

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ77,000 (từ VNĐ74,600)

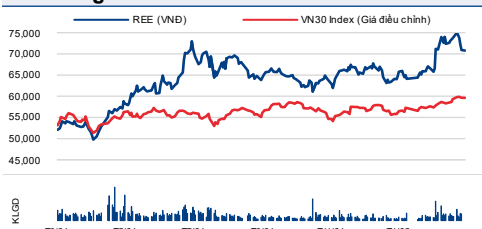
Tiềm năng tăng/giảm: 8.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/3/2025) 70,800

Mã Bloomberg	REE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	49,751-75,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	71,300
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	33,348
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,307
Slg CP lưu hành (tr.đv)	471
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	231
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	35.6%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.61	7.93	31.1
So với chỉ số	3.50	3.31	18.7
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,537	5,344	3.6
2026F	5,241	6,342	(17.4)
2027F	5,468	8,787	(37.8)

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

Nguyễn Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Dự báo lợi nhuận phục hồi mạnh trong năm 2025

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 77.000đ sau khi phân tích KQKD năm 2024 và điều chỉnh các giả định định giá.
- Cho năm 2025, chúng tôi tăng 0,7% dự báo lợi nhuận thuần (tăng trưởng 31%) nhưng giảm 1,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 (giảm 5% so với cùng kỳ). Dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 4%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng và 3 tháng qua, REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần, cao hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Giá mục tiêu theo phương pháp SoTP cho thấy tiềm năng tăng giá là 9% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 13,9 lần và 14,7 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu sau khi công bố KQKD năm 2024

HSC tiến hành phân tích đầy đủ hơn KQKD năm 2024 vừa được công bố gần đây và phân tích sâu triển vọng lợi nhuận của Công ty. Mức đóng góp lợi nhuận từ các nhà máy thủy điện giảm (do lượng nước thấp) đã kéo giảm lợi nhuận năm 2024 trong khi tỷ lệ lấp đầy tại tòa nhà văn phòng Etown 6 thấp hơn dự báo. Mặc dù chúng tôi giảm nhẹ dự báo, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận dự kiến sẽ tăng mạnh trong năm nay.

Tác động: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC lần lượt tăng 0,7%/giảm 1,9% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 trong khi giảm 11,6% và 8,4% dự báo doanh thu trong 2 năm dựa trên dự báo KQKD của mảng điện và mảng cho thuê văn phòng. Trong khi đó, với dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần tăng 4% nhờ các dự án vận hành ổn định (chúng tôi chưa phản ánh các dự án mới đang được triển khai vào mô hình dự báo lợi nhuận). Dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường.

Đối với mảng điện, chúng tôi giảm bình quân 24% dự báo EBIT năm 2025-2026 do (1) hệ số alpha cao – phần trăm sản lượng điện hằng năm sẽ được mua theo giá PPA – lên đến 98% đối với các nhà máy thủy điện và (2) cơ quan quản lý phân bổ nhiều sản lượng hợp đồng tháng hơn (thay vì sản lượng hợp đồng năm), làm giảm khả năng bán điện với mức giá cao hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh. Trong khi đó, đối với mảng cho thuê văn phòng, chúng tôi giảm lần lượt 31% và 14% dự báo EBIT năm 2025-2026 do thị trường văn phòng cho thuê chững lại và tỷ lệ mặt bằng trống tại tòa nhà mới xây dựng Etown 6 còn ở mức cao. Trái lại, chúng tôi tăng dự báo EBIT năm 2025-2026 đối với mảng kinh doanh BĐS nhà ở do việc chuyển nhượng dự án chung cư Light Square và việc ghi nhận doanh thu bán nhà phố tại dự án này. Chúng tôi cũng giảm khoảng 40% dự báo chi phí tài chính.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng và 3 tháng qua, REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần, cao hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Tuy nhiên, REE cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 12,8 lần, thấp hơn 22% so với bình quân các công ty cùng ngành trong nước – định giá vẫn còn thấp. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 77.000đ (từ 74.600đ) dựa trên các dự báo mới và việc lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025. Chúng tôi tin rằng lợi nhuận và định giá của REE có tiềm năng cao hơn dự báo nhờ có các nhà máy điện mới, dự án BĐS nhà ở và tòa nhà văn phòng cho thuê chưa được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,218	3,727	4,250 ▼	4,052 ▼	4,171
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,188	1,994	2,608	2,468	2,576
EPS ĐC (đồng)	5,354	4,534	5,537 ▼	5,241 ▼	5,468
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	42,372	40,126	44,079 ▼	47,824 ▼	51,786
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.69	10.2	9.00	9.11	8.52
P/E ĐC (lần)	13.2	15.6	12.8	13.5	12.9
Lợi suất cổ tức (%)	1.41	1.41	2.12	2.12	2.12
P/B (lần)	1.67	1.76	1.61	1.48	1.37
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.7)	(15.3)	22.1	(5.35)	4.34
ROAE (%)	13.3	11.0	13.2	11.4	11.0

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

Mảng điện và BĐS nhà ở có thể sẽ dẫn dắt lợi nhuận năm 2025

Mảng điện cốt lõi của REE được dự báo sẽ phục hồi phần nào trong năm 2025, nhờ ảnh hưởng của hiện tượng thời tiết La Nina, trong khi lợi nhuận trong năm dự kiến được thúc đẩy bởi hoạt động chuyển nhượng dự án chung cư Light Square và nhu cầu ngày càng tăng ở mảng cơ điện. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 3% giá mục tiêu, cho thấy tiềm năng tăng giá là 9%. Theo quan điểm của chúng tôi, REE vẫn giữ được vị thế tốt trong hoạt động phát triển cơ sở hạ tầng và năng lượng tái tạo tại Việt Nam.

Phân tích KQKD năm 2024: Giảm dự báo lợi nhuận do mảng thủy điện, cho thuê văn phòng

Lợi nhuận thuần năm 2024 của REE đáng thất vọng do (1) đóng góp từ các nhà máy thủy điện giảm (sản lượng điện giảm 12% so với cùng kỳ và giá bán bình quân giảm 9% so với cùng kỳ (trái ngược với dự báo tăng lần lượt 5% và 3% của chúng tôi) và (2) lợi nhuận từ mảng cho thuê văn phòng giảm 53 tỷ đồng do tỷ lệ mặt bằng trống còn ở mức cao. Trong năm qua, mảng điện đóng góp 53% doanh thu hợp nhất và 51% LNST của REE. Các nhà máy thủy điện ước tính đóng góp lần lượt 29% và 37% doanh thu hợp nhất và LNST.

Đáng lưu ý, mức lợi nhuận thấp hơn trong năm 2024 phần nào được bù trừ bởi lợi nhuận tăng mảng cơ điện (tăng thêm 159 tỷ đồng). Trong năm 2024, REE trúng gói thầu cơ điện cho dự án sân bay Quốc tế Long Thành giai đoạn 1 (mục tiêu hoàn thành vào cuối năm 2026) và dự án nhà ga T2 mở rộng tại sân bay quốc tế Nội Bài (mục tiêu hoàn thành vào tháng 12/2025) do Công ty chuyển trong tâm trở lại các dự án đầu tư công, vốn có dòng tiền tốt hơn các dự án BĐS.

Bảng 1: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận thuần, REE

Mảng năng lượng đóng góp 51% vào lợi nhuận thuần của REE trong năm 2024

Tỷ đồng	2023	2024	% tỷ trọng
Doanh thu			
Năng lượng	4,801	4,240	51%
Bất động sản	1,049	1,149	14%
Nước & môi trường	67	114	1%
Mảng cơ điện	2,653	2,880	34%
Tổng cộng	8,570	8,383	100%
Lợi nhuận thuần			
Năng lượng	1,315	1,007	51%
Bất động sản	562	509	26%
Nước & môi trường	324	267	13%
Mảng cơ điện	-9	150	8%
Mảng khác	-5	61	3%
Tổng	2,187	1,994	100%

Nguồn: REE

Triển vọng năm 2025

Mảng năng lượng: Sản lượng điện tăng mạnh hơn

HSC dự báo mảng năng lượng sẽ phục hồi trong năm 2025. Do xác suất và điều kiện xảy ra La Nina trong năm 2025 cao hơn xác suất xảy ra El Nino, HSC dự báo sản lượng điện từ các công ty thủy điện do REE nắm cổ phần chi phối sẽ đạt 2,5 tỷ kWh trong năm 2025, tăng 9% so với cùng kỳ, nhờ sản lượng tăng tại VSH (1,9 tỷ kWh, tăng 14% so với cùng kỳ) và dự kiến có thêm 51 triệu kWh từ nhà máy thủy điện mới xây là Thác Bà 2 (dự kiến sẽ đi vận hành Q1/2025). Đối với các dự án thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh, Thác Bà và Mường Hum, chúng tôi sử dụng sản lượng sản xuất điện trong KHKD của Công ty.

Bảng 2: Sản lượng điện của các nhà máy thủy điện, REE

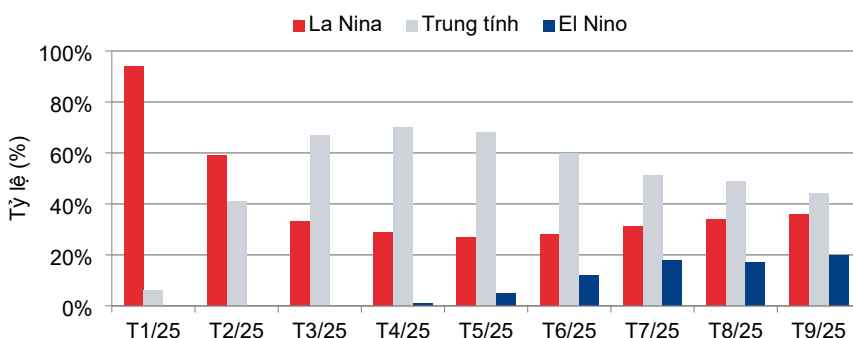
Tổng sản lượng được kỳ vọng sẽ tăng 9%

Triệu kWh	2023	2024	2025F
Tổng cộng	2,703	2,314	2,513
Vĩnh Sơn - Sông Hinh	2,194	1,681	1,916
Thác Bà	303	409	370
Mường Hum	133	148	151
Nam Bàn 2	72	76*	76
Thác Bà 2			51

Ghi chú: *ước tính.
Nguồn: công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 3: El Nino - dao động phương Nam (ENSO)

Các giai đoạn trung tính chiếm tỷ lệ cao hơn, và giai đoạn El Nino 9 tháng đầu năm 2025 thúc đẩy sản lượng thủy điện tăng



Nguồn: NOAA, HSC

Bảng 4: Danh mục văn phòng cho thuê, REE

Tổng diện tích cho thuê là 185.000 m²

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích mặt sàn (m ²)	Tổng diện tích cho thuê (m ²)	Năm bắt đầu hoạt động
Etown 6	Quận Tân Bình	78,000	36,798	2024
Etown Central	Quận 4	66,000	34,000	2018
Etown 1	Quận Tân Bình	44,388	29,480	2002
Etown 2	Quận Tân Bình	36,136	26,633	2005
Ree Tower	Quận 4	31,640	18,190	2011
Etown 5	Quận Tân Bình	24,286	17,000	2018
Etown 3	Quận Tân Bình	16,330	12,097	2007
Reecorp building - Nguyễn Trãi	Quận 5	4,211	3,369	2011
Ree office building - Bà Hom	Quận 6	3,218	2,574	2011
Etown 4	Quận Tân Bình	18,888	2,283	2008
IDC building	Quận 3	2,101	1,681	2000
Maison Pasteur building	Quận 1	1,681	1,345	2001
Tổng cộng		332,170	185,450	

Ghi chú: Tổng diện tích chúng tôi đưa ra khác một chút so với số liệu của công ty (181,6k m²) do công ty không công bố số chi tiết.
Nguồn: HSC ước tính

Cho thuê văn phòng: Tỷ lệ lấp đầy tại TPHCM phục hồi từ mức thấp của năm 2024

Các dự báo chính của HSC đối với mảng kinh doanh này bao gồm:

- Chúng tôi dự báo tòa nhà Etown 6 sẽ đóng góp 143 tỷ đồng vào mảng văn phòng cho thuê của REE trong năm 2025 dựa trên dự báo tỷ lệ mặt bằng trống tại TP.HCM giảm xuống còn 10% trong năm 2027 từ mức 15% trong năm 2024, theo [dự báo thị trường của CBRE](#).
- Đối với các tòa nhà văn phòng cho thuê khác, chúng tôi dự báo tỷ lệ lấp đầy đạt 88% trong giai đoạn 2025-2027, thấp hơn một chút so với bình quân của năm 2023 ở mức 95%.

- Trong thời gian tới, REE có kế hoạch xây dựng tòa nhà văn phòng Phú Hữu (quận 9, TP.HCM), với diện tích có thể cho thuê là 37.000 m2 sẽ được hoàn thành trong năm 2027, tương đương với 20% tổng diện tích có thể cho thuê. Chúng tôi chưa phản ánh dự án tòa nhà Phú Hữu này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

BĐS nhà ở: Bán buôn tại dự án Light Square

Đối với dự án Light Square tại tỉnh Thái Bình, HSC tăng dự báo lợi nhuận năm 2025 sau hoạt động bán buôn 3.500 m2 đất phát triển dự án chung cư cho Handico6 vào tháng 12/2024 ([link](#)). Chúng tôi kỳ vọng REE sẽ bán xong toàn bộ BĐS mặt đất trong 3 năm, giai đoạn 2025-2027.

Mảng nước & môi trường

HSC dự báo mức đóng góp EBIT của mảng nước sẽ ổn định trong 3 năm tới, ở mức bình quân 34 tỷ đồng mỗi năm. Đóng góp từ mảng này đến từ TK Cong, một công ty tư vấn trong lĩnh vực nước tại Việt Nam (REE sở hữu 65% cổ phần).

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

Các dự báo cũ và mới

HSC lần lượt tăng 0,7%/giảm 1,9% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 trong khi giảm 11,6% và 8,4% dự báo doanh thu trong 2 năm dựa trên giả định KQKD của mảng điện và mảng cho thuê văn phòng giảm. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với doanh thu 9,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4%) và lợi nhuận thuần 2,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4%).

Dự báo mới cho thấy doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 5,5% và 8,9%.

Mảng điện

Mặc dù sản lượng điện tăng, HSC điều chỉnh giảm dự báo doanh thu cho mảng điện do hệ số alpha cao (98% đối với các nhà máy thủy điện - tương tự năm 2024) và việc cơ quan quản lý phân bổ nhiều sản lượng hợp đồng tháng (bằng với năm 2024). Hệ số alpha cao – phần trăm sản lượng điện hằng năm sẽ được mua theo giá PPA – nghĩa là các nhà máy thủy điện không thể hưởng lợi nhiều khi giá bán điện trên thị trường bán buôn tăng. Với sản lượng hợp đồng tháng, các nhà máy thủy điện có ít dư địa hơn để tối ưu hóa hoạt động hàng năm, nên phải bán điện khi giá thị trường bán buôn thấp.

Trong khi đó, chúng tôi chưa phản ánh hai dự án mới REE đã công bố trong năm 2024 vào mô hình dự báo lợi nhuận. Chi tiết như sau:

- Nhà máy Thủy điện Trà Khúc 2** với công suất 30 MW, có tổng vốn đầu tư 1,2 nghìn tỷ đồng và sản lượng sản xuất hằng năm đạt 120 triệu kWh, được khởi công xây dựng vào tháng 6/2024.
- Nhà máy Điện gió Duyên Hải (V1-4)** với công suất 48 MW, có tổng vốn đầu tư 2,2 nghìn tỷ đồng, đang được triển khai xây dựng và dự kiến được đưa vào vận hành từ Q4/2025 theo cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA). Đối với giai đoạn 2, REE nhận thấy có thể phát triển thêm một dự án có công suất 48 MW khác cũng theo cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA). Các dự án khác REE có thể phát triển trong lĩnh vực này là V3-5 (96 MW) và V3-7 (200 MW). Công ty đề xuất bổ sung thêm các dự án điện gió V1-4, V3-5 và V3-7 vào Quy hoạch điện 8 điều chỉnh trong năm 2025.

Mức đóng góp vào EBIT của mảng điện trong năm 2025 được dự báo đạt 1,6 nghìn tỷ đồng, thấp hơn so với 2,1 nghìn tỷ đồng trước đó.

Mảng cho thuê văn phòng

Đối với tòa nhà Etown 6, HSC giảm lần lượt dự báo tỷ lệ lấp đầy xuống 50%/70%/80% từ 90%/92%/95% trong giai đoạn 2025-2027 do KQKD của mảng này kém trong năm 2024. Đối với các tòa nhà văn phòng cho thuê còn lại, chúng tôi giữ nguyên dự báo tỷ lệ lấp đầy.

Giá cho thuê bình quân cũng được điều chỉnh giảm 10% trong giai đoạn dự báo để phản ánh KQKD kém khả quan trong năm 2024 khi lợi nhuận thuần của mảng này giảm 11,3% so với cùng kỳ.

Mức đóng góp vào EBIT của mảng cho thuê văn phòng năm 2025 được dự báo đạt 640 tỷ đồng, thấp hơn so với 930 tỷ đồng trước đó.

Mảng BĐS nhà ở

HSC dự báo REE sẽ ghi nhận 249 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2025 từ hoạt động bán chuyển nhượng dự án căn hộ cao tầng Light Square (3.500 m2) trong năm 2025 sau khi ký hợp đồng với Handico 6. Đối với BĐS mặt đất tại dự án này, chúng tôi kỳ vọng REE sẽ thu được 95 tỷ đồng lợi nhuận thuần mỗi năm trong 3 năm (giai đoạn 2025-2027).

Mức đóng góp vào EBIT của mảng BĐS được dự báo đạt 376 tỷ đồng trong năm 2025, cao hơn so với 270 tỷ đồng trong dự báo trước.

Mảng cơ điện

HSC dự báo doanh thu mảng cơ điện đạt 3,1 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong năm 2025 và 2026, cao hơn mức 2,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2024. Việc ký hợp đồng thi công hạ tầng cơ điện tại dự án sân bay quốc tế Long Thành được dự báo sẽ giúp doanh thu mảng cơ điện tăng cao. Ngoài ra, ngành hàng không Việt Nam đang triển khai đầu tư nhiều dự án mở rộng các sân bay hiện hữu (sân bay Phú Quốc, nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất, sân bay Vinh, sân bay Chu Lai), sẽ hỗ trợ doanh thu mảng cơ điện trong thời gian tới.

Bảng 5: Dự báo cũ và dự báo mới, REE

Lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng 31% nhờ đóng góp của mảng BĐS và mảng điện hồi phục

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh			CAGR 3 năm
	2024	2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024-27
Doanh thu thuần	8,384	9,484	9,502	9,790	10,534	10,732	10,377	-20.4%	-11.6%	-8.4%	5.3%
Thu nhập từ công ty liên kết	717	814	849	882	765	805	828	-6.2%	1.1%	2.4%	7.1%
Lợi nhuận thuần	1,994	2,608	2,468	2,576	2,478	2,591	2,515	-19.5%	0.7%	-1.9%	8.9%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	-2%	13%	-5%	4%	24%	5%	-3%				
Thu nhập từ công ty liên kết	-18%	14%	4%	4%	7%	-1%	-2%				
Lợi nhuận thuần	-9%	31%	-5%	4%	24%	-1%	2%				

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Cơ cấu EBIT theo mảng kinh doanh, REE

Mảng điện đóng góp chính vào EBIT

Tỷ đồng	2024A	Dự báo mới			Dự báo cũ		
		2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	8,384	9,484	9,502	9,790	10,534	10,732	10,377
Điện	4,240	4,607	4,776	4,985	5,128	5,282	5,472
Cơ điện	2,880	3,123	3,152	3,152	3,018	3,281	3,317
Cho thuê văn phòng	1,068	1,102	1,166	1,238	1,267	1,495	1,511
BDS nhà ở	80	532	283	283	1,050	600	0
Nước & môi trường	114	120	126	132	70	74	78
EBIT	2,429	2,957	2,787	2,877	3,473	3,548	3,358
Điện	1,603	1,643	1,661	1,682	2,066	2,149	2,211
Cơ điện	228	267	267	267	256	284	284
Cho thuê văn phòng	609	640	699	765	722	932	946
BDS nhà ở	43	376	127	127	515	270	0
Nước & môi trường	30	31	33	34	18	19	20
Mảng khác	-86						
Lãi/lỗ HĐ tài chính	-470	-475	-433	-392	-922	-806	-675
Công ty liên kết	717	814	849	882	765	805	828
Thu nhập khác	15	0	0	0	0	0	0
LNTT	2,690	3,297	3,203	3,366	3,316	3,547	3,512
Thuế thu nhập	-294	-330	-320	-337	-332	-355	-351
Lợi ích cổ đông thiểu số	-402	-359	-414	-454	-507	-602	-646
Lợi nhuận thuần	1,994	2,608	2,468	2,576	2,477	2,590	2,514

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo cổ tức bằng tiền mặt

Trong năm 2024, REE chi trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức 1.000đ/cp và đề xuất phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 15% trong năm 2025. Công ty có kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ tối đa là 1.000đ/cp (lợi suất cổ tức 1,3%) trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn sẽ dùng để đầu tư vào dự án điện mới và đầu tư vào mảng cho thuê văn phòng. REE cũng đã đề xuất phát hành 500.000 cổ phiếu ESOP với mức giá 10.000đ/cp và thời gian hạn chế giao dịch là 3 năm (30% sau 1 năm, 30% sau 2 năm và 40% còn lại sau 3 năm).

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng trong khi tăng 3% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 77.000đ (từ 74.600đ trước đó) dựa trên các dự báo mới và các giả định định giá đã được điều chỉnh. Giá mục tiêu mới cho thấy lợi nhuận năm 2025 tăng nhẹ nhờ đóng góp từ hoạt động chuyển nhượng chứng cư tại dự án Light Square, bù trừ cho phần lợi nhuận sụt giảm ở mảng cho thuê văn phòng. Tại giá mục tiêu mới, cổ phiếu có tiềm năng tăng giá là 9% và P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt ở mức 13,9 lần và 14,7 lần.

Các giả định của chúng tôi như sau:

Áp dụng phương pháp định giá DCF, chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5%, hệ số beta 0,8 lần (5 năm, giảm từ 1 lần trước đó) và mức thuế 20% (không đổi). Theo đó, chi phí vốn CSH sẽ ở mức 10% (giảm từ mức 12,8% trước đó). Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1% nhưng lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2025.

Đáng lưu ý, HSC dự báo giá trị vốn CSH của Công ty đạt 36,2 nghìn tỷ đồng (tăng 16% so với lần công bố gần nhất của chúng tôi là 30,5 nghìn tỷ đồng). Trong đó, mảng điện đóng góp 17,6 nghìn tỷ đồng (49% tổng giá trị), cho thuê văn phòng đóng góp 10 nghìn tỷ đồng (28% tổng giá trị), mảng đầu tư đóng góp 5,9 nghìn tỷ đồng (16% tổng giá trị) và mảng cơ điện đóng góp 1,4 nghìn tỷ đồng (4% tổng giá trị). Đáng lưu ý, chúng tôi bổ sung mảng BDS nhà ở vào ước tính giá trị vốn CSH bằng cách sử dụng giá trị sổ sách là 1 nghìn tỷ đồng (3% tổng giá trị, so với 0% trước đó).

Bảng 7: Định giá từng mảng kinh doanh, REE

Điện, cho thuê văn phòng và đầu tư đóng góp hơn 90% vào tổng giá trị doanh nghiệp

Tỷ đồng	Phương pháp	Tổng giá trị doanh nghiệp	Lợi ích của REE	Giá trị vốn CSH – tương ứng với REE
Điện				17,651
TBC	DCF	1,745	60.4%	1,054
VSH	DCF	13,251	52.6%	6,967
Thủy điện Mường Hum	DCF	1,331	79.8%	1,062
Thủy điện Nậm Ban 2	DCF	432	100%	432
Điện gió Thuận Bình	DCF	5,577	50%	2,788
Điện gió Trà Vinh số 3	DCF	2,740	100%	2,740
Điện mặt trời áp mái	DCF	1,933	100%	1,933
DTV	DCF	1,016	66.3%	673
Cho thuê văn phòng	Tỷ lệ vốn hóa	10,018	100%	10,018
Đầu tư	Giá trị vốn CSH	5,932	100%	5,932
Cơ điện	DCF	1,399	100%	1,399
BDS nhà ở	Giá trị sổ sách	1,000	100%	1,000
Nước & môi trường	DCF	372	65%	242
RNAV				36,242
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				471
Giá mục tiêu (đồng/cp)				77,000

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định định giá chủ chốt, REE

Giá mục tiêu là 77.000đ dựa trên lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	6.5%	83,400	81,400	79,600	78,000	76,400
	7.0%	81,800	80,000	78,300	76,700	75,200
	7.5%	80,300	78,600	77,000	75,500	74,100
	8.0%	78,900	77,300	75,800	74,400	73,000
	8.5%	77,600	76,100	74,600	73,300	72,000

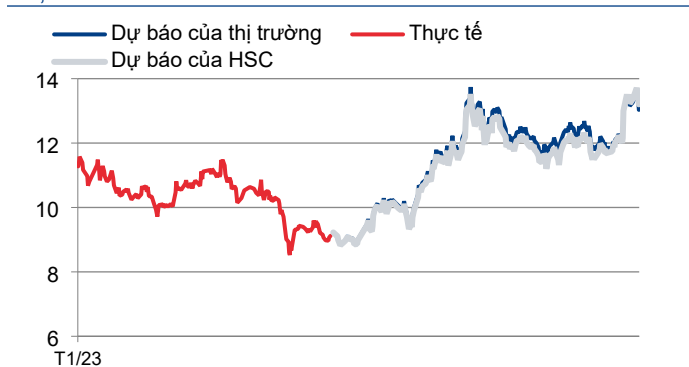
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng và 3 tháng qua, REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần, cao hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11 lần. Tuy nhiên, cổ phiếu cũng có P/E điều chỉnh dự phóng năm 2025 là 12,8 lần, thấp hơn 22% so với các công ty cùng ngành trong nước trong danh sách khuyến nghị. Theo quan điểm của chúng tôi, định giá của cổ phiếu vẫn còn hấp dẫn.

Biểu đồ 9: P/E trượt dự phóng 1 năm

REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần,...


Nguồn: HSC ước tính
Biểu đồ 10: Độ lệch chuẩn so với bình quân

... cao hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân


Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: So sánh với các công ty cùng ngành, REE

REE hiện giao dịch với P/E năm 2025 thấp hơn 18% so với các công ty cùng ngành trong nước

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2025	P/E điều chỉnh 2025	P/B 2025	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình năm 2025
Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam - CTCP (POW)	1,101	7.3	14.0	0.9	6.2%
CTCP Tập đoàn PC1 (PC1)	320	7.2	13.8	1.2	10.5%
CTCP Điện Gia Lai (GEG)	189	6.5	13.6	1.0	8.1%
Tổng Công ty Phát điện 3 - CTCP (PGV)	878	5.9	24.2	1.5	7.4%
Bình quân ngành	622	6.7	16.4	1.1	8.1%
CTCP Cơ điện lạnh (REE)	1,309	9.0	12.8	1.6	13.2%
Chênh lệch so với bình quân	110%	34%	-22%	41%	5.1ppts

Nguồn: HSC

Rủi ro
Rủi ro giảm

Hoạt động mở bán tại dự án KDC Light Square bị trì hoãn vì bất kỳ lý do gì, từ đó ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận đối với REE. Bất kỳ sự trì hoãn nào xảy ra trong quá trình triển khai chính sách mua bán điện trực tiếp DPPA sẽ ảnh hưởng đến tốc độ phát triển của các dự án điện gió mới tại Trà Vinh. Nhu cầu thấp ở mảng cho thuê văn phòng kéo dài hơn dự báo.

Tiềm năng tăng

REE là công ty đầu tư chủ động tìm kiếm và mua thêm tài sản mới. Nếu REE có thể mua được tài sản mới với giá trị tốt thì cả lợi nhuận và định giá của Công ty sẽ được nâng cao. Ngoài ra, nhờ có bảng CĐKT lành mạnh, REE có thể phát triển thêm nhiều dự án mới ở lĩnh vực năng lượng và văn phòng cho thuê.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	8,570	8,384	9,484	9,502	9,790
Lợi nhuận gộp	3,710	3,124	3,623	3,475	3,589
Chi phí BH&QL	(756)	(696)	(666)	(688)	(713)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	2,954	2,429	2,957	2,787	2,877
Lãi vay thuần	(789)	(470)	(475)	(433)	(392)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	877	717	814	849	882
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	14.0	15.3	0	0	0
LNTT	3,056	2,690	3,297	3,203	3,366
Chi phí thuế TNDN	(269)	(294)	(330)	(320)	(337)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(598)	(402)	(359)	(414)	(454)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	2,188	1,994	2,608	2,468	2,576
Lợi nhuận thuần ĐC	2,188	1,994	2,608	2,468	2,576
EBITDA ĐC	4,218	3,727	4,250	4,052	4,171
EPS (đồng)	5,354	4,534	5,537	5,241	5,468
EPS ĐC (đồng)	5,354	4,534	5,537	5,241	5,468
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,500	1,500	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	409	440	471	471	471
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	409	471	471	471	471
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	409	471	471	471	471

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	3,023	5,636	4,993	5,842	6,695
Đầu tư ngắn hạn	1,132	1,060	1,060	1,060	1,060
Phải thu khách hàng	3,780	3,129	4,026	4,034	4,158
Hàng tồn kho	1,354	1,277	1,539	1,585	1,634
Các tài sản ngắn hạn khác	235	184	280	288	296
Tổng tài sản ngắn hạn	9,524	11,286	11,897	12,810	13,844
TSCĐ hữu hình	14,845	13,890	15,558	15,803	16,020
TSCĐ vô hình	71.3	71.0	64.4	55.5	43.6
Bất động sản đầu tư	1,345	2,542	2,447	2,352	2,257
Đầu tư dài hạn	287	266	316	332	348
Đầu tư vào Cty LD,LK	6,274	5,933	6,170	6,417	6,673
Tài sản dài hạn khác	2,566	2,373	985	987	1,015
Tổng tài sản dài hạn	25,388	25,075	25,540	25,946	26,359
Tổng cộng tài sản	34,912	36,361	37,437	38,755	40,202
Nợ ngắn hạn	1,238	1,244	1,244	1,244	1,244
Phả trả người bán	619	724	762	784	806
Nợ ngắn hạn khác	1,177	914	1,045	1,080	1,119
Tổng nợ ngắn hạn	3,945	4,052	3,780	3,844	3,932
Nợ dài hạn	9,505	9,153	8,653	8,153	7,653
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	189	189	189	189	189
Nợ dài hạn khác	451	466	466	466	466
Tổng nợ dài hạn	10,145	9,808	9,308	8,808	8,308
Tổng nợ phải trả	14,142	13,906	13,120	12,675	12,255
Vốn chủ sở hữu	17,318	18,900	20,762	22,525	24,391
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,452	3,555	3,555	3,555	3,555
Tổng vốn chủ sở hữu	20,770	22,455	24,317	26,081	27,947
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,912	36,361	37,437	38,755	40,202
BVPS (đ)	42,372	40,126	44,079	47,824	51,786
Nợ thuần/(tiền mặt)	7,720	4,761	4,904	3,555	2,202

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,954	2,429	2,957	2,787	2,877
Khấu hao	(1,264)	(1,299)	(1,293)	(1,265)	(1,295)
Lãi vay thuần	(789)	(470)	(475)	(433)	(392)
Thuế TNDN đã nộp	(269)	(294)	(330)	(320)	(337)
Thay đổi vốn lưu động	(1,293)	232	(1,657)	(829)	(909)
Khác	950	584	1,259	1,258	1,250
LCT thuần từ HKKD	2,817	3,779	3,049	3,728	3,784
Đầu tư TS dài hạn	(873)	(1,045)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Góp vốn & đầu tư	(977)	(710)	0	0	0
Thanh lý	1,418	653	(665)	148	90.3
Khác	1,075	1,320	180	180	185
LCT thuần từ HĐĐT	642	218	(1,985)	(1,172)	(1,224)
Cổ tức trả cho CSH	(886)	(1,029)	(707)	(707)	(707)
Thu từ phát hành CP	0	27.7	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(701)	(383)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,588)	(1,384)	(1,707)	(1,707)	(1,707)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,151	3,023	5,636	4,993	5,842
LCT thuần trong kỳ	1,872	2,613	(643)	850	853
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	0.02	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,023	5,636	4,993	5,842	6,695
Dòng tiền tự do	1,944	2,734	1,549	2,228	2,284

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	43.3	37.3	38.2	36.6	36.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	49.2	44.5	44.8	42.6	42.6
Tỷ suất LNT (%)	25.5	23.8	27.5	26.0	26.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	8.82	10.9	10.00	10.0	10.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(8.56)	(2.17)	13.1	0.20	3.03
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(13.7)	(11.6)	14.0	(4.66)	2.95
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(18.7)	(8.86)	30.8	(5.35)	4.34
Tăng trưởng EPS (%)	(18.7)	(15.3)	22.1	(5.35)	4.34
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.7)	(15.3)	22.1	(5.35)	4.34
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	50.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.7	22.1	27.1	28.6	27.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.3	11.0	13.2	11.4	11.0
ROACE (%)	9.72	7.68	8.97	8.13	8.08
Vòng quay tài sản (lần)	0.25	0.24	0.26	0.25	0.25
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.95	1.56	1.03	1.34	1.32
Số ngày tồn kho	102	88.6	95.8	96.0	96.2
Số ngày phải thu	284	217	251	244	245
Số ngày phải trả	46.5	50.2	47.4	47.4	47.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	48.7	30.5	26.0	18.1	11.2
Nợ/tài sản (%)	32.8	31.3	27.8	25.6	23.4
EBIT/lãi vay (lần)	3.74	5.16	6.23	6.44	7.33
Nợ/EBITDA (lần)	2.71	3.06	2.45	2.45	2.26
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.41	2.79	3.15	3.33	3.52
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.28	4.55	4.03	3.88	3.63
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.69	10.2	9.00	9.11	8.52
P/E (lần)	13.2	15.6	12.8	13.5	12.9
P/E ĐC (lần)	13.2	15.6	12.8	13.5	12.9
P/B (lần)	1.67	1.76	1.61	1.48	1.37
Lợi suất cổ tức (%)	1.41	1.41	2.12	2.12	2.12

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