

**CTCP Cơ điện lạnh (REE)**

**Trung lập (Duy trì)**

**ĐIỆN**

Giá hiện tại	VND66.900
Cao nhất/ thấp	VND73.900/VND44.600
Giá mục tiêu	VND72.900
Giá mục tiêu trước đó	VND68.200
Consensus	2,0%
Tiềm năng tăng giá	9,0%
Tỷ suất cổ tức	1,7%
Tổng tỷ suất sinh lời	10,7%

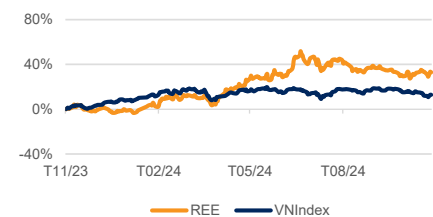
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<u>Trung lập</u>

Thị giá vốn (tỷ Đđ)	1,2
GTGDBQ 3 tháng (tr Đđ)	1,6
Sở hữu NN (tỷ Đđ)	0
Số CP lưu hành (tr)	471
Số CP sau pha loãng (tr)	471

	REE	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	16,3x	18,8x	12,7x
P/B hiện tại	1,4x	1,3x	1,6x
ROA	5,1%	4,8%	2,1%
ROE	8,3%	8,0%	12,5%

\*dữ liệu ngày 27/11/2024

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
REE	-3,1%	-10,7%	26,5%
VNIIndex	-6,2%	-4,5%	9,4%

**Cơ cấu sở hữu**

Platinum Victory Pte, Ltd	35,7%
Nguyễn Thị Mai Thanh	12,2%
Nguyễn Ngọc Hải	5,5%
Nhà nước (HFIC)	5,3%
Khác	41,3%

**Tổng quan doanh nghiệp**

REE là một tập đoàn hàng đầu Việt Nam chuyên về lĩnh vực cơ điện, năng lượng và bất động sản. Hiện tại, tập đoàn sở hữu tổng công suất phát điện 696 MW, chủ yếu từ thủy điện và điện gió. Bên cạnh đó, REE còn cung cấp dịch vụ EPC cho các dự án điện và phát triển các dự án bất động sản thương mại và dân cư.

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Việt Minh Tú**

Tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

**Thủy điện thúc đẩy hồi phục lợi nhuận 2025**

- Duy trì khuyến nghị Trung lập với tiềm năng tăng giá 9,0%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 6,9% trong cập nhật này, trong khi giá cổ phiếu giảm 4,3% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn do chúng tôi chuyển định giá DCF sang năm 2025 đồng thời giảm nhẹ lãi suất phi rủi ro.
- Xét đến việc đầu tư phát triển NLTT đang gặp nhiều thách thức, chúng tôi cho rằng mức P/E dự phóng 2024 là 15,4 lần của REE là hợp lý.

**Điểm nhấn tài chính**

- Mảng thủy điện bù đắp cho mảng cho thuê và cơ điện lạnh yếu kém, giúp LN ròng tăng 7% svck lên 480 tỷ đồng trong Q3/24.
- LN ròng 9T24 giảm 22% svck xuống còn 1,3 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do thời tiết khô hạn ảnh hưởng tiêu cực đến các nhà máy thủy điện.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2025 sẽ tăng 33% svck theo sự phục hồi của mảng thủy điện, tỷ lệ lấp đầy tăng tại E.town 6 và việc bàn giao toàn bộ dự án tại The Light Square.

**Luận điểm đầu tư**

**Thủy điện cải thiện từ mức nền thấp, thúc đẩy hồi phục LN năm 2025**

Chúng tôi hạ ước tính doanh thu thủy điện năm 2024 và cắt nhẹ dự phóng năm 2025 do khả năng xảy ra La Nina thấp hơn. Mặc dù điều này làm giảm kỳ vọng về lượng mưa lớn vào cuối năm 2024 - đầu năm 2025, các nhà máy thủy điện của REE vẫn đang trên đà phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng giá bán thủy điện năm 2024 sẽ giảm 7,1% svck do EVN nâng tỷ lệ Qc đối với các nhà máy thủy điện, hạn chế sản lượng bán trên thị trường cạnh tranh. Chúng tôi dự phóng doanh thu thủy điện năm 2024 sẽ giảm 19,5% svck xuống còn 2,5 nghìn tỷ đồng, sau đó phục hồi 16,8% svck lên 2,9 nghìn tỷ trong năm 2025.

**E.town 6 là động lực tăng trưởng mảng cho thuê văn phòng trong trung hạn**

Ra mắt vào tháng 6, E.town 6 của REE, một tòa nhà văn phòng hạng A, đã tăng 26% tổng diện tích sàn cho thuê của REE lên gần 180.000 m<sup>2</sup>. Dự kiến dự án sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy 20%/60% trong hai năm 2024-25, lần lượt thúc đẩy tăng trưởng doanh thu tăng 14%/15% svck. Nhờ đó, đóng góp của mảng cho thuê vào tổng lợi nhuận gộp sẽ tăng từ 20% lên 24%.

**Lùi thời gian hoàn thành bàn giao dự án The Light Square sang 2025**

The Light Square, dự án tổ hợp nhà phố cao cấp tại trung tâm TP. Thái Bình, dự kiến hoàn thành và bàn giao trong giai đoạn 2024-25. Dự án bao gồm 45 căn, gồm 7 biệt thự, 11 nhà phố và 27 căn shophouse. Dự án đã có giấy phép bán hàng và bắt đầu mở bán vào tháng 1/2024, kỳ vọng sẽ đóng góp 962 tỷ đồng doanh thu và 276 tỷ đồng LN ròng. Chúng tôi lùi thời điểm bàn giao hết dự án sang năm 2025, sau khi xét đến tốc độ hấp thụ hiện tại của dự án. The Light Square dự kiến sẽ đóng góp lần lượt 3%/8% vào tổng LN ròng của REE trong hai năm 2024-2025.

**Định giá hợp lý xét đến việc đầu tư phát triển NLTT đang gặp nhiều thách thức**

REE giao dịch ở mức P/E trượt gần đỉnh lịch sử là 16,3, chủ yếu do LN mảng thủy 6T24 rất thấp. Mặc dù chúng tôi yêu thích việc các mảng kinh doanh của REE luôn tạo dòng tiền đều đặn, chúng tôi coi đây là một định giá hợp lý khi xét đến: 1) đầu tư phát triển mảng NLTT gặp nhiều khó khăn; và 2) E.town 6 có tỷ lệ lấp đầy thấp hơn dự kiến do nhu cầu thị trường cho thuê văn phòng yếu.

	12-23A	12-24E	12-25F	12-26F
Tăng trưởng doanh thu	(8,5%)	0,1%	20,5%	(4,3%)
Tăng trưởng LN	(18,7%)	(8,2%)	33,0%	3,5%
Biên LN gộp	43,2%	38,6%	40,3%	42,6%
Biên LN ròng	25,5%	23,4%	25,8%	27,9%
P/E (lần)	10,47	15,18	11,41	11,03
P/B (lần)	1,18			
ROAE	11,3%	9,4%	11,0%	10,1%
Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	37,2%	34,1%	17,9%	6,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

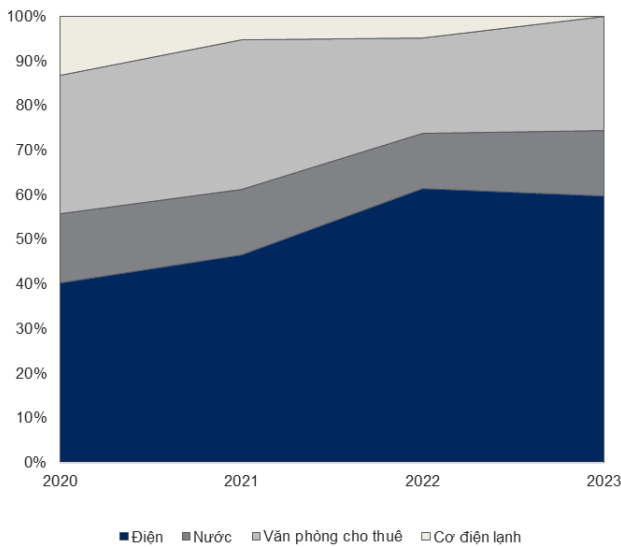
## Tổng quan doanh nghiệp:

### Tập đoàn đa ngành với mũi nhọn đến từ mảng dịch vụ tiện ích

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE) thành lập năm 1977 với trọng tâm ban đầu là mảng cơ điện lạnh (M&E). Sau đó, công ty đã liên tục phát triển và mở rộng sang nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau bao gồm bất động sản, và các ngành nghề dịch vụ tiện ích thiết yếu, đóng góp giá trị bền vững cho xã hội. Kể từ năm 2020, Hội đồng quản trị (HĐQT) quyết định tái cấu trúc công ty thành công ty mẹ, trong đó các công ty con và công ty liên kết sẽ được tổ chức thành 4 công ty, tương ứng với 4 mảng kinh doanh: cơ điện lạnh, bất động sản, điện, và nước.

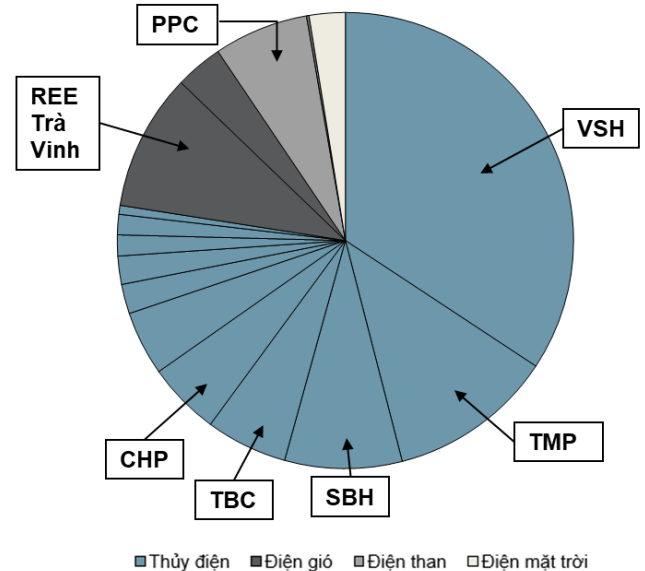
REE đã đầu tư vào mảng tiện ích (điện & nước) từ năm 2010 và đã phát triển danh mục các công ty con và công ty liên kết vững mạnh. Tập đoàn có tổng công suất phát điện là 2.635MW, trong đó, công suất thuộc sở hữu của REE đạt 1.046MW với 3 loại nguồn phát khác nhau là thủy điện (519MW), điện than (274MW) và NLTT (253MW).

Hình 1: Cơ cấu LN theo các mảng kinh doanh. Các mảng kinh doanh của REE đều có LN tương đối ổn định



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Cơ cấu đóng góp LN mảng phát điện của REE. Thủy điện là nguồn chủ đạo, chiếm hơn 75%.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Danh mục điện của REE

	Tên doanh nghiệp	Sở hữu	Công suất (MW)	% tổng công suất của REE	Sản lượng năm (triệu kWh)	Năm hoạt động	Địa điểm
Thủy điện	(VSH) Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	52,6%	356	18%	1.473		Sông Công (Bình Định) - Sông Hinh (Phú Yên)
	> Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	52,6%	136	7%	659	1994-2001	Hình (Phú Yên)
	> Thủy điện Thượng Kon Tum	52,6%	220	11%	814	2021	Sông Đăk Nghé (Kon Tum)
	(TBC) Thủy điện Thác Bà	60,4%	120	7%	444	1975	Hồ Thác Bà (Yên Bái)
	(MHP) Thủy điện Mường Hum	79,9%	35	3%	157	2011	Sông Ngòi Phát (Lào Cai)
	(IED) Phát triển điện Đông Dương	100,0%	22	2%	84		
	> Thủy điện Nậm Bản 2	100,0%	22	2%	84	2018	Lai Châu
	(TMP) Thủy điện Thác Mơ	42,6%	170	7%	670	1995	Sông Bé (Bình Phước)
	(SBH) Thủy điện Sông Ba Hạ	25,8%	220	6%	825	2009	Phú Yên
	(ISH) Thủy điện Srok Phu Miêng	34,3%	51	2%	201	2007	Sông Bé (Bình Phước)
	(CHP) Thủy điện Miền Trung	24,2%	170	4%	649		
	> Thủy điện A Lưới	24,2%	170	4%	649	2012	Huế
	(BDH) Thủy điện Bình Điền	25,5%	44	1%	181	2009	Sông Hữu Trạch (Huế)
	(SHP) Thủy điện miền nam	11,1%	123	1%	550	2010	Lâm Đồng
	(PPC) Nhiệt điện Phả Lại	20,7%	1.040	21%	5.900	1986	Hải Dương
	(NBP) Nhiệt điện Ninh Bình	29,5%	100	3%	567	1976	Ninh Bình
	Điện than	CTCP REE SE	100,0%	132	13%	198	2020
(TMP) Thủy điện Thác Mơ		42,6%	50	2%	100		
Điện mặt trời	> Điện mặt trời Thác Mơ	42,6%	50	2%	100	2020	Bình Phước
	(CHP) Thủy điện Miền Trung	24,2%	50	1%	100		
	> Điện mặt trời Cư Jút	24,2%	50	1%	100	2019	Đăk Nông
Điện gió trên bờ	Phong điện Thuận Bình	50,0%	79	4%	205		
	> Phú Lạc 1	50,0%	24	1%	62	2016	Bình Thuận
	> Phú Lạc 2	50,0%	26	1%	65	2021	Bình Thuận
	> Lợi Hải 2	50,0%	29	1%	78	2021	Ninh Thuận
Điện gió gần bờ	REE Trà Vinh (Trà Vinh V1-3)	100,0%	48	5%	158	2021	Trà Vinh
Bán lẻ	(DTV) Điện Trà Vinh	66,3%					Trà Vinh

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Danh mục đầu tư của REE bao gồm bốn công ty xử lý nước, bốn công ty phân phối nước và một công ty tư vấn (TK Cộng). Tất cả đều là công ty liên kết của REE ngoại trừ TK Cộng là công ty con.

	Doanh nghiệp	Mã	Location	Sở hữu (%)	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (m3/ngày)
Xử lý nước	B.O.O Thủ Đức	BOO	Thủ Đức, TPHCM	42,1%	313,1	300.000
	Nước Sạch Sài Gòn	SWIC	Thủ Đức, TPHCM	40,0%	480,0	300.000
	Tân Hiệp Water	THW	Tân Hiệp, TPHCM	32,0%	153,6	300.000
	Nước Sạch Sông Đà	VCV	Hà Nội	36,0%	878,0	300.000
Bán lẻ	Cấp nước Thủ Đức	TDW	Thủ Đức, TPHCM	44,2%	103,4	0
	Cấp nước Gia Định	GDW	Gia Định, TPHCM	20,1%	35,0	0
	Cấp nước Nhà Bè	NBW	Nhà Bè, TPHCM	20,0%	43,1	0
	Cấp thoát nước Khánh Hòa	KHW	Khánh Hòa	43,9%	268,6	0
Tư vấn	TK Cộng	TK+	TPHCM	65,0%	0,0	0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

REE hiện sở hữu danh mục tám tòa nhà văn phòng hạng A và B, với tổng diện tích sàn là 182.000m<sup>2</sup>, tất cả đều tọa lạc trên những con phố đông dân cư của Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM). Các tòa nhà văn phòng đang hoạt động tốt với tỷ lệ lấp đầy cao khoảng 98% hàng năm. Khu phức hợp E.town nằm ở khu vực ngoài trung tâm TP.HCM.

Hình 5: Danh mục tòa nhà văn phòng REE

Tòa nhà	Sở hữu	Năm vận hành	Hạng	Vị trí
E.Town 1	100%	2002	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 2	100%	2007	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 3	100%	Q4/08	B	264 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 4	100%	Q4/08	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
REE Tower	100%	2011	B	9 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TPHCM
E.Town Central	100%	2017	A	11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TPHCM
E.Town 5	100%	Q3/19	B	364 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM
E.Town 6	100%	Q2/24	A	365 Cộng Hòa, Quận Tân Bình, TPHCM

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD: Thủy điện chưa được như kỳ vọng

Hình 6: KQKD Q2/24 và 6T24

tỷ đồng	Q3/24	% svck	9T24	% svck	sv. dự phòng cả năm
Doanh thu	2.031	3%	6.057	-7%	66%
Điện	1.008	12%	2.942	-17%	65%
Nước	34	6%	44	-25%	62%
Cho thuê văn phòng	270	1%	796	-1%	63%
Bất động sản	12	N/A	80	N/A	16%
Cơ điện lạnh	706	-8%	2.186	5%	77%
LN gộp	688	5%	2.109	-24%	56%
Chi phí BH&QLDN	139	17%	462	13%	72%
Chi phí tài chính ròng	123	-46%	389	-37%	46%
LN từ công ty LDLK	207	-5%	441	-26%	58%
LNST	562	21%	1.514	-29%	57%
LN ròng	480	7%	1.315	-22%	62%
Điện	258	32%	602	-35%	51%
Nước	72	-7%	197	-25%	82%
Cho thuê văn phòng	108	-22%	379	-8%	64%
Bất động sản	2	-33%	17	70%	12%
Cơ điện lạnh	37	-9%	72	6%	46%
Biên LN gộp	33,9%	0,6 điểm %	34,8%	-8,0 điểm %	
Biên LN ròng	23,6%	0,7 điểm %	21,7%	-4,1 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Sản lượng thủy điện tăng, nhưng không như mong đợi

Sản lượng thủy điện của REE tăng 7,1% svck lên 1,7 tỷ kWh trong Q3/24, nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi. Theo đó, doanh thu và LN nhuận ròng từ sản xuất điện tăng 12% và 32% svck lên lần lượt là 1.000 tỷ đồng và 258 tỷ đồng. Mặc dù vậy, kết quả này chưa đạt được kỳ vọng của chúng tôi. Trong số các nhà máy thủy điện chính, LN hoạt động của nhà máy thủy điện phía bắc TBC tăng vọt gấp 5 lần svck do lượng mưa lớn, trong khi LN hoạt động của các nhà máy ở miền trung và phía nam như VSH vẫn giữ nguyên svck còn TMP tăng 20% svck.

### LN ròng mảng cơ điện lạnh Q3/24 giảm do dự phòng

Doanh thu cơ điện lạnh giảm 8% svck xuống còn 706 tỷ đồng trong khi lợi nhuận ròng giảm 9% svck xuống còn 37 tỷ đồng do tăng dự phòng cho các khoản phải thu khó đòi trong kỳ. Tuy nhiên, lượng backlog ký mới trong 9T24 tăng gấp 4 lần svck lên 3.900 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi dự án Sân bay quốc tế Long Thành, báo hiệu tiềm năng tăng trưởng trong năm 2025.

### LN mảng cho thuê văn phòng giảm do chi phí khấu hao từ tòa nhà mới

Doanh thu cho thuê văn phòng tăng 1% svck lên 270 tỷ đồng nhưng LN ròng giảm 22% svck xuống 108 tỷ đồng do REE ghi nhận chi phí khấu hao từ tòa nhà mới ra mắt E.town 6.

### Chi phí lãi vay giảm củng cố lợi nhuận ròng

Trong Q3/24, lợi nhuận ròng tăng 7% lên 480 tỷ đồng, nhờ: 1) sự phục hồi của mảng thủy điện bù đắp cho kết quả chưa tốt của mảng cho thuê văn phòng và cơ điện lạnh; và 2) chi phí lãi vay giảm 21% svck. Lợi nhuận ròng 9T24 giảm 22% svck xuống 1.300 tỷ đồng do hiệu suất mảng thủy điện yếu kém trong các quý trước. Kết quả 9T24 này không đạt được kỳ vọng của chúng tôi trong năm 2024, chỉ đạt 62% dự báo của chúng tôi.

**Hình 7: Phân tích bảng cân đối kế toán**

<b>tỷ đồng</b>	<b>Q3/23</b>	<b>Q4/23</b>	<b>Q1/24</b>	<b>Q2/24</b>	<b>Q3/24</b>
Tiền và tương đương tiền	3.512	4.155	4.580	4.853	6.188
Số ngày phải thu	152	149	150	121	110
Số ngày tồn kho	93	108	117	82	84
Số ngày phải trả	33	50	53	46	42
Đầu tư tài sản cố định	228	388	267	288	165
Khấu hao	317	312	313	315	336
Tài sản cố định	15.158	14.917	14.663	14.439	14.196
Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	35,8%	31,7%	29,3%	23,9%	20,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chi phí đầu tư tài sản cố định của REE đã tăng lên trong những quý gần đây, chủ yếu vào tòa nhà văn phòng E.town 6. Mặc dù chi tiêu tăng, nhưng tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của REE giảm dần. Sự cải thiện này đến từ dòng tiền mạnh mẽ của công ty, giúp củng cố đáng kể tiền mặt ròng. Thành quả này được thúc đẩy bởi dòng tiền mạnh mẽ, nhờ vào quản lý hiệu quả các khoản phải thu và hàng tồn kho.

## Triển vọng 2024-25: Dự án Light Square và tòa văn phòng mới E.town 6 thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Hình 8: Điều chỉnh dự phóng LN giai đoạn 2024-25

tỷ đồng	Thực tế 2023	Cũ		Mới		% svck		% thay đổi		Nhận xét
		2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>8.579</b>	<b>9.721</b>	<b>9.855</b>	<b>8.586</b>	<b>10.350</b>	<b>0,1%</b>	<b>20,5%</b>	<b>-11,7%</b>	<b>5,0%</b>	
Phát điện	4.801	4.558	5.010	4.272	4.713	-11,0%	10,3%	-6,3%	-5,9%	Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu điện giai đoạn 2024-25 xuống 6,3%/4,2% sv báo cáo trước do kỳ vọng cuối năm 2024 chỉ xuất hiện La Nina ngắn và nhẹ.
Cho thuê văn phòng	1.049	1.255	1.408	1.167	1.346	11,2%	15,4%	-7,0%	-4,4%	Chúng tôi đã giảm nhẹ tỷ lệ lấp đầy giai đoạn 2024-25 của e.town 6 xuống còn 20%/60% để phản ánh nhu cầu yếu của thị trường cho thuê văn phòng.
BĐS dân cư	0	508	454	225	737	N/A	227,5%	-55,7%	62,3%	Chúng tôi đã lùi thời điểm hoàn tất bàn giao dự án The Light Square sang 2025 do lo ngại về tỷ lệ hấp thụ của dự án hạng sang này.
Nước	67	71	75	71	75	6,0%	6,0%	0,0%	0,4%	
Cơ điện lạnh	2.653	2.851	3.479	2.851	3.479	7,5%	22,0%	0,0%	0,0%	
<b>LN góp</b>	<b>3.709</b>	<b>3.750</b>	<b>4.355</b>	<b>3.313</b>	<b>4.168</b>	<b>-10,7%</b>	<b>25,8%</b>	<b>-11,6%</b>	<b>-4,3%</b>	
<i>Biên LN góp</i>	<i>43,2%</i>	<i>38,6%</i>	<i>44,2%</i>	<i>38,6%</i>	<i>40,3%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>-8,9%</i>	
Phát điện	2.502	2.138	2.522	1.882	2.256	-24,8%	19,9%	-12,0%	-10,5%	
Cho thuê văn phòng	758	849	984	789	941	4,1%	19,3%	-7,1%	-4,4%	
BĐS dân cư	0	219	195	97	317	N/A	227,5%	-55,8%	0,0%	
Nước	168	150	167	150	167	-10,6%	11,1%	0,2%	0,0%	
Cơ điện lạnh	383	402	494	402	494	4,9%	23,0%	-0,1%	0,0%	
Chi phí BH&QLDN	-613	-641	-732	-613	-719	0,0%	17,2%	-4,4%	-1,8%	
EBIT	2.954	3.108	3.614	2.700	3.449	-8,6%	27,7%	-13,1%	-4,6%	
Chi phí tài chính ròng	-593	-687	-595	-593	-558	0,0%	-5,9%	-13,7%	-6,3%	
Thu nhập từ LDLK (điện & nước)	866	766	952	766	952	-11,6%	24,2%	0,0%	0,0%	
<b>LN ròng</b>	<b>2.188</b>	<b>2.127</b>	<b>2.701</b>	<b>2.009</b>	<b>2.672</b>	<b>-8,2%</b>	<b>33,0%</b>	<b>-5,5%</b>	<b>-1,1%</b>	
EPS (đ/cp)	4.655	4.526	5.746	4.275	5.686	-8,2%	33,0%	-5,6%	-1,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sẽ giảm trong năm 2024, sau đó phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025

Năm 2024, mảng thủy điện dự kiến sẽ bị ảnh hưởng đáng kể bởi sự suy giảm về cả sản lượng và giá bán trung bình. Chi phí khấu hao cao từ dự án mở rộng công suất Nước Sạch Sông Đà sẽ tiếp tục gây áp lực lên lợi nhuận. Tuy nhiên, triển vọng lạc quan xuất hiện vào năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng 1) thời tiết ẩm ướt hơn sẽ thúc đẩy sản lượng thủy điện, 2) công suất của Nước Sạch Sông Đà tăng gấp đôi và 3) tỷ lệ lấp đầy cao hơn cho E.town 6 sẽ góp phần vào sự phục hồi mạnh mẽ lợi nhuận của REE.

Mảng thủy điện của REE bị ảnh hưởng đáng kể trong năm 2024, chủ yếu do hiện tượng El Nino gây khô hạn trong nửa đầu năm 2024. Bất chấp những nỗ lực phục hồi trong nửa cuối năm, tác động của El Nino đến hiệu suất cả năm mảng thủy điện là tiêu cực đáng kể, dẫn đến LN ròng năm 2024 giảm 9%. Tuy nhiên, nhìn sang 2025, pha thời tiết trung tính hơn sẽ làm giảm bớt những áp lực này. Sản lượng thủy điện sẽ quay lại mức trung bình giúp LN ròng của REE hồi phục. Ngoài ra, các động lực tăng trưởng năm 2025 cũng đến từ việc nhà máy nước Sông Đà tăng gấp đôi công suất và tăng tỷ lệ lấp đầy tại E.town 6.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 sẽ giảm 4,3% vì doanh thu của REE phụ thuộc rất nhiều vào thủy điện, vốn chịu sự thay đổi của thời tiết. Do dự báo thời tiết dài hạn thường thiếu độ tin cậy do đó chúng tôi đã sử dụng sản lượng thủy điện bình quân nhiều năm làm giả định cho năm 2026 trở đi, dẫn đến doanh thu dự kiến cho năm 2026 thấp hơn.

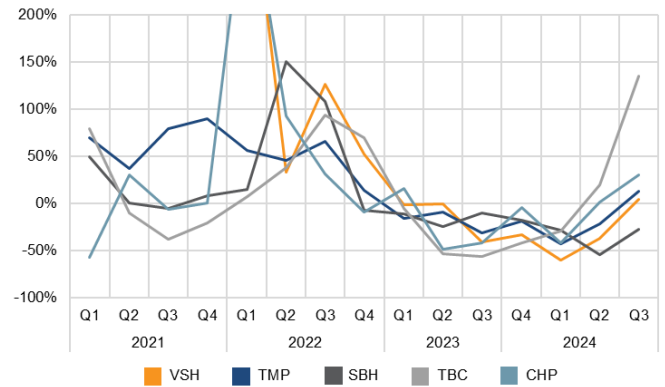
**Mảng Điện: Tỷ lệ xảy ra La Nina giảm, chúng tôi hạ dự phóng sản lượng thủy điện cuối 2024 - đầu 2025**

Hình 9: Hầu hết các nhà máy thủy điện chính của REE đều ghi nhận doanh thu 9T24 giảm do lưu lượng nước về thấp, ngoại trừ TBC được hưởng lợi từ trận mưa lớn ở miền Bắc trong Q3/24.

Tên công ty	Ticker	Vị trí	Doanh thu 9T24 thay đổi svck
Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	VSH	Trung	-40%
Thủy điện Thác Mơ	TMP	Nam	-16%
Thủy điện Sông Ba Hạ	SBH	Trung	-34%
Thủy điện Thác Bà	TBC	Bắc	25%
Thủy điện Miền Trung	CHP	Trung	-12%

Nguồn: BÁO CÁO DOANH NGHIỆP, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Khi xem xét kỹ hơn, chúng tôi thấy doanh thu quý của các nhà máy thủy điện hồi phục svck, nhờ điều kiện thời tiết được cải thiện trong quý Q3/24.

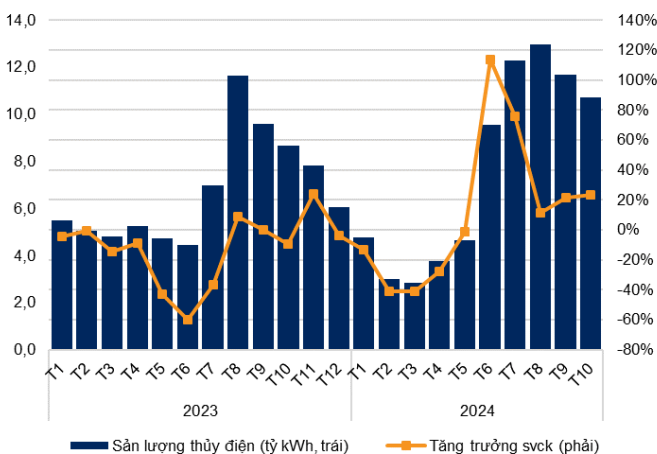


Nguồn: BÁO CÁO DOANH NGHIỆP, VNDIRECT RESEARCH

Mảng thủy điện của REE đạt kết quả kém trong 9T24, chủ yếu là do điều kiện thời tiết không thuận lợi. Lượng mưa phân bố không đồng đều giữa các miền đã dẫn đến tốc độ hồi phục khác nhau giữa các nhà máy. Cụ thể, nhà máy TBC, nằm ở phía Bắc, được hưởng lợi từ lượng mưa lớn cục bộ, dẫn đến sản lượng hồi phục vượt trội hơn hẳn so với các nhà máy khác.

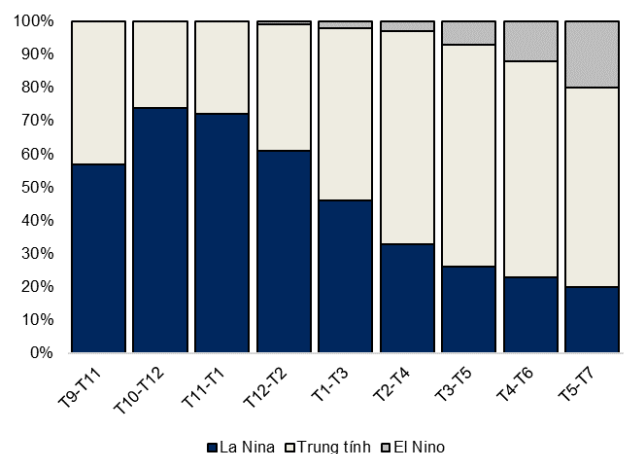
Theo dự báo ENSO mới nhất, tỷ lệ xảy ra hiện tượng La Nina vào cuối năm 2024 thấp hơn so với báo cáo trước, làm giảm kỳ vọng của chúng tôi về lượng mưa lớn trong giai cuối 2024 và đầu 2025. Theo báo cáo khí tượng thủy văn mới nhất từ Trung tâm Dự báo KTTV quốc gia, miền Bắc dự kiến sẽ có lượng mưa thấp đến trung bình so với mức trung bình nhiều năm, trong khi miền Trung và miền Nam có thể mưa nhiều hơn so với trung bình nhiều năm.

Hình 11: Sản lượng thủy điện toàn quốc tiếp tục hồi phục mạnh mẽ, với sản lượng T10/24 tăng 20% svck (đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Dự báo ENSO mới nhất (ban hành vào tháng 11) chỉ ra pha La Nina ngắn, chỉ kéo dài trong vài tháng, sau đó pha Trung tính sẽ trở lại trong tháng 1-3. Tính đến giữa T11/24, pha Trung tính vẫn đang tiếp diễn



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

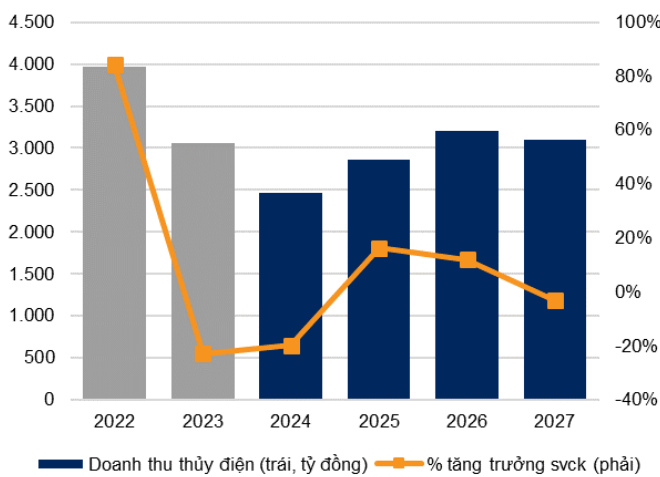
Tổng hợp lại, chúng tôi dự báo tổng sản lượng thủy điện của REE (không bao gồm các công ty liên kết) cho năm 2024 sẽ đạt 2,3 tỷ kWh, giảm 13% svck. Triển vọng thủy điện sẽ tươi sáng hơn vào năm 2025. Với pha thời tiết năm tới khả năng cao chủ đạo là Trung tính, danh mục thủy điện của REE dự kiến sẽ phục

hồi từ mức cơ sở thấp. Chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện năm 2025 của REE sẽ tăng mạnh 18% svck, đạt tổng cộng 2,8 tỷ kWh.

Tuy nhiên, giá bán bình quân thủy điện trong giai đoạn này có thể thấp hơn so với cùng kỳ năm trước. Lý do là vì tỷ lệ alpha thủy điện được điều chỉnh tăng lên 98% trong năm nay từ mức 90% của năm 2023. Tỷ lệ alpha quyết định lượng thủy điện được thanh toán theo giá hợp đồng (thường thấp hơn giá phát trên thị trường cạnh tranh). Do đó, giá bán trung bình của thủy điện dự kiến sẽ giảm 7,1% svck trong năm 2024 trước khi hồi phục nhẹ 1,5% svck vào năm 2025.

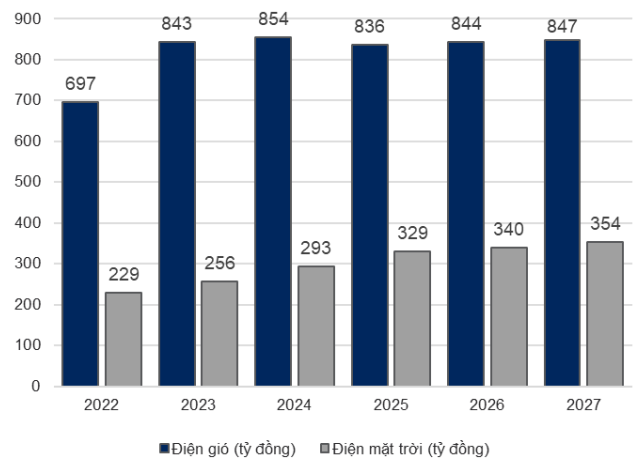
Dựa trên dự phóng sản lượng và giá bán bình quân, chúng tôi dự phóng doanh thu thủy điện giai đoạn 2024-25 sẽ giảm 19% svck sau đó tăng 20% svck, đạt 2.500 tỷ đồng và 2.900 tỷ đồng.

**Hình 13: Dự phóng doanh thu của mảng thủy điện (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 14: Dự phóng doanh thu mảng NLTT (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Năng lượng tái tạo được kỳ vọng sẽ duy trì hiệu suất ổn định; Lợi Hải 2 năm trong số 32 dự án năng lượng tái tạo đang được điều tra.**

Các nhà máy điện gió của REE liên tục đạt hệ số phụ tải cao trong giai đoạn 2022-2023. Xu hướng này dự kiến sẽ tiếp diễn và góp phần vào tăng trưởng doanh thu mảng NLTT của REE trong giai đoạn năm 2024-25. Chúng tôi nhận thấy hai yếu tố chính thúc đẩy triển vọng này: 1) tiêu thụ điện tăng trưởng mạnh; và 2) giải tỏa công suất NLTT nhờ nâng cấp đường dây truyền tải.

Nhìn chung, chúng tôi dự phóng doanh thu từ năng lượng tái tạo sẽ tăng nhẹ lên 1.147 tỷ đồng (+2% svck) trong 2024 và 1.155 tỷ đồng (+2% svck) trong 2025.

**Lợi Hải 2 nằm trong danh sách 32 dự án năng lượng tái tạo bị yêu cầu cung cấp hồ sơ**

Nhà máy điện gió Lợi Hải 2 của REE là một trong 32 dự án năng lượng tái tạo đang bị cơ quan An ninh tại nhiều địa phương yêu cầu cung cấp hồ sơ để phục vụ điều tra vụ án “Lợi dụng chức vụ, quyền hạn trong khi thi hành công vụ”. Cơ quan An ninh đã yêu cầu EVN nộp hồ sơ chi tiết về các dự án này, bao gồm toàn bộ hồ sơ đàm phán, ký kết hợp đồng mua bán điện, hồ sơ kiểm tra, nghiệm thu và công nhận ngày vận hành thương mại. Chúng tôi sẽ theo dõi chặt chẽ các diễn biến và cập nhật khi có thêm thông tin mới.

**Chính sách phát triển NLTT còn nhiều bất định, ảnh hưởng kế hoạch triển khai các dự án mới của REE**



REE đã mua lại 100% sở hữu của nhà máy thủy điện Trà Khúc 2 (30MW) và đã giải phóng mặt bằng. Dự án có tổng mức đầu tư 1.200 tỷ đồng và dự kiến hoàn thành sau hai năm xây dựng.

Song song đó, REE mua lại 70% sở hữu tại dự án điện gió chuyển tiếp Duyên Hải 48MW vào Q2/24, với tổng mức đầu tư ước tính 2.200 tỷ đồng. Nhà máy này dự kiến cung cấp 150 triệu kWh điện mỗi năm và sẽ bắt đầu hoạt động thương mại vào năm 2026. Tuy nhiên, cơ chế giá bán điện mới áp dụng cho dự án này có thể khiến tỷ suất sinh lợi (IRR) thấp hơn so với các dự án điện gió khác của REE do áp dụng cơ chế giá bán điện NLTT chuyển tiếp kém hấp dẫn hơn so với cơ chế FIT trước đây trong khi chúng tôi ước tính suất đầu tư không đổi (~45 tỷ đồng/MW).

Để mở rộng quy mô mảng điện gió, REE đã đề xuất UBND tỉnh Trà Vinh xem xét phê duyệt cho công ty khảo sát, nghiên cứu và lập hồ sơ bổ sung cho 3 dự án điện gió V3-5, V3-7 và V1-4 giai đoạn 2 vào quy hoạch điện VIII điều chỉnh. Các dự án này dự kiến sẽ bán điện theo cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA). Tuy nhiên, việc triển khai các dự án này trước mắt vẫn có trở ngại, ít nhất cho đến khi có hướng dẫn triển khai chi tiết từ Bộ Công Thương về cơ chế DPPA.

Hình 15: Danh sách dự án triển khai trong tương lai

	Công suất (MW)	Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Sản lượng (triệu kWh)	Vị trí	Năm vận hành dự kiến	Ghi chú
<b>Thủy điện</b>						
Trà Khúc 2	30	1.200	120	Miền Trung	2026	Đang thi công
<b>Điện gió</b>						
Duyên hải	48	2.200	150	Miền Nam	2026	Dự án chuyển tiếp
Trà Vinh V1-4 phase 2	48	N/A	N/A	Miền Nam	N/A	
Trà Vinh V3-5	96	N/A	N/A	Miền Nam	N/A	
Trà Vinh V3-7	200	N/A	N/A	Miền Nam	N/A	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Mảng Văn phòng cho thuê: Tòa nhà E.town 6 khai trương đi vào hoạt động từ tháng 6/2024

REE vừa hoàn thành E.town 6, tòa nhà văn phòng hạng A mới với 37.000m<sup>2</sup> diện tích cho thuê ngoài trung tâm TP.HCM. Điểm nổi bật của E.town 6 là mức giá thuê cạnh tranh chỉ 29 USD/m<sup>2</sup>/tháng, thấp hơn so với mặt bằng chung (30-50 USD/m<sup>2</sup>/tháng) của văn phòng hạng A tại TP.HCM.

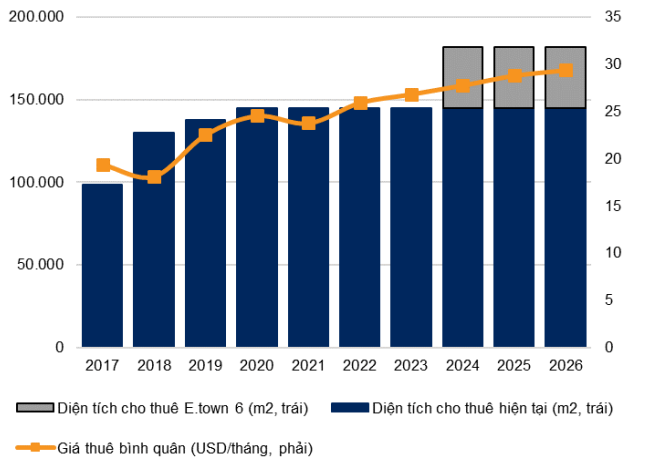
E.town 6 là một trong số ít tòa nhà văn phòng tại Thành phố Hồ Chí Minh đạt chứng nhận LEED Platinum, mức cao nhất về công nhận công trình xanh. Sự khác biệt này định vị E.town 6 là lựa chọn hấp dẫn cho các công ty quốc tế đang tìm kiếm không gian làm việc xanh, hiện đại tại TP.HCM.

Thị trường cho thuê văn phòng TP.HCM dự kiến sẽ đón nhận nguồn cung mới dồi dào trong hai năm tới. Cụ thể, 3 dự án văn phòng hạng A quy mô lớn tại Quận 1 với tổng diện tích gần 120.000m<sup>2</sup> sẽ hoàn thành vào năm 2025. Ngoài ra, 81.000m<sup>2</sup> văn phòng hạng A khác cũng được quy hoạch tại các khu vực ngoài trung tâm.

Nhận thấy bối cảnh cạnh tranh gay gắt, chúng tôi dự phóng E.town 6 sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy 20%/60% trong giai đoạn 2024-2025. Tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà văn phòng hiện hữu tiếp tục giữ nguyên do xu hướng cắt giảm chi phí của doanh nghiệp trong bối cảnh kinh tế phục hồi chậm.

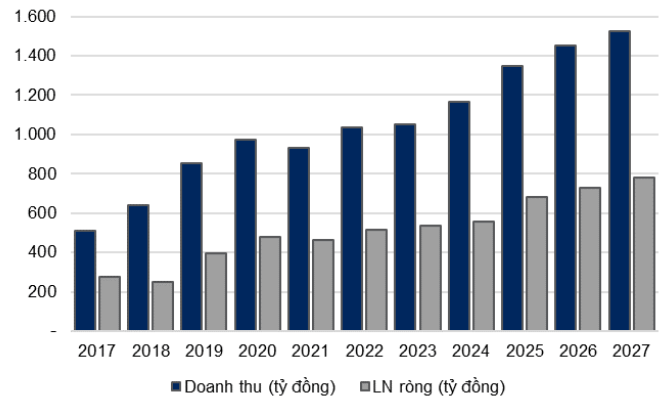
Mặt khác, giá thuê văn phòng hạng A dự kiến sẽ tăng 5,6% trong năm 2024, đạt 27,8 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Nhờ vậy, mảng văn phòng của REE kỳ vọng sẽ mang lại doanh thu 1.167 tỷ đồng/1.346 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2025.

**Hình 16: E.town 6 đi vào hoạt động từ T6/24, làm tăng tổng diện tích cho thuê cũng như giá thuê bình quân**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 17: Mảng cho thuê văn phòng mang lại nguồn thu nhập ổn định của REE.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Mảng BĐS nhà ở: Ra mắt dự án cao cấp The Light Square tại TP. Thái Bình

REE đã mở bán "The Light Square", một dự án nhà ở thấp tầng cao cấp mới ở khu vực trung tâm thành phố Thái Bình. Dự án có tổng diện tích 19.400 m<sup>2</sup> và bao gồm 45 căn hộ. Các căn hộ này bao gồm 7 biệt thự, 11 căn nhà phố và 27 căn shophouse. Dự án có nhiều tiện ích cao cấp như cổng chào, phố đi bộ và trung tâm mua sắm. Hiện tại, dự án đã được hoàn thiện xong phần thô.

Dự án biệt thự của REE có giá cao hơn so với khu vực xung quanh, với giá bán trung bình là 200 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Do tâm lý thị trường bất động sản tại các tỉnh vẫn còn ảm đạm, tốc độ bán của dự án có thể chậm hơn so với dự kiến ban đầu của REE là bàn giao hết nhà trong năm 2024. Thay vào đó, chúng tôi dự đoán tỷ lệ bàn giao 20-80 trong giai đoạn năm 2024 và 2025.

Chúng tôi dự kiến The Light Square sẽ được bàn giao cho khách hàng trong hai năm 2024 và 2025, đóng góp lần lượt 225 tỷ đồng và 737 tỷ đồng vào doanh thu. Tổng lợi nhuận ròng dự kiến của dự án là 276 tỷ đồng

**Hình 18: Phối cảnh dự án Light Square**



Nguồn: WEBSITE CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 19: Tiến độ thi công The Light Square tháng 8/2024**

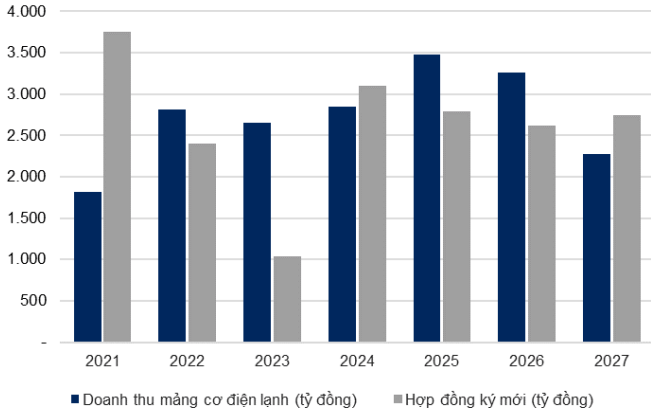


Nguồn: NHAIF, VNDIRECT RESEARCH

**Mảng cơ điện lạnh: Hồi phục nhờ dự án sân bay Long Thành**

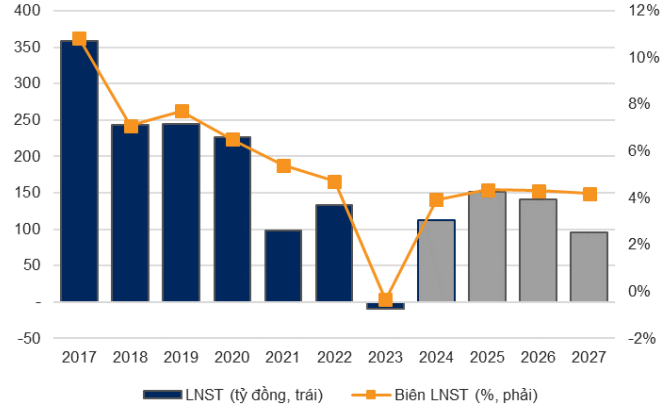
Công ty đã ghi nhận backlog ký mới đáng kể là 3.900 tỷ đồng trong 9T24, chủ yếu từ dự án Sân bay quốc tế Long Thành. Việc tham gia vào siêu dự án này đặc biệt đáng chú ý sau một năm 2023 ảm đạm với lượng hợp đồng ký mới thấp. Chúng tôi dự kiến REE sẽ giành được khoảng 5.000 tỷ đồng backlog từ dự án, với doanh thu dự kiến được ghi nhận trong hai năm 2025 và 2026.

**Hình 20: Mảng cơ điện lạnh của REE hồi phục nhờ trúng thầu dự án sân bay Quốc tế Long Thành (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 21: Dự phóng NLST mảng cơ điện lạnh (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng cơ điện lạnh của REE dự kiến sẽ phục hồi vào năm 2024, với doanh thu tăng 7,5% svck lên 2.851 tỷ đồng. Ngoài ra, mảng này dự kiến sẽ có lãi trở lại với lợi nhuận sau thuế (LNST) năm 2024 là 112 tỷ đồng, một sự cải thiện đáng kể so với khoản lỗ 9,0 tỷ đồng hồi năm 2023. Tình trạng tín dụng được nới lỏng vào năm 2024 sẽ hỗ trợ khả năng thanh toán của khách hàng REE, dẫn đến việc không còn trích lập nợ xấu.

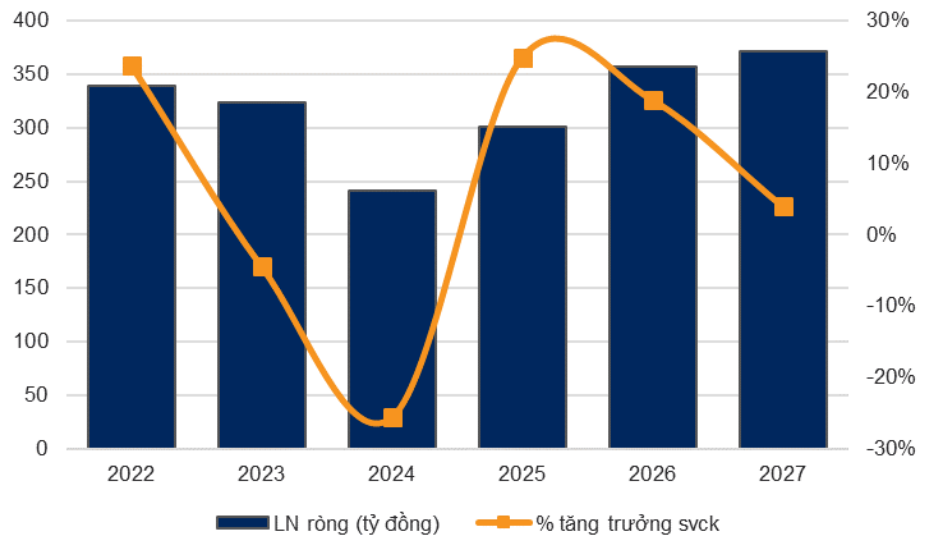
Nhìn sáng 2025, doanh thu của mảng dự kiến sẽ tăng 22% svck lên 3.479 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường bất động sản và ghi nhận doanh thu từ dự án sân bay Long Thành.

**Mảng nước: Lợi nhuận 2024 giảm do ghi nhận chi phí khấu hao từ dự án nâng cấp công suất nhà máy**

Dự án nâng gấp đôi công suất của CTCP Nước sạch Sông Đà, từ 300.000 m<sup>3</sup>/ngày lên 600.000 m<sup>3</sup>/ngày, dự kiến sẽ tác động tiêu cực đến LN ròng mảng nước của REE trong năm 2024. Điều này là do Nước sạch Sông Đà sẽ ghi nhận chi phí khấu hao đáng kể liên quan đến đầu tư dự án này, trong khi chưa nhận được giá bán nước mới, dẫn đến lợi nhuận giảm. Đối với các công ty liên kết nước còn lại, chúng tôi kỳ vọng tiếp tục đạt lợi nhuận ổn định.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo LN ròng mảng nước của REE năm 2024 sẽ giảm 25,6% xuống còn 241 tỷ đồng. Từ năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ bắt đầu tăng 24,8% svck lên 301 tỷ đồng nhờ Nước sạch Sông Đà bổ sung công suất và nhận được giá bán nước cao hơn.

Hình 22: Dự phóng LN từ mảng nước (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá: Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 72.900 đồng/cp

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SoTP) để định giá REE do tập đoàn kinh doanh ở nhiều lĩnh vực như: sản xuất điện, nước, bất động sản và cơ điện lạnh.

- Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá các nhà máy điện thuộc sở hữu của các công ty con và công ty liên kết của REE. Tuy nhiên, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách với (1) Thủy điện Bình Điền do công ty chưa niêm yết và (2) Nhiệt điện Ninh Bình, một công ty điện than liên doanh liên kết nhỏ của REE.
- Nước & cơ điện lạnh: Các mảng này được định giá bằng phương pháp định giá P/E.
- Cho thuê văn phòng: Chúng tôi định giá mảng cho thuê với cap rate là 8,5%.
- Dự án Light Square: Áp dụng phương pháp giá trị hiện tại ròng (NPV) để định giá The Light Square của REE.
- Công ty liên kết mảng bất động sản (SGR) và chứng khoán nắm giữ: Chúng tôi dùng giá trị sổ sách mới nhất để ước tính giá trị khoản đầu tư của REE vào SGR, cũng như việc nắm giữ cổ phiếu VIB.

Việc quản lý nhiều mảng kinh doanh khác nhau có thể dẫn đến nhiều vấn đề phức tạp. Do đó, chúng tôi áp dụng chiết khấu 10% cho giá trị cả tập đoàn.

Chúng tôi đã điều chỉnh tăng giá mục tiêu cho REE lên 72.900 đồng/cp (tăng 7% so với báo cáo trước) do 1) chuyển năm định giá DCF sang 2025; và 2) giảm nhẹ lãi suất phi rủi ro xuống 2,66% (dựa trên lợi suất trái phiếu 10 năm tính đến ngày 30/9/2024). Với P/E trượt ở mức 16,3 lần – gần mức cao kỷ lục, định giá hiện tại đang ở mức hợp lý cho REE xét đến những thách thức ngắn hạn của mảng đầu tư phát triển dự án NLTT.

Hình 23: Giá định WACC

Giá định	
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta, Bloomberg	1,0
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Chi phí sử dụng vốn	11,3%
Chi phí sử dụng nợ (sau thuế)	9,0%
Tỷ lệ nợ	85,0%
<b>WACC</b>	<b>10,2%</b>

Hình 24: Định giá từng phần

	Giá trị	Phương pháp định giá	Giá trị mỗi cp
	tỷ đồng		
<b>Điện</b>	<b>30.753</b>	<b>DCF</b>	<b>65.432</b>
Công ty con thủy điện	19.230	DCF	40.913
Công ty liên kết thủy điện (trừ thủy điện Bình Điền)	4.944	DCF	10.518
Điện mặt trời	1.340	DCF	2.850
Điện gió	3.846	DCF	8.184
Nhiệt điện Phả Lại	1.189	DCF	2.529
Nhiệt Điện Ninh Bình và Thủy điện Bình Điền	205	Giá trị sổ sách	436
<b>Nước</b>	<b>4.434</b>	<b>P/E mục tiêu 13.2</b>	<b>9.433</b>
Cho thuê văn phòng	10.876	Cap rate - 8.5%	23.141
Bất động sản dân cư	419	NPV	891
LDLK Bất động sản - SGR	255	Giá trị sổ sách	543
Cơ điện lạnh	1.512	P/E mục tiêu 10	3.216
Cổ phiếu nắm giữ VIB	1.062	Giá trị sổ sách	2.260
<b>(-) Nợ</b>	<b>10.428</b>		
<b>(+) Tiền mặt</b>	<b>2.832</b>		
<b>(-) Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>3.954</b>		
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>38.063</b>		
Chiết khấu	10%		
Giá trị doanh nghiệp sau chiết khấu	34.257		
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	470		
<b>Giá mục tiêu (đ/cp)</b>	<b>72.900</b>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: P/E lịch sử



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: P/B lịch sử



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Động lực tăng trưởng:**

- NLTT được tháo bỏ những điểm nghẽn chính sách, giúp thúc đẩy đầu tư vào các dự án.
- Sản lượng thủy điện cũng như giá bán thủy điện cao hơn dự kiến.
- Giải ngân đầu tư công mạnh mẽ và thị trường bất động sản phục hồi sớm hơn dự kiến, thúc đẩy mảng cơ điện lạnh.

**Rủi ro giảm giá:**

- Tăng trưởng tiêu thụ điện chậm hơn dự kiến và thủy điện ghi nhận sản lượng điện thấp hơn dự kiến
- Diễn biến không tích cực từ nhà máy Lợi Hải 2.
- Tỷ lệ hấp thụ tại dự án The Light Square thấp hơn dự kiến.
- Backlog cơ điện lạnh tăng chậm hơn dự kiến trong bối cảnh thị trường bất động sản tiếp tục khó khăn, khiến REE tiếp tục trích lập dự phòng nợ khó đòi.

Hình 27: So sánh các DN cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Vốn hóa	Tăng trưởng	D/E ròng	P/E (lần)		P/B (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
	Bloomberg	Tr USD	2023	Trượt 12T	TB 5 năm	Trượt	2024	Hiện tại	2024	Trượt	Trượt	2024
<b>Cơ điện lạnh</b>												
CTCP Điện cơ Hải Phòng	DHP VN	4,3		2,3	6,8	8,0	N/A	0,6	N/A	3,8	8,1	N/A
Sunway Construction Group Bhd	SCGB MK	1.304,4		39,0	21,1	12,0	33,7	6,8	6,4	N/A	19,0	20,3
<b>Trung bình</b>				<b>20,6</b>	<b>14,0</b>	<b>10,0</b>	<b>33,7</b>	<b>3,7</b>	<b>6,4</b>	<b>3,8</b>	<b>13,5</b>	<b>20,3</b>
<b>Ngành điện</b>												
PVPower	POW VN	1.046,1		5,4	17,3	19,5	23,3	0,8	0,7	7,9	4,3	3,7
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	190,8		34,1	9,8	15,7	N/A	2,7	N/A	8,7	16,8	N/A
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	150,9		167,0	21,7	41,2	28,0	1,2	1,0	8,3	2,5	3,8
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	474,2		77,7	20,4	32,0	20,3	2,5	N/A	11,1	7,7	13,0
<b>Trung bình</b>				<b>71,1</b>	<b>17,3</b>	<b>27,1</b>	<b>23,9</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>9,0</b>	<b>7,8</b>	<b>6,8</b>
<b>Ngành nước</b>												
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương	BWE VN	390,4		90,9	12,9	18,5	14,6	1,9	2,0	9,0	10,9	14,1
CTCP Nước Thủ Dầu Một	TDM VN	214,3		17,0	11,1	14,4	N/A	1,9	N/A	7,7	13,6	N/A
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW VN	10,3		-10,2	13,9	16,1	N/A	3,1	N/A	9,4	19,2	N/A
CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà	VCW VN	85,6		-46,1	9,9	10,7	N/A	1,5	N/A	3,2	13,5	N/A
<b>Trung bình</b>				<b>12,9</b>	<b>12,0</b>	<b>14,9</b>	<b>14,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>7,3</b>	<b>14,3</b>	<b>14,1</b>
<b>Doanh nghiệp đa ngành</b>												
CTCP Tập đoàn PC1	PC1 VN	313,2		110,2	23,5	18,7	18,8	1,5	1,4	7,8	8,1	4,9
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	218,2		62,2	21,2	26,1	N/A	0,6	N/A	22,3	2,4	N/A
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	371,3		66,2	8,9	14,2	11,3	1,5	1,9	7,6	11,2	12,9
<b>Trung bình</b>				<b>67,6</b>	<b>21,3</b>	<b>18,8</b>	<b>15,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>12,2</b>	<b>8,0</b>	<b>9,1</b>
<b>CTCP Cơ Điện Lạnh</b>	<b>REE VN</b>	<b>1.177,1</b>		<b>31,7</b>	<b>31,7</b>	<b>16,4</b>	<b>15,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>10,8</b>	<b>10,4</b>	<b>9,3</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

<b>Báo cáo kết quả HĐKD</b>							
(Tỷ đồng)	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Doanh thu thuần	4.897	5.644	5.815	9.378	8.579	8.586	10.350
Giá vốn hàng bán	(3.644)	(4.034)	(3.500)	(5.042)	(4.860)	(5.266)	(6.175)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.246</b>	<b>1.606</b>	<b>2.310</b>	<b>4.330</b>	<b>3.709</b>	<b>3.313</b>	<b>4.168</b>
Chi phí QLDN	(300)	(366)	(456)	(667)	(755)	(613)	(719)
Chi phí bán hàng	946	1.239	1.854	3.663	2.954	2.700	3.449
EBITDA thuần	<b>2.397</b>	<b>2.612</b>	<b>3.707</b>	<b>5.330</b>	<b>4.723</b>	<b>4.485</b>	<b>5.261</b>
Chi phí khấu hao	183	322	893	1.225	1.264	1.303	1.310
<b>LN hoạt động trước thuế và lãi vay</b>	<b>2.214</b>	<b>2.291</b>	<b>2.814</b>	<b>4.105</b>	<b>3.459</b>	<b>3.182</b>	<b>3.951</b>
Thu nhập tài chính	442	222	466	187	238	218	218
Chi phí tài chính	(386)	(475)	(707)	(942)	(1.016)	(811)	(776)
Thu nhập ròng khác	11	22	13	(107)	14	(9)	(19)
Thu nhập từ công ty LDLC	907	915	774	1.077	866	766	952
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1.920</b>	<b>1.924</b>	<b>2.400</b>	<b>3.879</b>	<b>3.056</b>	<b>2.865</b>	<b>3.824</b>
Thuế	(200)	(210)	(264)	(363)	(269)	(354)	(484)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.639</b>	<b>1.628</b>	<b>1.855</b>	<b>2.693</b>	<b>2.188</b>	<b>2.009</b>	<b>2.672</b>
LN ròng sau điều chỉnh	1.639	1.628	1.855	2.693	2.188	2.009	2.672

<b>Bảng cân đối kế toán</b>							
(Tỷ đồng)	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Tiền & tương đương tiền	1.540	652	1.831	1.151	3.023	2.832	5.747
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.221	1.329	914	1.749	1.132	3.382	3.310
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.138	3.082	2.987	4.013	3.777	3.857	4.398
Hàng tồn kho	987	808	800	1.409	1.354	1.256	1.436
Tài sản ngắn hạn khác	113	139	275	251	236	321	339
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.999</b>	<b>6.009</b>	<b>6.806</b>	<b>8.573</b>	<b>9.522</b>	<b>11.647</b>	<b>15.231</b>
Tài sản cố định	1.827	2.519	15.992	15.771	14.845	15.193	14.060
Tổng đầu tư	9.214	9.287	6.261	6.491	6.560	7.327	8.278
Tài sản dài hạn khác	2.583	2.716	2.768	3.080	3.982	2.589	2.620
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>19.623</b>	<b>20.530</b>	<b>31.827</b>	<b>33.915</b>	<b>34.910</b>	<b>36.755</b>	<b>40.189</b>
	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Nợ vay ngắn hạn	888	1.265	1.234	1.455	1.233	1.697	2.206
Phải trả người bán	529	633	660	650	622	766	908
Phải trả ngắn hạn khác	1.852	1.546	2.169	1.981	2.081	2.456	2.829
<b>Tổng phải trả ngắn hạn</b>	<b>3.269</b>	<b>3.443</b>	<b>4.062</b>	<b>4.086</b>	<b>3.936</b>	<b>4.919</b>	<b>5.942</b>
Nợ vay dài hạn	4.739	4.335	10.740	9.946	9.510	8.731	8.068
Phải trả dài hạn khác	513	540	667	679	694	804	946
Vốn điều lệ	3.101	3.101	3.101	3.564	4.097	4.097	4.097
Lợi nhuận giữ lại	7.296	8.352	10.201	11.942	13.222	14.250	16.514
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.811</b>	<b>10.975</b>	<b>15.120</b>	<b>17.966</b>	<b>19.352</b>	<b>21.454</b>	<b>24.384</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	705	760	3.056	3.697	3.451	3.954	4.622
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>19.623</b>	<b>20.530</b>	<b>31.827</b>	<b>33.915</b>	<b>34.910</b>	<b>36.755</b>	<b>40.189</b>

<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>							
(Tỷ đồng)	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1.920</b>	<b>1.924</b>	<b>2.400</b>	<b>3.879</b>	<b>3.056</b>	<b>2.865</b>	<b>3.824</b>
Khấu hao	183	322	893	1.225	1.264	1.303	1.310
Thuế đã nộp	(214)	(203)	(230)	(359)	(372)	(354)	(484)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.316)	(1.047)	(1.041)	(1.174)	(810)	(916)	(1.209)
Thay đổi vốn lưu động	(253)	(382)	(497)	(2.003)	(301)	453	(227)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>319</b>	<b>613</b>	<b>1.525</b>	<b>1.569</b>	<b>2.837</b>	<b>3.351</b>	<b>3.215</b>
Đầu tư tài sản cố định	(295)	(1.394)	(3.912)	(738)	(889)	(215)	(27)
Thu từ TL, nhượng bán tài sản cố định	2	1	13	2	1	0	0
Các khoản khác	0	0	0	0	0	(98)	(30)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1	0	0	20	68	0	0
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>(1.630)</b>	<b>(84)</b>	<b>(48)</b>	<b>(370)</b>	<b>(577)</b>	<b>347</b>	<b>14</b>
Thu từ phát hành CP, nhận góp VCSI	0	62	121	1	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	(48)	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.605	(84)	1.632	(908)	(702)	(315)	(155)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	(571)	2
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(620)	(604)	(86)	(574)	(886)	(410)	(410)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>985</b>	<b>(674)</b>	<b>1.667</b>	<b>(1.481)</b>	<b>(1.589)</b>	<b>(1.296)</b>	<b>(563)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1.865	1.540	652	1.831	1.151	3.023	2.832
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	<b>(325)</b>	<b>(888)</b>	<b>1.179</b>	<b>(680)</b>	<b>1.872</b>	<b>(191)</b>	<b>2.915</b>
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>1.540</b>	<b>652</b>	<b>1.831</b>	<b>1.151</b>	<b>3.023</b>	<b>2.832</b>	<b>5.747</b>



<b>Chỉ số tài chính</b>							
<b>Chỉ số định giá</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
EPS (VND)	3.487	3.464	3.947	5.729	4.655	4.275	5.686
Price Earnings	6,28	8,94	11,05	9,17	10,47	15,18	11,41
PEG 1 năm	(9,52)	0,64	0,24	(0,49)	(1,28)	0,46	3,27
EV/EBIT	15,95	16,34	18,17	10,55	11,53	10,77	11,50
EV/EBITDA	19,23	19,17	21,98	13,95	8,08	7,27	8,33
P/S	2,10	2,58	3,53	2,63	2,67	3,55	2,95
P/B	1,05	1,33	1,36	1,37	1,18	1,42	1,25
Tỷ suất cổ tức	6,0%	4,2%	0,4%	2,3%	3,9%	1,3%	1,3%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	37,8%	37,1%	4,6%	21,3%	40,5%	0,0%	0,0%
<b>Chỉ số tăng trưởng</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Tăng trưởng doanh thu	-4,1%	15,3%	3,0%	61,3%	-8,5%	0,1%	20,5%
Tăng trưởng LN gộp	1,5%	28,9%	43,8%	87,4%	-14,3%	-10,7%	25,8%
Tăng trưởng LN ròng	-8,1%	-0,7%	13,9%	45,1%	-18,7%	-8,2%	33,0%
Tăng trưởng EPS	-8,1%	-0,7%	13,9%	45,1%	-18,7%	-8,2%	33,0%
<b>Chỉ số hiệu quả sinh lời</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Biên LN gộp	25,5%	28,5%	39,7%	46,2%	43,2%	38,6%	40,3%
Biên EBITDA	16,0%	18,7%	26,4%	29,5%	49,2%	46,6%	46,0%
Biên LN hoạt động	19,3%	22,0%	31,9%	39,1%	34,4%	31,4%	33,3%
Biên LN ròng	33,5%	28,8%	31,9%	28,7%	25,5%	23,4%	25,8%
ROAA	9,3%	8,1%	7,1%	8,2%	6,4%	5,6%	6,9%
ROAE	16,7%	14,8%	12,3%	15,0%	11,3%	9,4%	11,0%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	2,3	2,9	2,8	4,1	3,1	3,3	4,4
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	1,1	0,6	0,3	1,7	2,3	3,9	5,9
Nợ vay / Vốn	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Nợ vay / VCSH	0,6	0,5	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4
Nợ vay ròng / VCSH	0,3	0,3	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0
<b>Chỉ số thanh khoản</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Vòng quay tổng tài sản	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
Vòng quay khoản phải thu	2,4	2,2	1,9	2,7	2,2	2,2	2,5
Số ngày phải thu	152,9	168,8	190,5	136,2	165,7	162,3	145,6
Vòng quay khoản phải trả	7,3	6,9	5,4	7,7	7,6	7,6	7,4
Số ngày phải trả	50,3	52,6	67,4	47,4	47,8	48,1	49,5
Vòng quay hàng tồn kho	3,7	4,5	4,4	4,6	3,5	4,0	4,6
Số ngày tồn kho	98,0	81,2	83,8	79,9	103,7	90,5	79,6
Hệ số thanh toán hiện hành	1,8	1,7	1,7	2,1	2,4	2,4	2,6
Hệ số thanh toán nhanh	1,5	1,5	1,5	1,8	2,1	2,1	2,3

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT

### HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu dự kiến sẽ đạt 15% trở lên trong 12 tháng tới.

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu dự kiến sẽ nằm trong khoảng từ âm 10% đến dương 15% trong 12 tháng tới.

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu dự kiến sẽ giảm xuống dưới âm 10% trong 12 tháng tới.

*Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.*

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích**

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng nhóm**

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Việt Minh Tú – Chuyên viên phân tích**

Email: [tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn)

**Công ty cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>