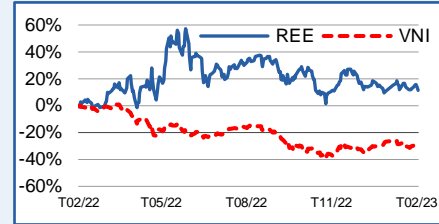


CTCP Cơ Điện Lạnh (REE) [KHẢ QUAN +16,4%]

Cập nhật

Ngành:	Tiện ích		2022	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo:	27/02/2023	TT DT	61,3%	-2,8%	27,1%	11,0%
Giá hiện tại:	70.000VND	TT EPS báo cáo	45,0%	-14,6%	24,7%	18,1%
Giá mục tiêu:	80.500VND	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	2.690	2.298	2.867	3.387
Giá mục tiêu gần nhất	85.900VND	TT EBITDA	77,3%	-8,3%	29,7%	15,8%
TL tăng:	+15,0%	EV/EBITDA	7,6x	8,3x	6,4x	5,5x
Lợi suất cổ tức:	1,4%	P/B	1,6x	1,4x	1,2x	1,1x
Tổng mức sinh lời:	+16,4%	P/E báo cáo	9,3x	10,9x	8,7x	7,4x



GT vốn hóa:	1,04 tỷ USD	REE	VNI	
Room KN:	0USD	P/E (trượt)	9,3x	13,7x
GTGD/ngày (30n):	1,1tr USD	P/B (hiện tại)	1,6x	1,7x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	44,2%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	356tr	ROE	34,7%	14,0%
Pha loãng:	356tr	ROA	7,9%	2,2%

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 (M&E), cho thuê văn phòng. Các mảng khác bao gồm nước và bất động sản. REE là công ty hàng đầu trong ngành M&E và sở hữu 150.000 m2 diện tích văn phòng cho thuê.

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Đổi mặt với các thách thức ngắn hạn nhưng kỳ vọng tăng trưởng vào năm 2024

- Chúng tôi giảm giá mục tiêu cho REE 6% xuống 80.500 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan về tiềm năng mở rộng công suất của REE trong lĩnh vực năng lượng tái tạo đầy triển vọng của Việt Nam thông qua điện mặt trời áp mái và điện gió trong dài hạn vì công ty có năng lực tài chính mạnh nhất trong danh mục cổ phiếu năng lượng tái tạo mà chúng tôi theo dõi.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ việc chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2026 khoảng 6% tương ứng với giả định lợi nhuận thấp hơn đối với mảng năng lượng mặt trời áp mái và M&E.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (-15% YoY) chủ yếu do lợi nhuận từ mảng thủy điện giảm 42% YoY, lần át lợi nhuận từ mảng điện gió tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ lên 352 tỷ đồng với 100 MW công suất điện gió mới và LNST của mảng M&E tăng 26% YoY.
- Chúng tôi dự báo CAGR EPS đạt 17% trong giai đoạn 2023-2027, được thúc đẩy bởi sự đóng góp từ khoảng 500 MW công suất điện gió, khoảng 500 MWp công suất điện mặt trời áp mái và tòa nhà Etown 6 đi vào hoạt động thương mại vào cuối năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng mức định giá của REE là hấp dẫn với P/E năm 2023 là 10,9 lần, thấp hơn khoảng 20% so với P/E trượt trung bình 4 năm của một số các công ty cùng ngành.
- Yếu tố hỗ trợ: Đóng góp lợi nhuận từ dự án BĐS tại Thái Bình; đóng góp lớn hơn dự kiến từ Sân bay Quốc tế Long Thành vào lợi nhuận từ mảng M&E dài hạn.
- Rủi ro: Phê duyệt/M&A chậm hơn dự kiến đối với nhà máy điện gió mới vào năm 2023.

M&E đổi mặt với những thách thức ngắn hạn. LNST năm 2022 của mảng này chỉ hoàn thành 69% dự báo cả năm của chúng tôi. Do đó, chúng tôi giảm dự báo LNST giai đoạn 2023-2026 thêm khoảng 16% do chúng tôi cho rằng lãi suất cao và suy thoái kinh tế sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận và doanh thu của mảng này. Ngoài ra, các dự án đầu tư công (ví dụ: Nhà ga số 3 Tân Sơn Nhất và Sân bay quốc tế Long Thành) đang tiến triển chậm và sẽ chỉ đóng góp đáng kể bắt đầu từ năm 2025.

Những thách thức ngắn hạn đối với việc mở rộng công suất năng lượng mặt trời áp mái. Năm 2022, REE đã phát triển 35 MWp công suất điện mặt trời áp mái, mang lại 47 tỷ đồng LNST, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Theo REE, điện mặt trời áp mái sẽ tiếp tục đổi mặt với những thách thức trong năm 2023 nếu không có cơ chế giá mới sau khi biểu giá FiT ưu đãi hết hạn vào cuối năm 2020. Do đó, chúng tôi hạ dự báo về công suất điện mặt trời áp mái mới năm 2023 từ 100 MW xuống 35 MW nhưng vẫn giữ nguyên giả định về 100 MW công suất mới mỗi năm trong

giai đoạn 2024-2027.

Cơ chế định giá năng lượng tái tạo mới sẽ được phê duyệt vào năm 2023, điều này sẽ giúp tăng công suất điện gió. Chúng tôi giữ nguyên dự báo về 100 MW điện gió mới mỗi năm trong giai đoạn 2023-2026 (chủ yếu từ M&A). Chúng tôi dự báo LNST năm 2023 sẽ tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ nhờ cải thiện công suất và sản lượng mới của các nhà máy điện gió hiện tại so với tốc độ gió thấp và cắt giảm sản lượng vào năm 2022.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	9.372	9.112	11.583	12.856	Tiền và tương đương	1.151	2.625	3.690	5.460
Giá vốn hàng bán	-5.056	-5.416	-7.143	-7.947	Đầu tư TC ngắn hạn	1.749	1.749	1.749	1.749
Lợi nhuận gộp	4.315	3.696	4.440	4.909	Các khoản phải thu	4.013	3.495	3.808	4.227
Chi phí bán hàng	-89	-109	-139	-154	Hàng tồn kho	1.422	1.261	1.663	1.851
Chi phí quản lí DN	-580	-467	-491	-514	TS ngắn hạn khác	251	251	251	251
LN thuần HĐKD	3.647	3.120	3.810	4.241	Tổng TS ngắn hạn	8.586	9.381	11.162	13.538
Doanh thu tài chính	203	217	202	265	TS dài hạn (gộp)	25.372	29.707	35.007	40.307
Chi phí tài chính	-943	-1.064	-1.141	-1.225	- Khấu hao lũy kế	-7.525	-8.872	-10.857	-13.329
Trong đó, chi phí lãi vay	-879	-1.041	-1.118	-1.202	TS dài hạn (ròng)	17.848	20.835	24.150	26.978
Lợi nhuận từ công ty LDLK	1.077	827	933	1.121	Đầu tư TC dài hạn	6.491	6.739	7.019	7.355
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-107	-107	-107	-107	TS dài hạn khác	1.003	1.003	1.003	1.003
LNTT	3.876	2.993	3.697	4.295	Tổng TS dài hạn	25.342	28.577	32.172	35.336
Thuế TNDN	-363	-270	-376	-426	Tổng Tài sản	33.928	37.958	43.334	48.874
LNST trước CĐTS	3.513	2.724	3.321	3.869	Phải trả ngắn hạn	1.460	1.484	1.957	2.177
Lợi ích CĐ thiểu số	-823	-425	-454	-482	Nợ ngắn hạn	1.455	1.805	1.947	2.072
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	2.690	2.298	2.867	3.387	Nợ ngắn hạn khác	1.176	1.176	1.176	1.176
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	2.780	2.321	2.890	3.410	Tổng nợ ngắn hạn	4.091	4.464	5.080	5.425
EBITDA	4.871	4.467	5.795	6.713	Nợ dài hạn	9.946	11.320	13.207	14.985
EPS báo cáo, VND	7.548	6.449	8.045	9.504	Nợ dài hạn khác	680	680	680	680
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	7.772	6.488	8.079	9.532	Tổng nợ	14.717	16.465	18.966	21.090
EPS pha loãng VND	7.772	6.488	8.079	9.532	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.000	1.000	1.000	1.000	Vốn cổ phần	3.564	3.564	3.564	3.564
DPS/EPS (%)	13%	16%	12%	11%	Thặng dư vốn CP	1.050	1.050	1.050	1.050
(1) Điều chỉnh cho lãi/lỗ bất thường					Lợi nhuận giữ lại	10.706	12.648	15.159	18.190
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Vốn khác	187	187	187	187
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	3.703	4.044	4.407	4.792
Tăng trưởng doanh thu	61,3%	-2,8%	27,1%	11,0%	Vốn chủ sở hữu	19.211	21.494	24.367	27.784
Tăng trưởng LN HĐKD	96,6%	-14,5%	22,1%	11,3%	Tổng cộng nguồn vốn	33.928	37.958	43.334	48.874
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	82,6%	-16,5%	24,5%	18,0%	CP lưu hành cuối năm (tr)	356	356	356	356
Tăng trưởng EPS, báo cáo	45,0%	-14,6%	24,7%	18,1%	CP quỹ cuối năm (tr)	0,0	0,0	0,0	0,0
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên LN gộp %	46,0%	40,6%	38,3%	38,2%	Tiền đầu năm	1.831	1.151	2.625	3.690
Biên LN từ HĐ %	38,9%	34,2%	32,9%	33,0%	Lợi nhuận sau thuế	2.690	2.298	2.867	3.387
Biên EBITDA	52,0%	49,0%	50,0%	52,2%	Khấu hao	1.225	1.347	1.985	2.472
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	28,7%	25,2%	24,8%	26,3%	Thay đổi vốn lưu động	-1.817	702	-242	-386
ROE %	18,7%	13,9%	15,3%	15,8%	Điều chỉnh khác (2)	-539	-402	-479	-639
ROA %	8,2%	6,4%	7,1%	7,3%	Tiền từ hoạt động KD	1.559	3.946	4.131	4.835
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-742	-4.334	-5.300	-5.300
Số ngày tồn kho	80	90	75	81	Đầu tư, Ròng (3)	-20	579	653	785
Số ngày phải thu	136	150	115	114	Tiền từ HĐ đầu tư	-763	-3.755	-4.647	-4.515
Số ngày phải trả	113	99	88	95	Cổ tức đã trả	-576	-356	-356	-356
TG luân chuyển tiền	103	142	102	100	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	221	349	142	125
CS thanh toán hiện hành	2,1	2,1	2,2	2,5	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-794	1.374	1.886	1.778
CS thanh toán nhanh	1,8	1,8	1,9	2,2	Tiền từ các hoạt động TC khác	-328	-85	-91	-96
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,6	0,7	1,0	Tiền từ hoạt động TC	-1.476	1.282	1.581	1.450
Nợ/Tài sản	33,6%	34,6%	35,0%	34,9%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-679	1.473	1.065	1.770
Nợ/Vốn sử dụng	37,2%	37,9%	38,3%	38,0%	Tiền cuối năm	1.151	2.625	3.690	5.460
Nợ/Vốn CSH	44,2%	40,7%	39,9%	35,4%					
Khả năng thanh toán lãi vay	4,1	3,0	3,4	3,5					

Nguồn: REE, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Thùy Dương, 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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 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

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

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán

– Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán -

Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364

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

Dầu khí và Điện

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

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mẫn, Chuyên viên, ext 135

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

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.