không thực hiện chi trả cổ tức). Trong 3 năm gần nhất, tổng tỷ lệ chi trả cổ tức của REE là 25% (trong đó có 10% tiền mặt và 15% cổ phiếu). Việc tăng số lượng cổ phiếu mỗi năm thêm 15% cũng phù hợp với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân của doanh nghiệp (tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2010 – 2023 đạt CAGR = 15%)



Nguồn: SHS tổng hợp

4. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2025 – 2028

Mảng năng lượng tái tạo

Thủy điện sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2025 do hưởng lợi từ pha Lanina và nhà máy thủy điện Thác Bà 2 (công suất 19MW) đi vào hoạt động từ Quý 1/2025.

Chúng tôi cho rằng thời điểm khó khăn nhất với các nhà máy thủy điện đã qua đi và kết quả kinh doanh của nhóm thủy điện sẽ bắt đầu khởi sắc kể từ Quý 4/2024. Việc vận hành nhà máy thủy điện Thác Bà 2 sẽ giúp mảng thủy điện của REE tăng thêm 3,5% công suất phát điện.

Mặc dù tài chính của EVN đã khởi sắc hơn sau đợt tăng giá điện bán lẻ bình quân thêm 4,8% cuối năm 2024, tuy nhiên để thận trọng chúng tôi vẫn duy trì tỷ lệ Qc đối với các nhà máy thủy điện ở mức 98% các năm tiếp theo.

Ngoài ra, dự án Trà Khúc 2 (công suất 30MW) dự kiến vận hành trong năm 2027 cũng sẽ giúp công suất thủy điện của REE tăng thêm 5%.

Nhà máy điện gió Duyên Hải (công suất 48MW) vận hành thương mại trong năm 2026 sẽ giúp nâng sản lượng điện gió thêm 46%.

Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi ước tính nhà máy điện gió Duyên Hải sẽ mất 2 năm để đạt 90% công suất tối đa. Các dự án điện gió khác của REE chúng tôi chưa đưa vào mô hình do chưa có phê duyệt đầu tư chính thức.

Đơn vị: tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu mảng điện	5.364	4.800	4.062	4.743	4.770	5.156	5.250
Tăng trưởng (%)	83%	-11%	-16%	17%	1%	8%	2%
Doanh thu thủy điện	3.847	3.072	2.291	2.968	2.757	2.902	2.902

<i>Tăng trưởng (%)</i>	96%	-20%	-26%	30%	-7%	5%	0%
Doanh thu điện gió	697	842	899	917	1.089	1.261	1.280
<i>Tăng trưởng (%)</i>	247%	21%	7%	2%	19%	16%	2%
DT điện mặt trời áp mái	229	256	286	313	344	377	413
<i>Tăng trưởng (%)</i>	8%	12%	10%	10%	10%	10%	10%
DT điện bán lẻ	591	630	585	544	578	615	654
<i>Tăng trưởng (%)</i>	6%	7%	-7%	6%	6%	6%	6%

Nguồn: SHS dự báo

Mảng kinh doanh bất động sản

Chúng tôi kỳ vọng toà nhà E-town 6 sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy 90% tại thời điểm cuối 2025. Ngoài ra, giá cho thuê các toà nhà văn phòng của REE cũng sẽ được điều chỉnh tăng 5% theo mỗi chu kỳ 2 năm.

Dự án The Light Square đã mở bán từ Quý 3/2024 dự kiến sẽ được bàn giao hết cho khách hàng trong năm 2025.

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu cho thuê VP	1.036	1.048	1.074	1.205	1.348	1.348	1.416
<i>Tăng trưởng (%)</i>		1%	3%	12%	12%	0%	5%
DT dự án The Light Square	-	-	320	760	-	-	-

Nguồn: SHS dự báo

Mảng kinh doanh M&E

Chúng tôi cho rằng với sự phục hồi của thị trường bất động sản và điểm rơi lợi nhuận của dự án Long Thành trong giai đoạn 2025 – 2026, mảng M&E của REE sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng bình quân 5%/năm cho giai đoạn 2025 – 2028.

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu M&E	2.816	2.653	2.915	3.060	3.213	3.374	3.543
<i>Tăng trưởng (%)</i>		-6%	10%	5%	5%	5%	5%

Nguồn: SHS dự báo

Các khoản đầu tư tại các công ty liên kết của REE vẫn sẽ tiếp tục đóng góp lợi nhuận lớn vào BCTC hợp nhất

Các khoản đầu tư của REE tại các công ty liên kết đều là các công ty thuộc lĩnh vực điện và nước, là các doanh nghiệp hoạt động ổn định trong nhiều năm qua. Năm 2024 do ảnh hưởng của El Niño, các nhà máy thủy điện liên kết của REE hoạt động dưới công suất khiến lợi

nhuận đóng góp từ nhóm công ty này sụt giảm mạnh. Chúng tôi kỳ vọng năm 2025 do hưởng lợi từ Lanina, lợi nhuận đóng góp từ các công ty này sẽ khả quan trở lại và về bằng với năm 2023 (tương đương với kịch bản thời tiết ở pha trung tính).

Đơn vị: tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận từ CTLK	1.077	877	708	903	903	903	903

Nguồn: SHS dự báo

Doanh thu từ hoạt động tài chính tiếp tục tăng trưởng nhờ số dư tiền mặt dồi dào

Chúng tôi cho rằng với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào như hiện tại, mỗi năm REE sẽ có thêm lượng tiền mặt từ 3.000 – 3.500 tỷ đồng. Với lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 3 – 6 tháng hiện nay khoảng 4,5 - 5%/năm, doanh thu từ tiền gửi mỗi năm của REE sẽ tăng trưởng khoảng 130 - 150 tỷ đồng/năm.

Khoản đầu tư vào VIB đem lại lợi nhuận đột biến cho doanh nghiệp

Quý 4/2022, REE đã đầu tư 60 triệu cổ phần VIB với giá vốn trung bình 11.700 đồng. Tính đến thời điểm hiện tại, khoản đầu tư này của REE đang tạm lãi 456 tỷ đồng. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo khi cần tiền để đầu tư vào các dự án năng lượng lớn, REE sẽ hiện thực hoá lợi nhuận khoản đầu tư này.

Do chưa xác định được thời điểm cụ thể nên tạm thời chúng tôi chưa đưa khoản lợi nhuận này vào mô hình

Đơn vị: tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	9.371	8.569	8.351	9.829	9.392	9.938	10.269
Lợi nhuận gộp	4.329	3.709	3.012	4.065	3.959	4.184	4.305
Doanh thu tài chính	186	227	233	379	503	637	783
Chi phí tài chính	941	1.016	812	755	769	722	643
Lợi nhuận từ công ty LK	1.077	877	708	903	903	903	903
Lợi nhuận trước thuế	3.878	3.056	2.520	3.884	3.919	4.286	4.608
Lợi nhuận sau thuế	3.515	2.786	2.279	3.486	3.517	3.834	4.114
LNST của công ty mẹ	2.692	2.188	1.790	2.738	2.762	3.011	3.231
EPS (đồng/cp)	7.555	5.341	3.800	5.811	5.863	6.392	6.857
P/E Foward	9,0	12,7	17,5	11,4	11,3	10,4	9,7

Nguồn: SHS dự báo

5. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng mô hình định giá chiết khấu dòng tiền FCFF. Theo đó giá trị hợp lý của cổ phiếu REE là 93.000 đồng/cp, +40% so với giá đóng cửa 66.500 đồng/cp của REE ngày 17/12/2024

Các yếu tố giả định chúng tôi sử dụng trong mô hình:

Yếu tố giả định	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro giai đoạn 2025 – 2028 (Bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm)	1,90%
Lãi suất phi rủi ro giai đoạn 2028 trở đi (Bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm)	2,60%
Phần bù rủi ro đối với thị trường VN (Theo Moody's Rating)	11,13%
Beta cổ phiếu REE	1,17
Tỷ lệ chiết khấu VCSH GĐ 2025 – 2028	14,92%
Tỷ lệ chiết khấu VCSH từ 2028 trở đi	15,62%
WACC bình quân GĐ 2025 - 2028	12,37%
WACC bình quân GĐ 2028 trở đi	13,57%
Tốc độ tăng trưởng trong dài hạn	3%

Kết quả định giá:

Đơn vị: tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	2.279	3.486	3.517	3.834	4.114
Khấu hao	1.170	1.170	1.280	1.340	1.340
Thay đổi vốn lưu động	1.027	274	296	36	98
Chi đầu tư	(834)	(2.200)	(1.200)	-	-
Lãi vay sau thuế	704	654	666	626	557
FCFF	4.346	3.385	4.561	5.838	6.110
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền	51.909				
(+) Tiền mặt tại 31/12/2024	6.607				
(-) Nợ vay tại 31/12/2024	10.755				
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	3.941				
Giá trị VCSH công ty mẹ	43.820				
Tổng số cổ phiếu lưu hành	471.013.400				
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	93.000				

Nguyễn Minh Hạnh

Giám đốc Trung tâm Phân tích

Phạm Hồng Sơn

Phó phòng phân tích

Son.ph@shs.com.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Những quan điểm được trình bày trong báo cáo đã phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về công ty này. Chúng tôi xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan tới các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ cổ phiếu. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. Ngoài yếu tố nội tại, tâm lý thị trường có thể ảnh hưởng tới biến động giá cổ phiếu. Quá trình định giá doanh nghiệp cũng có thể có những thay đổi tùy thuộc vào diễn biến nền kinh tế vĩ mô, chính sách của nhà nước đối với ngành nghề kinh doanh, sự phát triển chung của ngành và biến động liên quan đến tình hình hoạt động, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Việc diễn giải các khuyến nghị này cần được thực hiện một cách linh hoạt và chúng tôi không có bất cứ trách nhiệm nào nếu việc sử dụng khuyến nghị này gây ra thiệt hại.

MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội Số 41
Ngô Quyền, Hàng Bài, Q. Hoàn Kiếm, Tp. Hà
Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Cao Ốc Sài Gòn Metropolitan
Số 235 Đồng Khởi, P. Bến Nghé, Q1, Tp.
Hồ Chí Minh

Tel: (84-28)-3915 1368

Fax: (84-28)-3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2 Số 03 Lê
Đình Lý, Phường Vĩnh Trung, Quận
Thanh Khê, Tp. Đà Nẵng

Tel: (84-236)-352 5777

Fax: (84-236)-352 5779



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)



Website: shs.com.vn



Tel: 84.24.38181888



Email: contact@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SHTrading

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: trading.shs.com.vn