

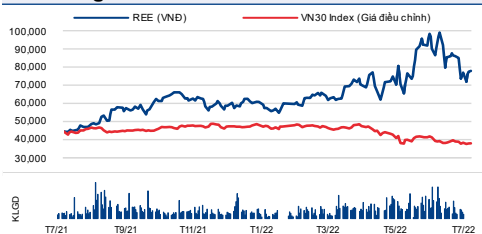
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ84.700 (từ VNĐ71,217)
Tiềm năng tăng/giảm: 8.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/7/2022)	77,900
Mã Bloomberg	REE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	44,174-99,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	76,140
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	27,686
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,180
Slg CP lưu hành (tr.đv)	355
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	174
Slg CP NN được mua (tr.đv)	174
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	42.3%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (32.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(14.2)	2.97	75.0
So với chỉ số	(11.9)	26.1	105
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2022F	6,797	6,453	5.3
2023F	7,119	7,242	(1.7)
2024F	7,552	8,067	(6.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

REE là tập đoàn đa ngành đầu tư chuyên về các ngành dịch vụ tiện ích. Công ty đang dần mở rộng sang phát triển năng lượng tái tạo bên cạnh các mảng kinh doanh khác như cho thuê văn phòng, bất động sản và xây lắp điện.

Chuyên viên phân tích

Bùi Mạnh Khang

Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản
khang.bm@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Trưởng Phòng, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Nâng dự báo nhờ thủy điện; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC nâng 4-11% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2022-2024, chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng dự báo mảng thủy điện hưởng lợi nhờ nền kinh tế phục hồi, giá bán trên thị trường điện cạnh tranh cao và điều kiện thủy văn thuận lợi.
- Từ đó, chúng tôi nâng 19% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 84.700đ. Giá mục tiêu của chúng tôi chiết khấu 15% so với RNAV dự phóng (sau khi chuyển giai đoạn dự phóng sang giữa năm 2023).
- Mức chiết khấu 15% so với RNAV thấp hơn đáng kể so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm là 26%, tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức chiết khấu sẽ tiếp tục thu hẹp nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực. REE hiện đang giao dịch chiết khấu 22% so với RNAV.

Sự kiện: KQKD mảng thủy điện mạnh mẽ

Mảng thủy điện có kết quả rất khả quan thời gian gần đây. Theo đó, HSC đã xem xét lại các dự báo, triển vọng dài hạn và khuyến nghị đối với REE.

Giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh và sản lượng thủy điện tăng mạnh vượt kỳ vọng trong Q1/2022; do đó, doanh thu điện trong quý đã vượt 20% dự báo của chúng tôi. HSC kỳ vọng xu hướng này sẽ được duy trì trong năm 2022.

Tác động: Nâng 4-11% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2022-2024

HSC nâng lần lượt 10,7%, 6,4% và 3,9% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2022-2024 lên 2.284 tỷ đồng (tăng trưởng 23,1%), 2.530 tỷ đồng (tăng trưởng 10,8%) và 2.684 tỷ đồng (tăng trưởng 6,1%). Lợi nhuận vượt dự báo của chúng tôi chủ yếu do mảng thủy điện vượt kỳ vọng trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi sau khi mở cửa trở lại sau đại dịch, giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh cao và điều kiện thủy văn thuận lợi. Chúng tôi ước tính lợi nhuận mảng thủy điện sẽ đóng góp 42% tổng lợi nhuận của REE trong năm 2022 (tăng từ 35% trong năm 2021) và chúng tôi dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận mảng này trong 3 năm tới là 11%.

EPS dự phóng của chúng tôi hiện cao hơn 5,3% so với dự báo của thị trường trong năm 2022 nhưng thấp hơn lần lượt 1,7% và 6,4% trong năm 2023 và 2024.

Định giá và khuyến nghị

REE đang giao dịch chiết khấu 22% so với RNAV dự phóng của chúng tôi - theo phương pháp SoTP - là 99.610đ, thấp hơn so với mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 26%. Tuy nhiên, HSC vẫn duy trì giá mục tiêu ở mức chiết khấu là 15% so với RNAV nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ sẽ thúc đẩy nâng định giá đối với cổ phiếu.

HSC nâng 19% giá mục tiêu lên 84.700đ sau khi chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023 cùng với việc nâng dự báo lợi nhuận. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với REE.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,561	2,747	3,978 ▲	4,173 ▲	4,237 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,628	1,855	2,284 ▲	2,530 ▲	2,684
EPS ĐC (đồng)	5,251	6,003	6,797 ▲	7,119 ▲	7,552
DPS (đồng)	1,949	277	1,000 ▼	2,000 ▼	2,500
BVPS (đồng)	36,938	43,041	42,855	47,974	53,026
EV/EBITDA ĐC (lần)	18.6	12.5	8.72	7.85	7.21
P/E ĐC (lần)	14.8	13.0	11.5	10.9	10.3
Lợi suất cổ tức (%)	2.50	0.36	1.28	2.57	3.21
P/B (lần)	2.11	1.81	1.82	1.62	1.47
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(0.66)	14.3	13.2	4.74	6.08
ROAE (%)	14.9	15.0	16.0	15.7	15.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

KQKD mảng thủy điện được dự báo sẽ rất tích cực

Chúng tôi nhận thấy triển vọng của REE đang dần cải thiện, chủ yếu nhờ các nhà máy thủy điện hoạt động tích cực cùng với sự phục hồi vượt kỳ vọng của mảng M&E. Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, tốc độ CAGR lợi nhuận thuần trong 3 năm tới sẽ là 13,1% (tăng từ 11,7%). Chúng tôi cũng nâng 19% giá mục tiêu lên 84.700đ, dựa trên mức chiết khấu 15% so với RNAV, sau khi chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

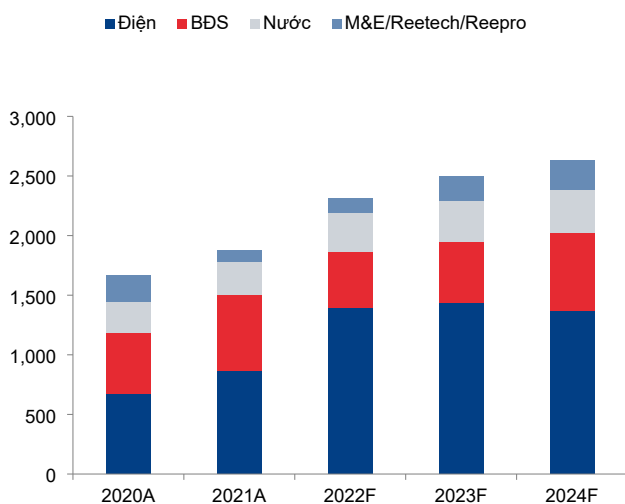
KQKD mảng thủy điện vượt kỳ vọng

Mảng thủy điện có kết quả tốt kể từ đầu năm 2022. Giá CGM và sản lượng thủy điện đều vượt kỳ vọng trong Q1/2022; do đó, doanh thu mảng điện trong Q1/2022 vượt 20% so với dự báo của chúng tôi. HSC kỳ vọng xu hướng này sẽ được duy trì trong phần còn lại của năm 2022.

Mảng thủy điện đóng góp khoảng 35% lợi nhuận của REE trong năm 2021 và hiện chiếm 26% tổng tài sản ước tính của chúng tôi. REE hiện đang vận hành 5 nhà máy (tổng công suất thiết kế 511MW) thông qua 2 công ty con là CTCP Vĩnh Sơn-Sông Hình (VSH: Không xếp hạng, REE sở hữu 50,45% cổ phần) và CTCP Thác Bà (TBC: Không xếp hạng, REE sở hữu 60,42% cổ phần)

Biểu đồ 1: Lợi nhuận thực tế và ước tính, REE

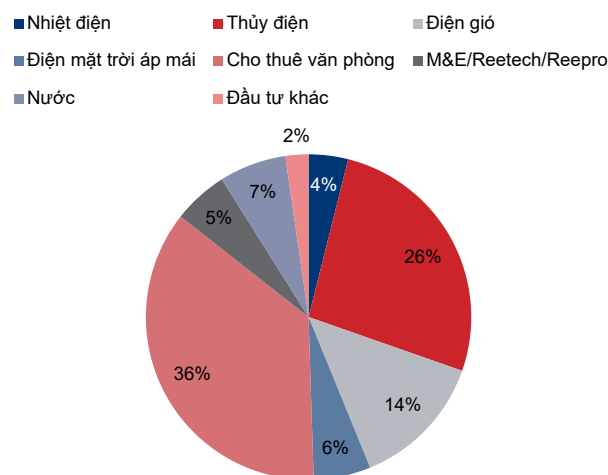
Mảng điện, chủ yếu là thủy điện, đóng góp nhiều nhất vào lợi nhuận của Công ty



Nguồn: HSC

Biểu đồ 2: Tổng tài sản ước tính dự phóng, REE

Điện/NLTT đóng góp 50%, với thủy điện chiếm tỷ trọng lớn nhất



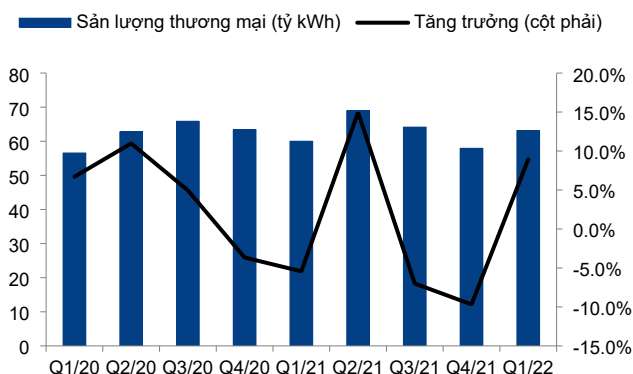
Nguồn: HSC

KQKD mảng thủy điện được củng cố nhờ một số yếu tố trong giai đoạn này như sau:

- (1) Hoạt động kinh tế hồi phục sau đại dịch đang thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện (Bảng 3);
- (2) Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh (giá CGM) cao (Bảng 4), do nguồn cung từ nhiệt điện than thiếu hụt trong bối cảnh xung đột giữa Nga-Ukraina kéo dài và Trung Quốc áp dụng các biện pháp phong tỏa gây ra tình trạng gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu và theo đó làm tăng giá hàng hóa cơ bản (bao gồm cả than); và
- (3) Xuất hiện hiện tượng La Nina, có lợi cho sản xuất thủy điện (Bảng 5).

Biểu đồ 3: Nhu cầu tiêu thụ điện trong nước (tỷ kWh)

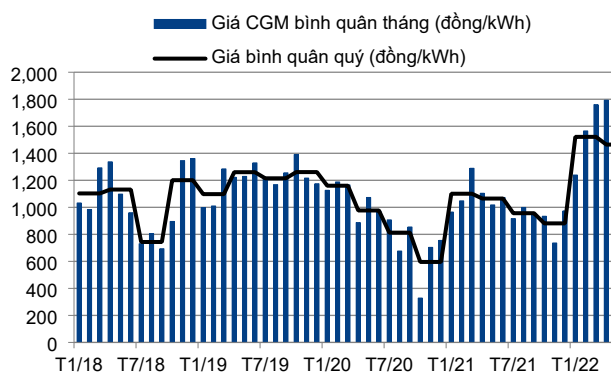
Nhu cầu tiêu thụ điện tăng trở lại trong Q1/2022



Nguồn: EVN

Biểu đồ 4: Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh cuối T5/2022

Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh ở mức cao nhất trong vòng 4,5 năm qua

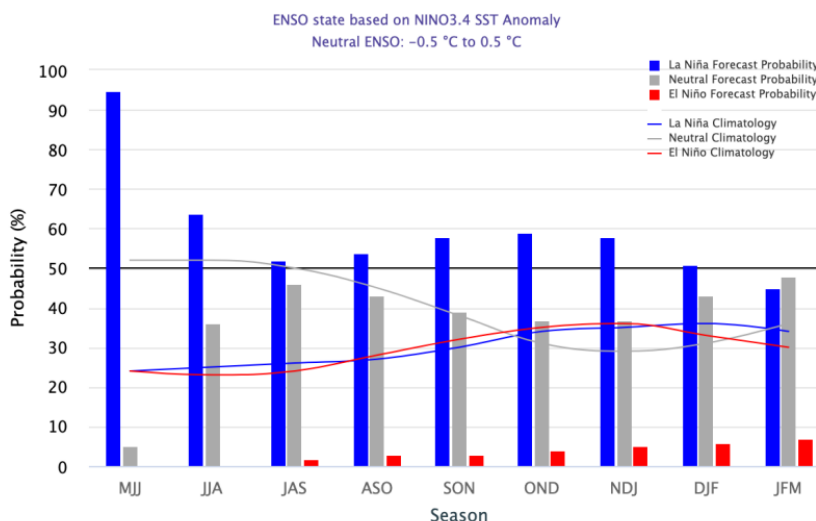


Nguồn: EVN

Biểu đồ 5: Dự báo xác suất ENSO

La Nina khiến lượng mưa trên mức trung bình ở Việt Nam, có lợi cho sản xuất thủy điện, điều này có thể duy trì đến cuối năm 2022 (tỷ lệ 55-65%)

Early-June 2022 CPC/IRI Official Probabilistic ENSO Forecasts



Lưu ý: MJJ – tháng 5,6,7; JJA – tháng 6,7,8;...vv...
 Nguồn: NOAA

Do đó, HSC nâng 20% dự báo doanh thu mảng điện của REE lên 4.846 tỷ đồng (tăng trưởng 63,5%) trong năm 2022, chủ yếu nhờ tăng trưởng sản lượng.

Về giá cả, mặc dù chúng tôi điều chỉnh nâng giá định giá CGM bình quân trong năm 2022 lên 1.400đ/kWh (tăng 40% so với cùng kỳ), nhưng điều này bị bù trừ do nguy cơ chậm trễ trong quá trình áp dụng giá PPA mới được điều chỉnh tăng tại nhà máy Thượng Kontum (Mời xem chi tiết bên dưới). Nhìn chung, tác động của việc điều chỉnh tăng giá CGM đối với dự báo của HSC là rất hạn chế.

Chưa thống nhất giá PPA đàm phán lại đối với nhà máy Thượng Kontum

REE đang đàm phán lại với EVN để nâng giá hợp đồng mua bán điện (PPA) tại nhà máy Thượng Kontum, nhà máy điện lớn nhất của REE, với công suất lắp đặt là 220MW. Chúng tôi ước tính mức giá được đưa ra sẽ là 1.316đ/kWh, cao hơn 44% so với mức giá hiện tại (914đ/kWh) dựa trên một số yếu tố. Mặc dù vẫn chưa thống nhất, HSC kỳ vọng mức giá mới sẽ có hiệu lực từ đầu năm 2023, chậm hơn so với giá định trước đó của chúng tôi là trong Q3/2022.

Mức giá cao hơn đáng kể được kỳ vọng sẽ kéo dài đến cuối năm 2032, từ đó sẽ giúp nhà máy chi trả các khoản nợ trong những năm đầu hoạt động. Sau năm 2032, một mức giá thấp hơn khoảng 730đ/kWh dự kiến sẽ được áp dụng để duy trì IRR của dự án.

Bảng 6: Các dự án thủy điện do các công ty con của REE nắm quyền kiểm soát

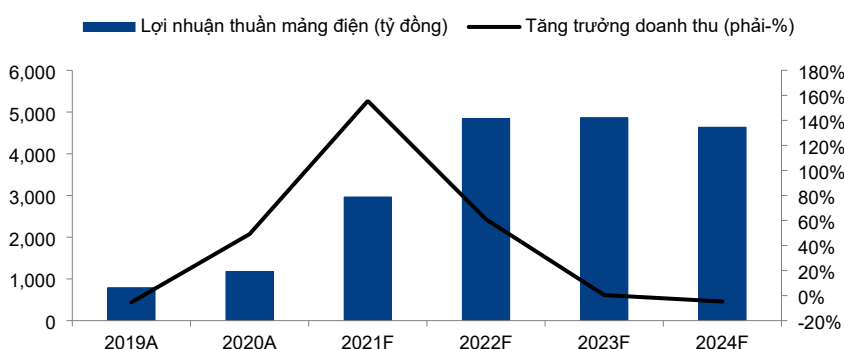
Nhà máy Thượng Kontum là công ty con của VSH là nhà máy điện lớn nhất của REE, với công suất thiết kế là 220MW

Nhà máy	Công ty	Lợi ích của REE	Vị trí	Công suất thiết kế (MW)
Vĩnh Sơn	VSH	50%	Bình Định	66
Sông Hình	VSH	50%	Phu Yên	70
Thượng Kontum	VSH	50%	Kon Tum	220
Thác Bà	TBC	60%	Yên Bái	120
Mường Hum	TBC	31%	Lao Cai	35

Nguồn: HSC

Biểu đồ 7: Dự báo doanh thu mảng điện, REE

Dự báo đi ngang sau khi tăng trưởng 64% trong năm 2022



Nguồn: HSC

Bất chấp mức giá bán thấp hiện tại tại nhà máy Thượng Kontum, sản lượng thủy điện cao và hoạt động trong cả năm lần đầu của một số dự án điện mới - bao gồm nhà máy Thượng Kontum (thủy điện), nhà máy Phú Lạc 2, Lợi Hải 2 và Trà Vinh 3 (tất cả đều là điện gió), Tổng doanh thu điện của REE dự kiến sẽ tăng trưởng 63,5% trong năm 2022.

Trong năm 2023, HSC dự báo tổng sản lượng tiêu thụ thủy điện sẽ giảm 6,4% so với cùng kỳ do hiệu ứng có lợi là La Nina có thể sẽ biến mất dần. Tuy nhiên, với mức giá PPA dự kiến cao hơn tại nhà máy Thượng Kontum, chúng tôi dự báo doanh thu mảng điện sẽ đi ngang đạt 4.866 tỷ đồng. Trong năm 2024, chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện sẽ tiếp tục giảm 6,9% so với cùng kỳ và do đó dự báo doanh thu là 4.635 tỷ đồng (giảm 4,7% so với cùng kỳ).

Mảng M&E/Reetech/Reepro được kỳ vọng sẽ hồi phục mạnh

Mảng M&E/Reetech/Reepro bao gồm M&E, dịch vụ, sản xuất và kinh doanh điều hòa nhiệt độ (Reetech) và lắp đặt điện mặt trời áp mái (Reepro). Tổng doanh thu mảng này đóng góp 31% doanh thu của REE nhưng chỉ đóng góp khoảng 5% lợi nhuận trong năm 2021 - chúng tôi kỳ vọng những mảng này sẽ có đóng góp tương tự trong năm 2022. Trong RNAV dự phóng của chúng tôi, mảng này đóng góp 5,9%.

M&E đóng góp quan trọng nhất trong mảng này với khoảng 90% lợi nhuận và giá trị. REE được biết đến là nhà thầu đặc biệt mạnh trong lĩnh vực này tại Việt Nam, với kinh nghiệm thi công nhiều loại dự án như cảng hàng không, bệnh viện, khách sạn, văn phòng, TTTM, nhà máy, chung cư, ... Một số dự án đáng chú ý của REE hiện nay bao gồm xây dựng nhà ga số 2 của cảng hàng không quốc tế Phú Bài, tuyến metro số 1 Bến Thành - Suối Tiên, khu phức hợp Alarcaté Hạ Long và phát triển dự án KDC The Metropole Thủ Thiêm.

Nếu nhìn tổng thể, có rất nhiều yếu tố vĩ mô tích cực đối với mảng M&E. Khi nền kinh tế phục hồi, chúng tôi cho rằng điều này sẽ thúc đẩy sự phục hồi của nhiều mảng kinh doanh như khách sạn, bán lẻ, cho thuê văn phòng và sản xuất. Trong khi đó, đầu tư

công cũng được dự báo sẽ tăng trưởng trong thời gian tới. Trên thực tế, sự phục hồi của một số phân khúc trong ngành BĐS sẽ thúc đẩy sự phục hồi nhu cầu đối với các dịch vụ M&E.

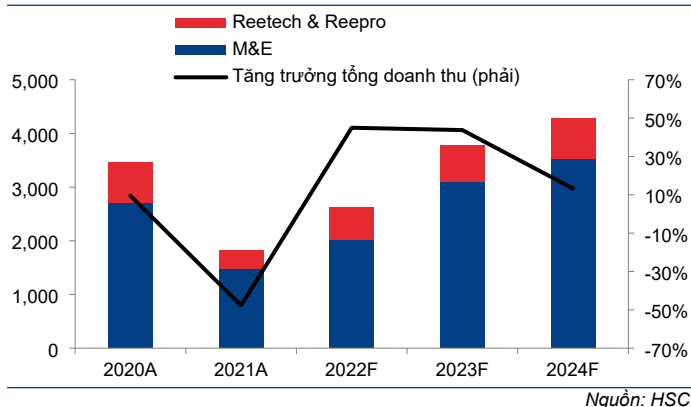
Đáng chú ý, lượng công việc tồn đọng của mảng M&E của REE vượt kỳ vọng vào thời điểm cuối Q1/2022 là 4,7 nghìn tỷ đồng, tăng rất mạnh 84,6% so với cùng kỳ. HSC nâng 28-30% dự báo doanh thu mảng này trong năm 2023 và 2024 chủ yếu do dự báo lượng công việc tồn đọng tăng. Nhìn chung, HSC dự báo mảng này sẽ phục hồi mạnh mẽ trong 3 năm tới với tốc độ CAGR doanh thu đạt 33%, cao hơn so với dự báo trước đó là 22%.

Tuy nhiên, không phải tất cả mọi thứ đều tích cực. Tỷ suất lợi nhuận có thể sẽ chịu áp lực do chi phí nguyên vật liệu biến động và mức độ cạnh tranh gia tăng có thể khiến giá trúng thầu giảm. Do đó, HSC hạ giá định tỷ suất lợi nhuận thuần mảng này trong 3 năm tới từ 7-7,6% xuống 5,5-6,5%.

Theo đó, HSC hiện dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận mảng M&E và mảng M&E/Reetech/Reepro trong giai đoạn 2022-2024 lần lượt đạt 31% và 36%.

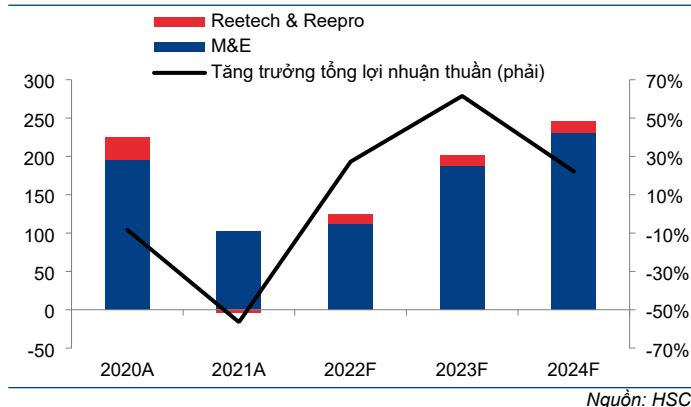
Biểu đồ 8: Cơ cấu doanh thu M&E/Reetech/Reepro

Dự báo sẽ hồi phục so với năm 2021



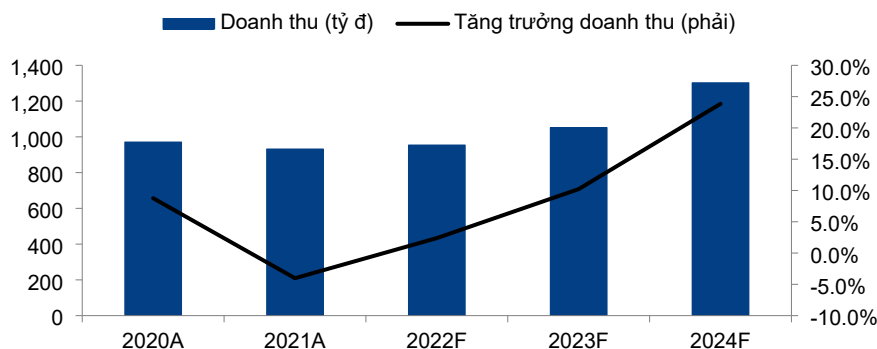
Biểu đồ 9: Cơ cấu lợi nhuận thuần M&E/Reetech/Reepro

Dự báo sẽ hồi phục so với năm 2021



Biểu đồ 10: Dự báo doanh thu cho thuê văn phòng, REE

Doanh thu cho thuê Etown6 được dự báo sẽ thúc đẩy tăng trưởng mảng cho thuê văn phòng năm 2023, 2024



Dự án Etown6 sắp tới sẽ thúc đẩy tăng trưởng mảng cho thuê văn phòng

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận mảng cho thuê văn phòng. Chúng tôi kỳ vọng tòa nhà Etown6 (diện tích cho thuê 40.000m2) sẽ bắt đầu được cho thuê vào Q4/2023; tiến độ xây dựng dường như đang theo đúng kế hoạch. Sau khi hoàn thành, dự án Etown6 sẽ chiếm 21% danh mục văn phòng của REE, với tổng diện tích cho thuê là 187.000m2.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu mảng cho thuê văn phòng đạt 954 tỷ đồng trong năm 2022, sau đó sẽ tăng trưởng 10,2% đạt 1.052 tỷ đồng trong năm 2023 và

tăng trưởng 23,8% đạt 1.303 tỷ đồng trong năm 2024, nhờ kỳ vọng bắt đầu cho thuê tòa nhà Etown6.

Xin nhắc lại, trong năm 2021, mảng này đóng góp lần lượt 16% và 25% vào tổng doanh thu và lợi nhuận dự báo của REE. Chúng tôi dự báo tỷ trọng doanh thu của mảng này sẽ giảm xuống 11% trong năm 2022, nhưng tăng dần lên 13% trong năm 2024 sau khi cho thuê dự án Etown6.

Nâng 4-11% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2022-2024

HSC nâng lần lượt 12,9%, 14,5% và 12,7% dự báo doanh thu giai đoạn 2022-2024 lên lần lượt 8.608 tỷ đồng (tăng trưởng 48,2%), 9.878 tỷ đồng (tăng trưởng 14,7%) và 10.399 tỷ đồng (tăng trưởng 5,3%) chủ yếu nhờ triển vọng mạnh mẽ vượt kỳ vọng của mảng thủy điện và M&E, như đã thảo luận ở trên.

Do đó, HSC nâng lần lượt 10,7%, 6,4% và 3,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2022-2024 lên lần lượt 2.284 tỷ đồng (tăng trưởng 23,1%), 2.530 tỷ đồng (tăng trưởng 10,8%) và 2.684 tỷ đồng (tăng trưởng 6,1%) với tốc độ CAGR trong 3 năm tới đạt 13%. Dự báo mới của HSC nhìn chung sát với dự báo của thị trường - cao hơn một chút trong năm 2022, thấp hơn một chút trong năm 2024.

Chúng tôi dự báo cổ tức bằng tiền mặt sẽ là 2.000đ/cp trong năm 2023, tương đương tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức là 31% và lợi suất cổ tức là 2,7%.

Bảng 11: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2022-2024, REE

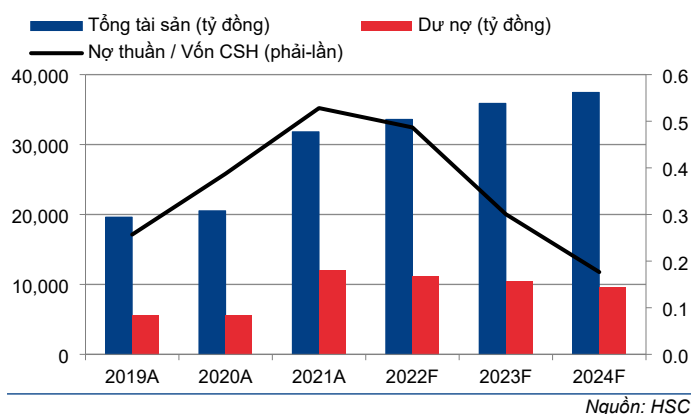
HSC dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 13% trong 3 năm tới

(tỷ đồng)	Dự báo mới 2022F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2023F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo mới 2024F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	CAGR 3 năm
Tổng doanh thu	8,608	12.9%	48.2%	9,878	14.5%	14.7%	10,399	12.7%	5.3%	21.4%
Điện	4,846	19.9%	63.5%	4,866	9.4%	0.4%	4,635	3.3%	-4.7%	16.1%
M&E, Reetech, Reepro	2,633	7.4%	45.0%	3,784	27.9%	43.7%	4,285	29.5%	13.2%	33.1%
Cho thuê VP & BDS	954	0.0%	1.6%	1,052	0.9%	10.2%	1,303	4.1%	23.8%	11.5%
Nước	176	0.0%	91.3%	176	0.0%	0.0%	176	0.0%	0.0%	24.1%
Lợi nhuận thuần	2,284	10.7%	23.1%	2,530	6.4%	10.8%	2,684	3.9%	6.1%	13.1%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 12: Dự báo vị thế tài chính, REE

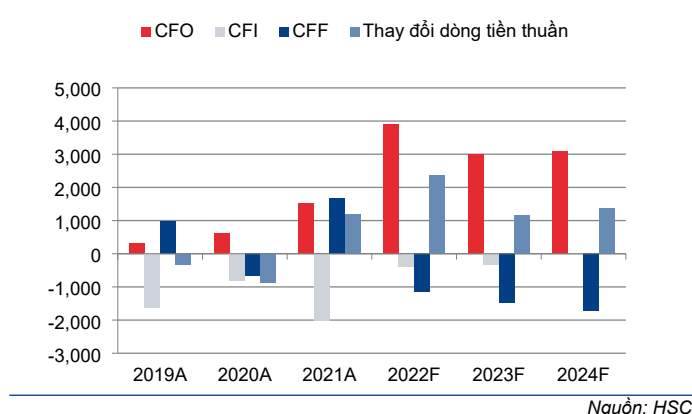
Dự báo vị thế tài chính được cải thiện



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Dự báo dòng tiền, REE

REE được kỳ vọng sẽ tạo ra dòng tiền dương



Nguồn: HSC

Bảng CĐKT và dòng tiền

Bảng CĐKT của REE dự kiến sẽ cải thiện trong 3 năm tới với tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH được dự báo sẽ giảm xuống 0,18 lần trong năm 2024 (Bảng 12). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng REE sẽ tạo ra dòng tiền thuần dương trong 3 năm tới (Bảng 13).

Nâng 16% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp

HSC định giá REE theo phương pháp SoTP với mức chiết khấu đối với công ty mẹ là 15% (giữ nguyên) so với RNAVPS của chúng tôi là 99.610đ/cp (tăng 19% so với dự báo trước đó), sau khi chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023. Do đó, chúng tôi cũng tăng 19% giá mục tiêu lên 84.700đ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Bảng 14: Định giá SOTP, REE

RNAV/CP bình quân gia quyền theo thời gian tại thời điểm giữa năm 2023 là 99.610 đồng

(tỷ đồng)	Phương pháp	Lợi ích của REE	2022 NPV	2023 NPV
Điện	DCF, MV và BV	23% to 100%	19,467	20,127
Cho thuê VP	Tỷ suất vốn hóa	100%	11,794	14,647
M&E/Reetech/Reepro	P/E	100%	1,372	2,215
Nước	Thu nhập thặng dư	20% to 65%	2,566	2,702
Đầu tư khác	BV		901	885
Tổng tài sản			36,099	40,576
(-)Nợ thuần điều chỉnh			(2,856)	(3,016)
Giá trị vốn CSH			33,243	37,560
Số lượng CP đang lưu hành			355,402,569	355,402,569
Giá trị mỗi CP			93,535	105,684

Nguồn: HSC

Chi tiết về giả định định giá:

- HSC ước tính RNAV vào thời điểm cuối năm 2022 và cuối năm 2023 trước khi bình quân gia quyền theo thời gian để xác định giá trị RNAV vào giữa năm 2023.
- Trong định giá RNAV hiện tại của HSC, với giai đoạn cơ sở định giá vào cuối năm 2022, chúng tôi xác định lợi ích của REE trong các công ty điện đã niêm yết dựa trên giá trị niêm yết trên thị trường chứng khoán, trong khi đối với các công ty chưa niêm yết, chúng tôi áp dụng giá trị sổ sách hoặc phương pháp DCF để xác định giá trị.

REE sở hữu 50,45% cổ phần tại CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hình (VSH; Không xếp hạng) chiếm phần giá trị riêng lẻ lớn nhất của REE trong mạng điện, trong khi các cổ phiếu niêm yết khác bao gồm CTCP Thủy điện Thác Bà (TBC; Không xếp hạng), CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC; Không xếp hạng), Thủy điện Thác Mơ (TMP; Không xếp hạng), Thủy điện Miền Trung (CHP; Không xếp hạng), Thủy điện Sông Ba Hạ (SBH; Không xếp hạng), Thủy điện SROK Phú Miêng (ISH; Không xếp hạng), Phát triển điện nông thôn Trà Vinh (DTV; Không xếp hạng), và Nhiệt điện Ninh Bình (NBP; Không xếp hạng).

Trong khi đó, các công ty điện tư nhân do REE nắm giữ một phần bao gồm: CTCP Phong điện Thuận Bình (50%), Điện gió Trà Vinh (100%) và Thủy điện Bình Điền (26%).

- Dựa trên giai đoạn cơ sở định giá vào thời điểm cuối năm 2023, HSC áp dụng phương pháp DCF để xác định hầu hết giá trị của hầu hết 12 công ty điện trong danh mục đầu tư của REE. Ngoại lệ đầu tiên là PPC, sử dụng phương pháp chiết khấu cổ tức, trong khi các ngoại lệ khác bao gồm ISH, DTV, NBP và Thủy điện Bình Điền được định giá theo giá trị sổ sách do thông tin hạn chế.
- HSC áp dụng tỷ suất chiết khấu lợi nhuận thuần là 9% (không đổi) để xác định giá trị của tất cả các tòa nhà văn phòng của REE.
- HSC định giá mảng M&E/Reetech/Reepro dựa trên bội số P/E. Chúng tôi áp dụng mức P/E bình quân của các công ty xây dựng niêm yết là 11 lần đối với lợi nhuận thuần năm 2022 và 2023 của mảng này.
- HSC tiếp tục áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư để định giá tất cả các công ty cấp nước liên kết của REE. Yếu tố tăng trưởng dài hạn mà chúng tôi sử dụng là 0,5, theo đó, ROE của mảng này sẽ tương đương chi phí vốn

CSH trong dài hạn (Yếu tố tăng trưởng dài hạn bằng 1 cho thấy thu nhập thặng dư sẽ không giảm và duy trì ở mức cũ vô thời hạn. Yếu tố tăng trưởng dài hạn bằng 0 cho thấy sẽ không có thu nhập thặng dư sau giai đoạn dự báo ban đầu).

- Chúng tôi giả định WACC là 9,5% với lãi suất phi rủi ro là 3,5%, chi phí nợ là 8,5% và chi phí vốn CSH là 11%.

Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu so với những thay đổi của lãi suất phi rủi ro và yếu tố tăng trưởng dài hạn được áp dụng trong mô hình thu nhập thặng dư để xác định tài sản mẫn cảm nước (Bảng 15).

Bảng 15: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro và hệ số tăng trưởng dài hạn, REE

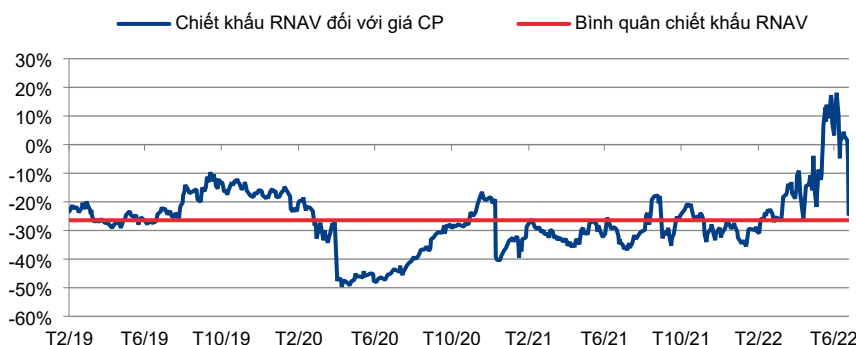
Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 3,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0,5

	Lãi suất phi rủi ro					
	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	0.00	85,500	85,000	84,500	84,000	83,500
	0.25	85,600	85,100	84,600	84,000	83,500
	0.50	85,700	85,200	84,700	84,100	83,600
	0.75	86,000	85,400	84,900	84,200	83,700
	1.00	87,700	86,800	86,000	85,100	84,400

Nguồn: HSC

Biểu đồ 16: Chiết khấu RNAV đối với thị giá, REE

Cổ phiếu hiện đang giao dịch chiết khấu 22% so với RNAV dự phóng điều chỉnh, thấp hơn mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 26%



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau một thời gian dài tăng giá mạnh sau đợt chi trả cổ tức bằng cổ phiếu, cổ phiếu REE đã điều chỉnh 14% trong 1 tháng qua. Do đó, cổ phiếu hiện đang giao dịch chiết khấu 22% so với RNAV dự phóng điều chỉnh của chúng tôi là 99.610đ/cp. Mặc dù vẫn thấp hơn mức chiết khấu bình quân trong 3 năm qua là 26%, chúng tôi tin rằng cổ phiếu sẽ được nâng định giá nhờ triển vọng lợi nhuận khả quan và thu hẹp mức chiết khấu xuống 15%.

Rủi ro đối với kỳ vọng của chúng tôi

Rủi ro pháp lý tại nhà máy Thượng Kontum: Gần đây, tại các vị trí xung quanh nhà máy đang xảy ra động đất. Có những thông tin cho rằng những hiện tượng này là do các dự án thủy điện ở vùng đó, trong đó có nhà máy Thượng Kontum. Tuy nhiên, sẽ mất nhiều thời gian theo dõi những hiện tượng này để đưa ra kết luận và hành động cuối cùng; nhà máy hiện vẫn đang hoạt động bình thường.

Rủi ro KQKD mảng M&E thấp hơn dự báo: Thị trường BĐS nhà ở đang tăng trưởng chậm lại do Chính phủ tăng cường giám sát hoạt động tín dụng vào ngành gần đây. Đây là rủi ro có thể khiến KQKD mảng này thấp hơn dự báo. Tuy nhiên, REE có chuyên môn và kinh nghiệm trong nhiều loại hình dự án khác nhau, từ đó có thể giúp hỗ trợ lợi nhuận mảng này không sụt giảm mạnh.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)						Báo cáo LCTT (tỷ đồng)					
	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F		12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Doanh thu	5,640	5,810	8,608	9,878	10,399	EBIT	1,239	1,854	3,137	3,250	3,233
Lợi nhuận gộp	1,606	2,310	3,693	3,889	3,905	Khấu hao	(322)	(893)	(841)	(923)	(1,004)
Chi phí BH&QL	(366)	(456)	(556)	(639)	(672)	Lãi vay thuần	(254)	(565)	(696)	(537)	(414)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0	Thuế TNDN đã nộp	(210)	(264)	(437)	(483)	(514)
Chi phí khác	0	0	0	0	0	Thay đổi vốn lưu động	(408)	(845)	1,052	(158)	(220)
EBIT	1,239	1,854	3,137	3,250	3,233	Khác	(76.1)	452	(1.33)	(5.72)	(3.53)
Lãi vay thuần	(254)	(565)	(696)	(537)	(414)	LCT thuần từ HKKD	613	1,525	3,896	2,990	3,085
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	915	774	848	881	887	Đầu tư TS dài hạn	(1,394)	(3,912)	(930)	(883)	(525)
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0	Góp vốn & đầu tư	(2,917)	(1,128)	0	0	0
LN không thường xuyên	23.7	336	(1.33)	(5.72)	(3.53)	Thanh lý	2,801	1,737	0	0	0
LNTT	1,924	2,400	3,288	3,588	3,703	Khác	683	1,291	539	539	539
Chi phí thuế TNDN	(210)	(264)	(437)	(483)	(514)	LCT thuần từ HĐĐT	(827)	(2,013)	(391)	(344)	13.9
Lợi ích cổ đông thiểu số	(85.4)	(280)	(567)	(576)	(504)	Cổ tức trả cho CSH	(604)	(85.6)	(355)	(711)	(889)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0	Thu từ phát hành CP	14.8	121	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,628	1,855	2,284	2,530	2,684	Tăng/giảm nợ	(84.5)	1,632	(795)	(767)	(843)
Lợi nhuận thuần ĐC	1,628	1,855	2,284	2,530	2,684	Khác	0	0	0	0	0
EBITDA ĐC	1,561	2,747	3,978	4,173	4,237	LCT thuần từ HĐTC	(674)	1,667	(1,150)	(1,478)	(1,732)
EPS (đồng)	5,251	6,003	6,797	7,119	7,552	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,865	1,540	652	1,831	4,186
EPS ĐC (đồng)	5,251	6,003	6,797	7,119	7,552	LCT thuần trong kỳ	(888)	1,179	2,355	1,168	1,367
DPS (đồng)	1,949	277	1,000	2,000	2,500	Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.02)	0.10	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	310	309	336	355	355	Tiền & tương đương tiền cuối kì	977	2,719	3,006	2,999	5,553
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	310	309	355	355	355	Dòng tiền tự do	(781)	(2,388)	2,966	2,107	2,560
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	310	309	355	355	355						
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)						Các chỉ số tài chính					
	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F		12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Tiền & tương đương tiền	652	1,831	4,186	5,354	6,721	Chỉ số hoạt động					
Đầu tư ngắn hạn	1,329	914	914	914	914	Tỷ suất LN gộp (%)	28.5	39.8	42.9	39.4	37.5
Phải thu khách hàng	3,082	2,987	1,761	2,196	2,364	Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	27.7	47.3	46.2	42.2	40.7
Hàng tồn kho	808	800	1,046	1,431	1,590	Tỷ suất LNT (%)	28.9	31.9	26.5	25.6	25.8
Các tài sản ngắn hạn khác	139	275	275	275	275	Thuế TNDN hiện hành (%)	10.9	11.0	13.3	13.5	13.9
Tổng tài sản ngắn hạn	6,009	6,806	8,181	10,169	11,864	Tăng trưởng doanh thu (%)	15.3	3.02	48.2	14.7	5.28
TSCĐ hữu hình	2,519	15,992	15,369	15,053	14,655	Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	38.3	76.0	44.8	4.90	1.54
TSCĐ vô hình	65.9	65.9	65.6	65.4	65.2	Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(0.66)	13.9	23.1	10.8	6.08
Bất động sản đầu tư	1,773	1,570	1,477	2,841	2,705	Tăng trưởng EPS (%)	(0.66)	14.3	13.2	4.74	6.08
Đầu tư dài hạn	837	517	517	517	517	Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(0.66)	14.3	13.2	4.74	6.08
Đầu tư vào Cty LD,LK	8,450	5,745	6,054	6,397	6,745	Tăng trưởng DPS (%)	21.8	(85.8)	261	100	25.0
Tài sản dài hạn khác	877	1,132	1,937	849	904	Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	37.1	4.61	14.7	28.1	33.1
Tổng tài sản dài hạn	14,522	25,021	25,419	25,722	25,591	Chỉ số lợi nhuận					
Tổng cộng tài sản	20,530	31,827	33,600	35,891	37,455	ROAE (%)	14.9	15.0	16.0	15.7	15.0
Nợ ngắn hạn	1,265	1,234	1,168	1,129	1,186	ROACE (%)	7.41	8.27	10.9	10.7	10.1
Phả trả người bán	633	660	660	660	660	Vòng quay tài sản (lần)	0.28	0.22	0.26	0.28	0.28
Nợ ngắn hạn khác	681	1,088	1,088	1,088	1,088	Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.49	0.82	1.24	0.92	0.95
Tổng nợ ngắn hạn	3,443	4,062	4,068	4,692	4,857	Số ngày tồn kho	73.1	83.4	77.6	87.2	89.4
Nợ dài hạn	4,335	10,740	10,011	9,283	8,383	Số ngày phải thu	279	311	131	134	133
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	189	189	189	189	Số ngày phải trả	57.3	68.8	49.0	40.2	37.1
Nợ dài hạn khác	540	478	478	478	478	Cơ cấu vốn					
Tổng nợ dài hạn	4,874	11,407	10,678	9,950	9,050	Nợ thuần*/VCSH (%)	50.1	82.4	51.8	38.8	23.9
Tổng nợ phải trả	8,318	15,469	14,747	14,642	13,906	Nợ/tài sản (%)	31.1	40.2	35.9	33.3	30.0
Vốn chủ sở hữu	11,453	13,302	15,231	17,050	18,846	EBIT/lãi vay (lần)	4.87	3.28	4.51	6.05	7.81
Lợi ích cổ đông thiểu số	760	3,056	3,623	4,199	4,703	Nợ/EBITDA (lần)	4.09	4.66	3.04	2.87	2.65
Tổng vốn chủ sở hữu	12,213	16,358	18,854	21,249	23,548	Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.74	1.68	2.01	2.17	2.44
Tổng nợ phải trả và VCSH	20,530	31,827	33,600	35,891	37,455	Định giá					
BVPS (đ)	36,938	43,041	42,855	47,974	53,026	EV/doanh thu (lần)	5.16	5.89	4.03	3.31	2.94
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,948	10,143	6,993	5,058	2,848	EV/EBITDA ĐC (lần)	18.6	12.5	8.72	7.85	7.21
						P/E (lần)	14.8	13.0	11.5	10.9	10.3
						P/E ĐC (lần)	14.8	13.0	11.5	10.9	10.3
						P/B (lần)	2.11	1.81	1.82	1.62	1.47
						Lợi suất cổ tức (%)	2.50	0.36	1.28	2.57	3.21

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn