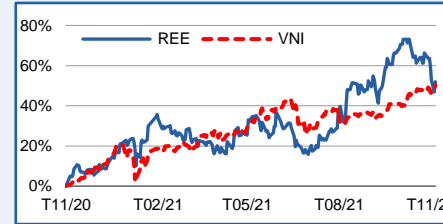


Ngành	Tiện ích		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	26/11/2021	Tăng trưởng DT	15,3%	22,3%	28,8%	10,8%
Giá hiện tại	66.900VND	TT EPS báo cáo	-0,3%	8,6%	20,7%	24,0%
Giá mục tiêu	79.000VND	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.628	1.768	2.134	2.646
Giá mục tiêu gần nhất	75.000VND	TT EBITDA	39,0%	79,6%	43,6%	15,1%
TL tăng	+18,1%	EV/EBITDA	21,0x	11,7x	8,1x	7,1x
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	1,8x	1,6x	1,3x	1,2x
Tổng mức sinh lời	+18,1%	P/E báo cáo	12,7x	11,7x	9,7x	7,8x
GT vốn hóa	921tr USD					
Room KN	0USD	P/E (trượt)	12,1x	17,8x		
GTGD/ngày (30n)	1,9tr USD	P/B (hiện tại)	1,7x	2,8x		
Cổ phần Nhà nước	0%	Nợ ròng/CSH	56,8%	N/A		
SL cổ phiếu lưu hành	309 tr	ROE	14,4%	15,7%		
Pha loãng	309 tr	ROA	7,3%	2,5%		
PEG 3 năm	0,6					



Tổng quan công ty:
REE là công ty holding với 3 lĩnh vực hoạt động chính: Điện (chiếm gần 50% tổng lợi nhuận), cơ điện lạnh (M&E), cho thuê văn phòng. REE là công ty hàng đầu trong ngành M&E và sở hữu 150.000 m2 diện tích văn phòng cho thuê. Các mảng khác bao gồm nước và BĐS.

Lê Phước Đức

Chuyên viên

Lê Trọng Nghĩa

Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương

Trưởng phòng cao cấp

Kỳ vọng mảng M&E phục hồi và tăng công suất điện

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 5% lên 79.000 đồng/CP nhưng điều chỉnh khuyến nghị từ MUA thành KHẢ QUAN dành cho CTCP Cơ điện lạnh (REE). Chúng tôi tin rằng REE là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực năng lượng xanh của Việt Nam do các dự án có lợi nhuận cao nhờ khả năng kiểm soát chi phí trong ngành có vốn lớn và chi phí tài chính thấp.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi do cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2022. Chúng tôi điều chỉnh giảm LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021/2022 lần lượt 6% và 13%, do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo thu nhập cho PPC (xem Báo cáo cập nhật PPC của chúng tôi, ngày 29/10/2021) và điều chỉnh giảm dự báo LNST năm 2022 của VSH. Chúng tôi giữ nguyên dự báo tổng LNST giai đoạn 2023-2025 gần như không đổi.
- Chúng tôi dự báo LNST năm 2022 sẽ tăng trưởng 21% YoY sau khi công suất tăng 30% vào năm 2021 thông qua 3 dự án điện gió và LNST tăng trưởng lần lượt là 30%/13% của mảng M&E và văn phòng cho thuê.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng (CAGR) năm EPS 15% trong giai đoạn 2020-2025, được thúc đẩy bởi sự đóng góp từ công suất điện gió 100 MW hiện hữu (có khả năng tăng thêm 5 lần), 500 MWp công suất mặt trời trên mái nhà, công suất thủy điện 500 MW và vận hành thương mại dự án Etown 6 dự kiến xây dựng vào năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng định giá của REE là hấp dẫn với P/E 2022 là 9,7 lần, tương ứng PEG là 0,6 và thấp hơn khoảng 20% so với các công ty cùng ngành; P/B dự phóng 2022 là 1,3 cũng tỏ ra hấp dẫn, dựa trên dự báo của chúng tôi.
- Yếu tố hỗ trợ: Lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn khỏi công ty con mảng BĐS mà REE sở hữu 51% - VIID
- Rủi ro: Lợi nhuận mảng M&E thấp hơn dự kiến / rủi ro cao hơn dự kiến.

3 dự án điện gió được đưa vào hoạt động với vốn đầu tư thấp hơn ngân sách ban đầu của công ty. Theo REE, vốn đầu tư của dự án Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2 thấp hơn ngân sách khoảng 10%, trong khi vốn đầu tư của dự án Trà Vinh gần như phù hợp với ngân sách bất chấp ảnh hưởng của dịch COVID-19 ở phía Nam. Kết quả này khẳng định kỳ vọng của chúng tôi rằng các trang trại điện gió này sẽ đóng góp 203 tỷ đồng lợi nhuận cho REE vào năm 2022 (chiếm khoảng 10% LNST của REE) và sẽ thúc đẩy LNST của mảng điện tăng 32% YoY vào năm 2022.

Hợp đồng PPA của VSH cho dự án thủy điện Thượng Kon Tum có hiệu lực từ ngày 01/01/2022. REE chia sẻ rằng VSH đã hoàn tất đàm phán với Tổng CT Mua bán điện EVN. Chúng tôi dự báo VSH sẽ đóng góp 176 tỷ đồng - tương đương khoảng 8% LNST năm 2022 của REE.

REE đặt mục tiêu mở rộng công suất điện mới đáng kể, bao gồm 400 MW các dự án điện gió mới (dự án Vĩnh Hảo, Ea H' Leo và Kông Chro) thuộc CTCP Điện gió Thuận Bình – công ty sở hữu 61% cổ phần và 400 MW đối với các dự án năng lượng mặt trời nổi tại công ty liên kết REE sở hữu 42% cổ phần là TMP. REE cũng đặt mục tiêu tự đầu tư/M&A các dự án điện gió 100-200 MW và một dự án điện gió khổng lồ 2.000 MW ngoài khơi. Chúng tôi chưa ghi nhận công suất điện gió này vào định giá của chúng tôi và đang chờ thêm thông tin chi tiết.

Đầu tư công gia tăng củng cố triển vọng của mảng M&E. Chúng tôi dự báo LNST của mảng M&E sẽ tăng trưởng 30% YoY vào năm 2022 từ mức thấp vào năm 2021 (do COVID-19). Tăng cường đầu tư công sẽ hỗ trợ tiến độ dự án Sân bay Quốc tế Long Thành và triển vọng trung hạn của mảng M&E.

Báo cáo Tài chính

KQKQ (triệu USD)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CỎKT (triệu USD)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	5.640	6.900	8.888	9.852	Tiền và tương đương	658	1.413	2.164	3.738
Giá vốn hàng bán	-4.034	-4.482	-5.621	-6.106	Đầu tư TC ngắn hạn	1.329	500	0	0
Lợi nhuận gộp	1.606	2.418	3.267	3.746	Các khoản phải thu	1.873	2.075	2.192	2.429
Chi phí bán hàng	-83	-83	-107	-118	Hàng tồn kho	939	1.140	1.309	1.422
Chi phí quản lí DN	-285	-399	-371	-392	TS ngắn hạn khác	1.215	576	576	576
LN thuần HĐKD	1.238	1.936	2.789	3.235	Tổng TS ngắn hạn	6.014	5.704	6.241	8.165
Doanh thu tài chính	222	230	140	186	TS dài hạn (gộp)	7.409	24.494	26.494	27.594
Chi phí tài chính	-473	-739	-943	-890	- Khấu hao lũy kế	-2.775	-3.640	-4.871	-6.264
Trong đó, chi phí lãi vay	-416	-739	-943	-890	TS dài hạn (ròng)	4.634	20.854	21.623	21.330
Lợi nhuận từ công ty LDLK	915	744	725	868	Đầu tư TC dài hạn	9.287	6.787	7.013	7.395
Lợi nhuận/(chi phí) khác	22	22	22	22	TS dài hạn khác	602	613	613	613
LNTT	1.923	2.193	2.733	3.421	Tổng TS dài hạn	14.523	28.254	29.249	29.338
Thuế TNDN	-210	-228	-268	-351	Tổng Tài sản	20.536	33.958	35.491	37.503
LNST trước CĐTS	1.713	1.966	2.465	3.070	Phải trả ngắn hạn	1.421	2.114	2.002	2.175
Lợi ích CĐ thiểu số	-85	-198	-331	-424	Nợ ngắn hạn	1.258	1.533	1.636	1.686
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	1.628	1.768	2.134	2.646	Nợ ngắn hạn khác	757	1.965	1.965	1.965
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	1.656	1.710	2.134	2.646	Tổng nợ ngắn hạn	3.436	5.612	5.602	5.825
EBITDA	1.559	2.800	4.020	4.628	Nợ dài hạn	4.348	11.113	10.190	9.404
EPS báo cáo, VND	5.267	5.720	6.906	8.563	Nợ dài hạn khác	541	541	541	541
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.341	5.511	6.881	8.532	Tổng nợ	4.888	11.654	10.731	9.945
EPS pha loãng VND	5.341	5.511	6.881	8.532	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	0	0	1.600	1.600	Vốn cổ phần	3.101	3.101	3.101	3.101
DPS/EPS (%)	0%	0%	23%	19%	Thặng dư vốn CP	1.050	1.050	1.050	1.050
(1) Điều chỉnh cho lãi/lỗ bất thường					Lợi nhuận giữ lại	7.115	8.883	11.017	13.169
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F	Vốn khác	187	187	187	187
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	760	3.472	3.802	4.226
Tăng trưởng doanh thu	15,3%	22,3%	28,8%	10,8%	Vốn chủ sở hữu	12.213	16.693	19.157	21.733
Tăng trưởng LN HĐKD	30,9%	56,4%	44,1%	16,0%	Tổng cộng nguồn vốn	20.536	33.958	35.491	37.503
Tăng trưởng LNTT	15,4%	3,2%	24,9%	24,0%	CP lưu hành cuối năm (tr)	309,1	309,1	309,1	309,1
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-0,3%	8,6%	20,7%	24,0%	CP quỹ cuối năm (tr)	1,0	1,0	1,0	1,0
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tr USD)	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN gộp %	28,5%	35,0%	36,8%	38,0%	Tiền đầu năm	1.540	658	1.413	2.164
Biên LN từ HĐ %	21,9%	28,1%	31,4%	32,8%	Lợi nhuận sau thuế	1.628	1.768	2.134	2.646
Biên EBITDA	27,6%	40,6%	45,2%	47,0%	Khấu hao	321	864	1.231	1.393
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	28,9%	25,6%	24,0%	26,9%	Thay đổi vốn lưu động	-42	-58	-397	-178
ROE %	14,9%	14,3%	14,9%	16,1%	Điều chỉnh khác (2)	-1.278	-546	-395	-444
ROA %	8,1%	6,5%	6,1%	7,3%	Tiền từ hoạt động KD	629	2.027	2.574	3.417
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.433	-4.734	-2.000	-1.100
Số ngày tồn kho	87	85	80	82	Đầu tư, Ròng (3)	591	1.743	999	486
Số ngày phải thu	110	104	88	86	Tiền từ HĐ đầu tư	-842	-2.991	-1.001	-614
Số ngày phải trả	132	144	134	125	Cổ tức đã trả	-604	0	0	-494
TG luân chuyển tiền	65	45	33	42	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	370	-113	102	50
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,0	1,1	1,4	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-392	1.832	-923	-786
CS thanh toán nhanh	1,5	0,8	0,9	1,2	Tiền từ các hoạt động TC khác	-43	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,4	0,6	Tiền từ hoạt động TC	-668	1.719	-821	-1.230
Nợ/Tài sản	27,3%	37,2%	33,3%	29,6%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-882	755	752	1.573
Nợ/Vốn sử dụng	31,5%	43,1%	38,2%	33,8%	Tiền cuối năm	658	1.413	2.164	3.738
Nợ/Vốn CSH	29,6%	64,3%	50,4%	33,8%					
Khả năng thanh toán lãi vay	3,0	2,6	3,0	3,6					

(2) Trừ thu nhập từ công ty LK, (3) bao gồm cổ tức từ công ty LK

Nguồn: dữ liệu công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Phước Đức, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyễn, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.