



# Báo Cáo Cập Nhật **REE – MUA**

**Date 19/10/2022**

---



## Phạm Đức Toàn

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250  
toanpd@acbs.com.vn

## Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến Nghị

**MUA**

HOSE: REE

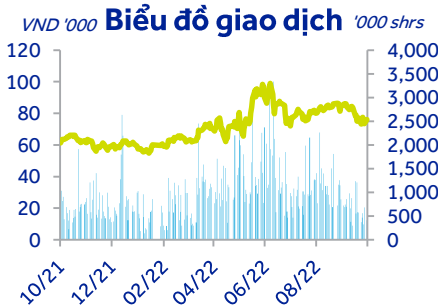
Tiền Ích: Điện, Nước

Giá hiện tại (VND)	72,000
Giá mục tiêu (VND)	93,209
Kỳ Vọng tăng giá	29.5%
Cổ tức kỳ vọng	3.0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	32.5%

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	24.9	-10.4	-1.0	25.6
Tương đối	57.2	6.1	9.7	48.6

Source: Bloomberg



### Cơ Cấu Sở Hữu

Platinum Victory PTE.Ltd	33.20%
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.17%
Nguyễn Ngọc Hải	5.46%
HFIC	5.27%
Apollo Asia Fund Ltd	5.02%

### Thống kê

Bloomberg	11-Dec-22
Thấp/Cao52-week (VND)	62,800 – 99,000
Vốn hóa (VND bn)	29,996
Vốn hóa (USD bn)	1.27
Room khối ngoại còn lại (%)	0.0
Cổ phiếu lưu hành tự do (mil)	139
Trung bình 10 ngày giao dịch	703,560
VND/USD	23,650
Index: VNIndex / HNX	1010.24/222.56

## Công Ty Cổ Phần Cơ Điện Lạnh REE (HSX: REE)

REE đã chuyển tỷ trọng danh mục đầu tư chủ yếu sang mảng năng lượng với trọng tâm là năng lượng tái tạo. Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 93.209 đồng / cổ phiếu, chiếm 32,5% tổng lợi nhuận kỳ vọng nhờ đầu tư danh mục trọng tâm vào lĩnh vực tiện ích.

REE sở hữu danh mục năng lượng đa dạng hấp dẫn bao gồm thủy điện, nhiệt điện than, năng lượng gió và năng lượng mặt trời, đã thay thế mảng M&E để trở thành trọng tâm trong định hướng dài hạn của công ty. Trong tương lai, REE sẽ đặt ưu tiên cao hơn vào năng lượng tái tạo và giảm sự phụ thuộc vào nhiên liệu hóa thạch (đặc biệt là nhà máy nhiệt điện đốt than), tuân theo cam kết không phát thải carbon vào năm 2050 tại hội nghị Biến đổi khí hậu của Liên hợp quốc (COP26) năm 2021 và Nghị quyết của Bộ Chính trị. 55-NQ / TW về Định hướng Chiến lược Phát triển Năng lượng Quốc gia của Việt Nam. Năm 2022, REE đặt mục tiêu bổ sung thêm 100 MW công suất nhà máy điện gió.

Biên lợi nhuận ròng của công ty đã được cải thiện và LNST ổn định hơn do mảng năng lượng đã vượt M&E trở thành mảng kinh doanh chính. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng LNST của REE sẽ tăng trưởng ấn tượng nhờ nhà máy thủy điện mới Thượng Kon Tum - VSH (220 MW) đi vào hoạt động từ quý 4/2021, nâng công suất của VSH lên gần ba lần, và ảnh hưởng của La Nina dài hơn dự kiến. Lĩnh vực này được dự đoán là chất xúc tác góp phần chính cho sự tăng trưởng của REE vào năm 2022.

Ngoài ra, REE còn sở hữu tòa nhà văn phòng cho thuê 145.000m<sup>2</sup>, mang lại nguồn thu nhập và dòng tiền ổn định hơn so với các ngành nghề kinh doanh có nhiều biến động. Năm 2021, mảng Bất động sản đạt 896 tỷ đồng doanh thu và 461 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Ngoài ra, công ty hiện đang mở rộng phân khúc này với dự án Etown 6, thêm 40.000 m2 và dự kiến hoàn thành vào Q4-2023.

Mảng M&E dự kiến sẽ có kết quả hoạt động tốt hơn vào năm 2022 do kết quả năm 2021 bị ảnh hưởng mạnh bởi sự chậm lại trong phát triển bất động sản do tác động của các biện pháp phòng ngừa COVID-19.

	2019	2020	2021	2022F	2023F
DT Thuần (VNDbn)	4,900	5,640	5,809	7,229	7,198
Tăng trưởng (%)	-3.9%	15.1%	3.0%	24.4%	-0.4%
EBITDA (VNDbn)	1,358	1,562	3,077	5,201	4,887
Tăng trưởng (%)	0.8%	15.0%	53.0%	69.0%	-6.0%
LNST (VNDbn)	1,625	1,628	1,855	2,875	2,664
Tăng trưởng (%)	-8.9%	0.2%	13.9%	54.9%	-7.3%
EPS (VND)	5,242	5,252	5,984	8,053	7,463
Tăng trưởng (%)	-8.9%	0.2%	13.9%	60.8%	-7.3%
ROE (%)	14.8%	13.3%	11.3%	17.8%	16.5%
ROA (%)	5.2%	5.0%	5.6%	9.0%	8.4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	4.1	2.1	3.0	2.0	2.1
EV/EBITDA (x)	10.29	5.95	6.47	5.6	6.8
PER (x)	15.7	15.8	13.4	8.9	9.6
PBR (x)	2.5	2.2	1.9	1.3	1.2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2.8	2.8	3.0	3.0	3.0

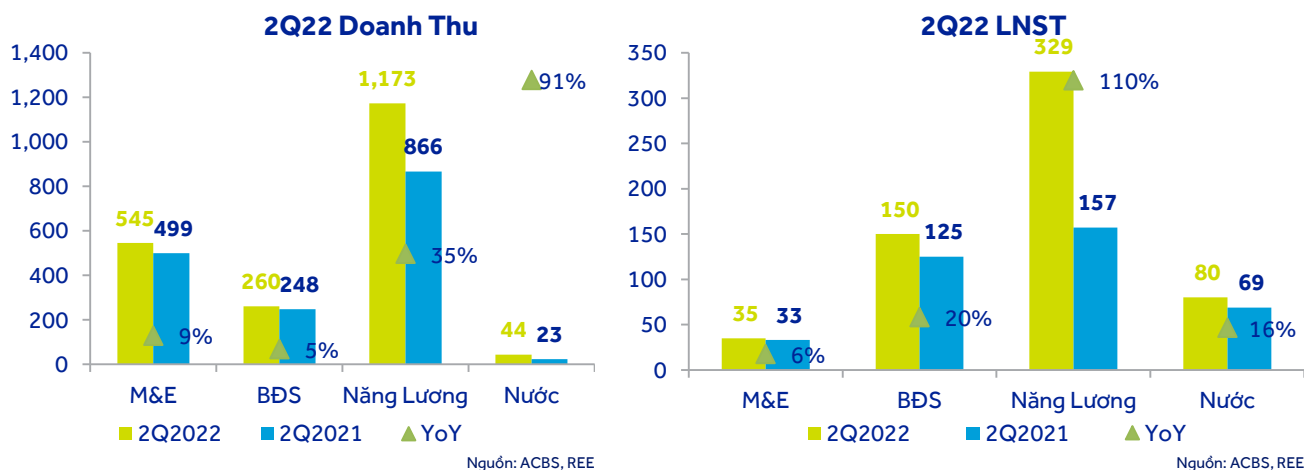
### ĐIỂM NHẤT KẾT QUẢ KINH DOANH:

#### 2Q2022

Trong quý 2-2022, doanh thu của REE đạt 2.023 tỷ đồng, **+24%** YoY, và lợi nhuận ròng đạt 594 tỷ đồng, **+55%** YoY. Kết quả hoạt động tốt trong quý 2 một phần là do hợp nhất Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh thành công ty con khi thủy điện Thượng Kon Tum đã đi vào hoạt động ổn định và 3 dự án điện gió khác: Trà Vinh 3 V1-3, Phú Lạc 2, Lợi Hải 2. Do đó, mảng năng lượng trở thành mảng đóng góp chủ đạo trong cơ cấu lợi nhuận của REE (62%)

Mảng bất động sản cũng ghi nhận kết quả khả quan với 150 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 15 tỷ đồng, **+20%** so với cùng kỳ năm ngoái. Tỷ lệ tăng trưởng được hỗ trợ bởi nền thấp vào năm 2021 do REE chiết khấu tiền thuê để hỗ trợ khách hàng trong giai đoạn giãn cách xã hội.

Mảng M&E ghi nhận kết quả trung bình, chỉ đạt 35 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, **+6%** YoY.



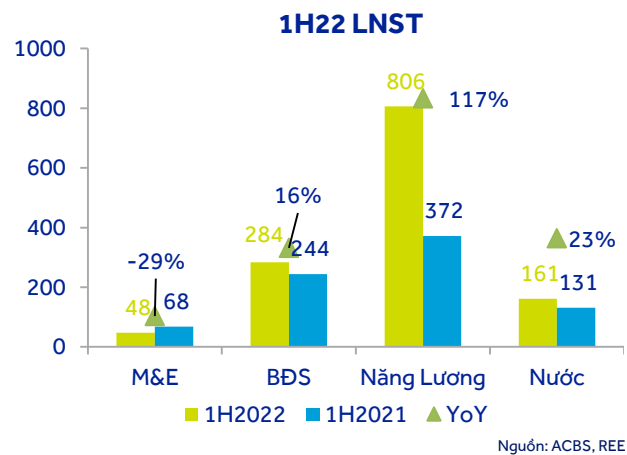
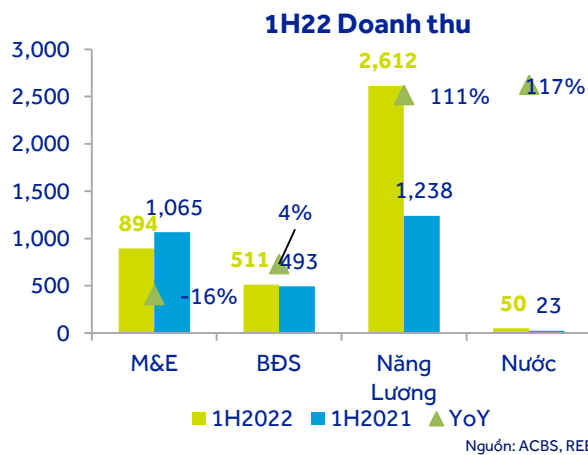
#### 1H2022

Tính đến cuối tháng 6-2022, doanh thu của REE đạt 4.068 tỷ đồng, **+44%** YoY, hoàn thành 44% kế hoạch năm 2022 của công ty; và LNST đạt 1.289 tỷ đồng, **+58%** YoY, hoàn thành 62% kế hoạch năm 2022.

Mảng năng lượng nổi bật với doanh thu 2.612 tỷ đồng, + 111% YoY; và 806 tỷ đồng LNST, + 117% YoY, lần lượt hoàn thành 63% và 79% kế hoạch 2022.

Ngược lại, mảng M&E có nửa đầu năm khá thất vọng với 894 tỷ đồng doanh thu, **-16%** YoY, chỉ hoàn thành 23% kế hoạch 2022; và 48 tỷ đồng LNST, **-29%** YoY, chỉ hoàn thành 22% kế hoạch 2022.

Nhờ bình thường hóa sau Covid-19, LNST bất động sản quý 2/2022 đạt 150 tỷ đồng, **+20%** YoY và LNST mảng nước đạt 80 tỷ đồng, **+16%** YoY.



## RỦI RO:

Nợ ròng của REE hiện đang là 11.468 tỷ đồng, tương đương 66,3% Vốn chủ sở hữu. Đây được coi là rủi ro chính đối với REE vì trong giai đoạn lãi suất tăng cao sẽ làm gia tăng chi phí nợ vay của công ty.

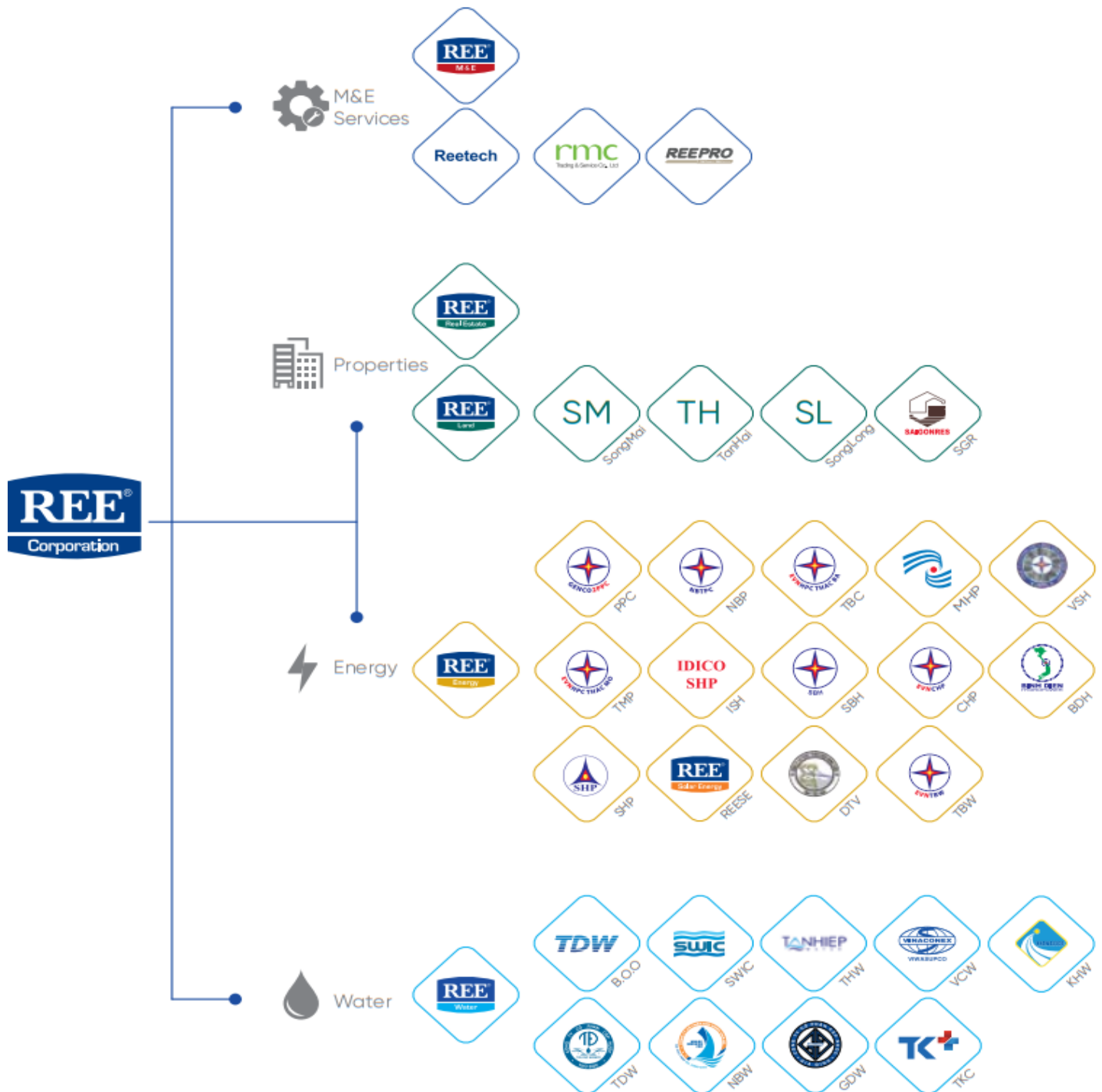
## KHUYẾN NGHỊ: 93,209 ĐỒNG/CỔ PHIẾU

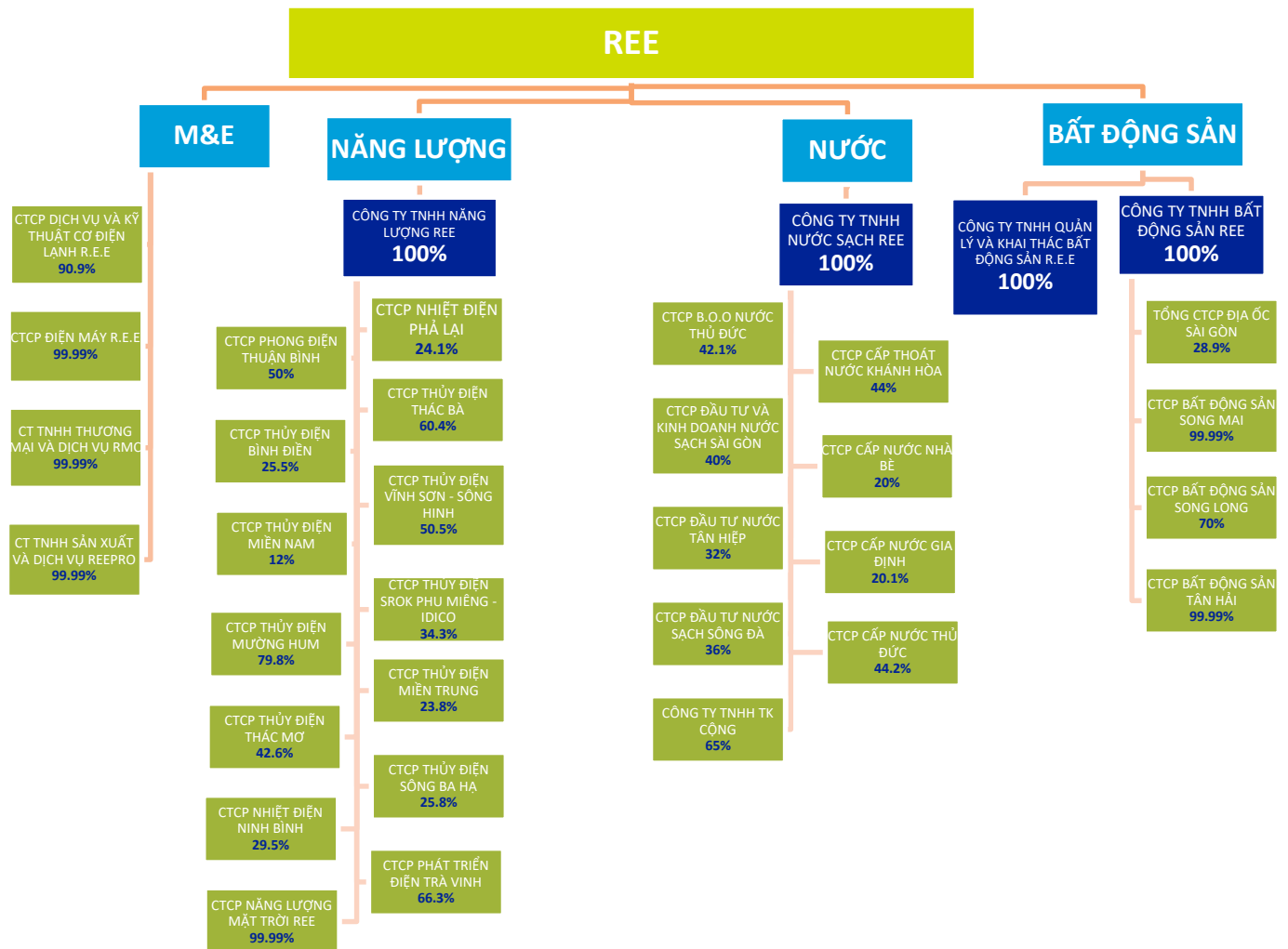
Áp dụng phương pháp Sum of The Parts (SOTP), kết hợp với phương pháp P/E và EV/EBITDA, chúng tôi đề xuất MUA với giá mục tiêu: **93.209 đồng** / cổ phiếu.

## CẤU TRÚC TẬP ĐOÀN

Năm 2022 là năm thứ hai REE tái cấu trúc và hoạt động theo hình thức Holding. Năm 2020, REE đã thành lập các công ty con và công ty liên kết phù hợp với các lĩnh vực chiến lược nhằm hoàn thiện bộ máy quản lý, tiếp quản danh mục phân bổ của REE và tiếp tục phát triển theo 4 hạng mục chính gồm: Cơ điện lạnh (REE M&E), Điện (REE Energy), Nước (REE Water) và bất động sản (REE Land).

- Kinh doanh, lắp đặt, tư vấn và vận hành cơ điện lạnh công trình và hệ thống điện mặt trời và điện mặt trời áp mái.
- Phát triển dự án bất động sản và cho thuê văn phòng với 6 tòa nhà, diện tích cho thuê gần 145.000 m<sup>2</sup>.
- Phát triển năng lượng điện bao gồm: thủy điện, nhiệt điện, điện mặt trời và điện gió, cung cấp 12 tỷ kWh năm 2021 (gần 4%) tổng sản lượng điện năng toàn quốc.
- Phân phối và sản xuất nước sạch với công suất lần lượt 700.000 m<sup>3</sup> và hơn 1,1 triệu m<sup>3</sup>/ngày.





### NĂNG LƯỢNG

REE có danh mục đầu tư đa dạng vào lĩnh vực năng lượng với nhiều loại hình sản xuất năng lượng khác nhau trên khắp Việt Nam. Mạng năng lượng đã được đặt lên hàng đầu trong các kế hoạch phát triển của REE kể từ năm 2018 và dự kiến sẽ là chất xúc tác chính cho REE trong tương lai. Hội đồng quản trị (BOM) của REE đã thực hiện lộ trình tăng dần đầu tư và nguồn lực vào năng lượng gió và năng lượng mặt trời và giảm tỷ trọng trong nhà máy nhiệt điện than.

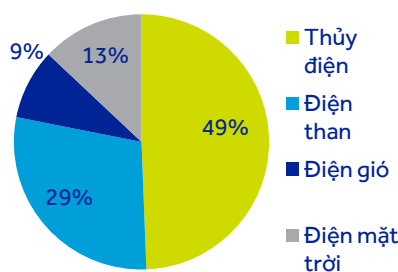
Cơ cấu danh mục năng lượng của REE và tình hình hoạt động 2021

	Công ty	Công suất: MW	Tỷ lệ sở hữu	Sản lượng: tr kWh	Doanh thu: tỷ đồng	LNST: tỷ đồng
<b>Thủy điện</b>		<b>1,288.3</b>		<b>5,277</b>	<b>5,182</b>	<b>2,096</b>
1	TBC	120	60.4%	337	294	143
2	TMP	220	42.6%	658	505	334
3	ISH	51	34.3%	230	238	95
4	SBH	220	25.8%	723	870	471
5	MHP	34.8	79.8%	160	203	83
6	BDH	44	25.5%	193	187	86
7	VSH	356	50.5%	1,771	1,611	387
8	CHP	220	22.7%	558	616	232
9	SHP	122.5	11.9%	647	658	265
<b>Điện than</b>		<b>1,140</b>		<b>3,072</b>	<b>4,729</b>	<b>313</b>
1	QTP		1%			
2	NBP	100	29.1%	391	844	26
3	PPC	1,040	24.1%	2,681	3,885	287
<b>ĐMT</b>		<b>102</b>	<b>100%</b>	<b>113</b>	<b>213</b>	<b>71</b>
<b>Điện gió</b>		<b>126</b>		<b>97</b>	<b>201</b>	<b>125</b>
1	Tra Vinh V1-3	48	100%	37.6		
2	Loi Hai 2	28.9	50%	28.9		
3	Phu Lac 2	26	50%	7.7		
4	Phu Lac 1	24	50%	64.8		
<b>Bán lẻ điện</b>	<b>DTV</b>	<b>0</b>	<b>100%</b>	<b>317</b>	<b>596</b>	<b>28</b>
<b>Tổng cộng</b>		<b>2,647</b>		<b>8,876</b>	<b>10,921</b>	<b>2,723</b>

Nguồn: ACBS, REE

Theo sở hữu, công suất năng lượng của REE đạt gần 1.000 MW, trong đó thủy điện chiếm gần một nửa, đạt 49,4%, tiếp theo là nhiệt điện than 28,7% và cuối cùng là 21,9% là năng lượng gió và mặt trời .

Danh mục năng lượng REE



Nguồn: ACBS, REE

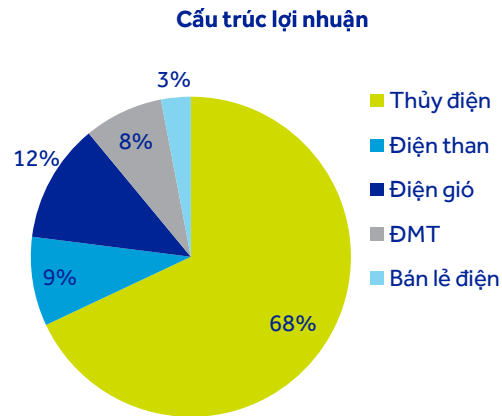
	Công suất - MW <sup>1</sup>
Thủy điện	483
Điện than	281
Điện gió	87
ĐMT	127
Tổng	978

Nguồn: ACBS, REE

<sup>1</sup> Được tính toán dựa trên tổng công suất của dự án và tỷ lệ sở hữu của REE



Năm 2021, mảng năng lượng đóng góp 2.963 tỷ đồng (chiếm 51% tổng doanh thu toàn công ty) và 873 tỷ đồng lợi nhuận (47,1% tổng lợi nhuận), trong đó thủy điện chiếm tỷ trọng lợi nhuận lớn nhất: 68% trong tổng số 594 tỷ đồng, nhiệt điện than: 77 tỷ đồng (9%), năng lượng gió: 105 tỷ đồng (12%), năng lượng mặt trời: 71 tỷ đồng (8%) và bán lẻ: 28 tỷ đồng (3%).



Nguồn: ACBS, EVN

## THỦY ĐIỆN

Đây là mảng đóng góp lợi nhuận lớn nhất trong mảng năng lượng của REE với 9 nhà máy thủy điện trong danh mục đầu tư, công suất 483 MW được điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu và chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục đạt kết quả ấn tượng trong năm 2022 nhờ:

REE đã tăng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (VSH) lên 50,5% từ 49,5%, sau đó cho phép VSH hợp nhất vào báo cáo tài chính của Tập đoàn từ năm 2021. Ngoài ra, Nhà máy Thủy điện Thượng Kon Tum thuộc Vĩnh Sơn - Sông CTCP Thủy điện sông Hinh (VSH) sẽ chính thức hoạt động vào tháng 4 năm 2021, do đó, sản lượng và lợi nhuận của công ty sẽ được phản ánh đầy đủ vào năm 2022.

Trong nửa đầu năm 2022, thủy điện bao gồm TBC và VSH ghi nhận kết quả ấn tượng nhờ điều kiện thuận lợi (La Nina kéo dài hơn dự kiến). Chúng tôi kỳ vọng mảng điện sẽ tiếp tục đạt kết quả tốt trong nửa cuối năm 2022, đặc biệt là quý 3 năm 2022, do Việt Nam đang bước vào mùa mưa, điều này tạo ra lượng mưa cao hơn, có lợi cho các nhà máy thủy điện.

Nhà máy thủy điện A Lưới thuộc Công ty Cổ phần Thủy điện Miền Trung (CHP) chỉ phát điện thương mại 558 triệu kWh, giảm 6,5% do sự cố đường hầm gây gián đoạn phát điện trong 4 tháng đầu năm 2021. Do đó, CHP bị dự kiến sẽ hoạt động tốt hơn vào năm 2022 do thủy điện A Lưới hoạt động bình thường trở lại.

Chúng tôi kỳ vọng đến cuối năm 2022, tập đoàn thủy điện của REE có thể kiếm được 1.718 tỷ đồng LNST.



## ĐIỆN THAN

Năm 2021, sản lượng điện thương phẩm của PPC giảm 49,1% xuống còn 2.966 triệu kWh do sự cố tổ máy S6 (Công suất: 300 MW) tại Nhà máy Phả Lại 2. Ban điều hành của PPC dự kiến tổ máy phát điện S6 sẽ hoạt động trở lại trước tháng 9-2022. Tuy nhiên, đến thời hạn dự kiến, tổ máy S6 vẫn chưa được khắc phục hoàn toàn. EVNGENCO2, công ty mẹ của PPC đã có cuộc họp với PPC vào tháng 9 để thúc đẩy quy trình. Việc bảo trì có thể bị trì hoãn cho đến đầu năm 2023.

Nhiệt điện than, mặc dù có KQKD Quý 2/2022 kém khả quan hơn so với nhóm thủy điện, nhưng lợi nhuận vẫn tăng trưởng. Các nhà máy nhiệt điện than đã phần nào được hỗ trợ với giá than toàn cầu tăng cao do có nguồn cung từ các mỏ than trong nước và Chính phủ đã đảm bảo ổn định giá cả do tác động của an ninh năng lượng quốc gia với tầm quan trọng của các nhà máy nhiệt điện than.

Về dài hạn, chúng tôi cho rằng triển vọng và lợi nhuận của mảng này sẽ giảm dần do Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia VIII cam kết không tiếp tục phát triển nhà máy nhiệt điện than sau năm 2030. Chúng tôi dự báo mảng này có thể mang lại 66 tỷ đồng cho REE vào năm 2022.

## NĂNG LƯỢNG MẶT TRỜI

REE sở hữu công suất 86 MWp của các dự án năng lượng mặt trời trên mái nhà đã hoàn thành trước năm 2021 và vận hành toàn bộ quanh năm, cùng với 6,5 MWp bổ sung cũng đã được hoàn thành vào năm 2021.

Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo lĩnh vực năng lượng mặt trời sẽ bị đình trệ do lĩnh vực này trong giai đoạn 2018-2020 phát triển quá mức do các mức thuế ưu đãi dẫn đến việc lắp đặt công suất năng lượng mặt trời tăng đột biến. Sự gia tăng sản lượng điện mặt trời dẫn đến một số bất ổn trên lưới điện quốc gia (phát điện tăng trong ngày, thiếu công nghệ và năng lượng dự trữ), dẫn đến các chính sách ưu đãi không được gia hạn trong thời gian tới, ngành năng lượng mặt trời sẽ đóng góp 74 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cho REE năm 2022.

Công suất: MW	Giá FIT: cents/kWh	Giờ nắng: giờ	Tỷ giá: USD/VND	Doanh thu: tỷ đồng	LNST: tỷ đồng
93	8.38	1,217	23,370	222	74

Source: ACBS, REE

## PHONG ĐIỆN

Năm 2021, ba dự án điện gió với tổng công suất lắp đặt 102 MW - Trà Vinh V1-3 (48 MW - tại Trà Vinh), Lợi Hải 2 (28,9 MW - tại Ninh Thuận) và Phú Lạc 2 (26 MW - tại Bình Thuận) - bắt đầu hoạt động thương mại từ tháng 10 năm 2021. Do đó, lợi nhuận thuần từ các dự án này chưa được phản ánh hết trong năm, chỉ 125 tỷ đồng.

Với giá bán điện được áp dụng là 9,8 Cents/kWh (đối với Trà Vinh V1-3) và 8,5 Cents/kWh (đối với Lợi Hải 2 và Phú Lạc 2). Chúng tôi kỳ vọng các dự án điện gió này sẽ mang lại 383 tỷ đồng EBITDA cho REE vào năm 2022.

Dự án	Sản lượng trung bình (tr kWh)	Giá FIT (US cent/kWh)	Doanh thu: tỷ đồng	EBITDA: tỷ đồng	EBITDA điều chỉnh cho tỷ lệ sở hữu: tỷ đồng
Phu Lac 1	66,7	8.5	125	96	48
Phu Lac 2	70	8.5	135	105	52
Loi Hai 2	100	8.8	156	120	60
Tra Vinh V1-3	158	9.8	288	222	222
<b>Tổng Cộng</b>	<b>394,7</b>		<b>704</b>	<b>544</b>	<b>383</b>

Nguồn: ACBS, REE

	2021	2022F	2022F
<b>Đơn vị: tỷ đồng</b>		<b>EAT</b>	<b>EBITDA</b>
Thủy điện	594	1,718	
Điện than	77	65	
Điện gió	105		383
ĐMT	71	74	
Bán lẻ điện	28	28	
<b>Tổng cộng</b>	<b>873</b>	<b>1,885</b>	<b>383</b>

Nguồn: ACBS, REE

## BẤT ĐỘNG SẢN

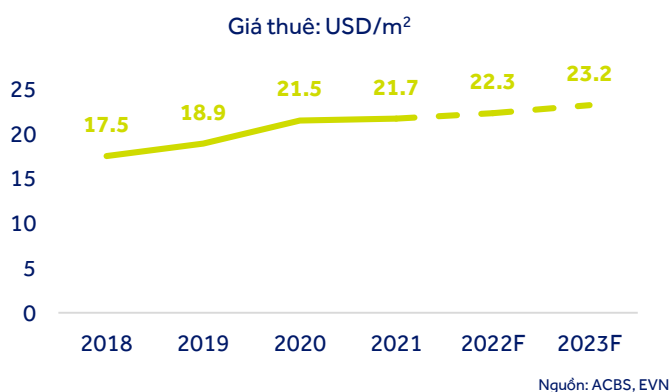
	Diện tích: m <sup>2</sup>
IDC building	4,000
Manson Pasteur	1,290
Etown central	34,000
Etown 1	29,480
Etown 2	26,633
Etown 3	12,097
Etown EW	4,236
REE tower	17,000
REE corp	4,250
Etown 5	17,000
<b>Total</b>	<b>144,851</b>
Etown 6	40,000
<b>Total</b>	<b>184,851</b>

Nguồn: ACBS, REE

Trong lĩnh vực bất động sản, REE tập trung chính vào phân khúc văn phòng và ưu tiên thứ hai là phát triển bất động sản nhà ở. Phân khúc văn phòng được cho là hoạt động kinh doanh bền vững và có lợi nhuận với chi phí quản lý thấp so với các phân khúc kinh doanh khác của REE.

Cho thuê văn phòng: REE sở hữu sáu tòa nhà văn phòng hạng B với tỷ lệ lấp đầy trên 98% và đang phát triển thêm một dự án: Etown 6, dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2023. Khi hoàn thành, tổng diện tích cho thuê sẽ tăng thêm 40.000 m<sup>2</sup> đến 190.000 m<sup>2</sup>; và dự kiến sẽ thu về 140 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cho công ty khi hoạt động ổn định từ năm 2024.

Theo CBRE và Knight Frank, giá thuê được dự báo sẽ tăng nhẹ từ 3% đến 5% vào năm 2022 do môi trường vĩ mô ổn định sau COVID-19. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần từ mảng văn phòng cho thuê đạt 500 tỷ đồng và 550 tỷ đồng vào năm 2022.



**Bất động sản nhà ở:** REE, và nhiều nhà phát triển khu dân cư, đã phải đối mặt với một môi trường khó khăn vào năm 2021 với các biện pháp ngăn chặn COVID-19 dẫn đến sự chậm trễ và hoãn lại của nhiều dự án. Do đó, REE không thể triển khai xây dựng và bán hàng, gặp khó khăn trong việc mua đất mới và các dự án của SaigonRes vẫn chưa

ghi nhận thu nhập vì những dự án này vẫn đang trong giai đoạn đầu. REE đặt mục tiêu đến năm 2022 sẽ triển khai lĩnh vực cơ sở hạ tầng của dự án khu nhà ở thương mại Phú Hội, Nhơn Trạch - Đồng Nai, tổng diện tích 7,9 ha, sẽ mang lại 50 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế vào năm 2022 cho công ty. Chúng tôi kỳ vọng kể từ năm 2023, lợi nhuận ròng khiếm tốn của mảng này sẽ nằm trong khoảng 25 - 35 tỷ đồng từ SaigonRes.

## Nước

Hiện tại, REE sở hữu 4 nhà máy xử lý nước, 3 nhà máy phân phối nước, 1 nhà máy xử lý và phân phối nước; và 1 doanh nghiệp cung cấp dịch vụ tư vấn kỹ thuật và cải tạo - xây dựng các nhà máy nước khác nhau tại Việt Nam với tổng công suất xử lý nước 1,1 triệu cpm và phân phối hơn 700.000 cpm mỗi ngày.

Sản xuất nước sạch	Công suất: cbm/day	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí
B.O.O THỦ ĐỨC (B.O.O)	300,000	42.1%	Thủ Đức
THỦ ĐỨC III (SWIC)	300,000	40.0%	Thủ Đức
TÂN HIỆP II (THW)	300,000	32.0%	Tân Hiệp
SÔNG ĐÀ (VCW)	300,000	36.0%	Hà Nội
<b>Phân phối</b>			
CẤP NƯỚC THỦ ĐỨC (TDW)		44.2%	Thủ Đức
CẤP NƯỚC GIA ĐÌNH (GDW)		20.1%	Gia Định
CẤP NƯỚC NHÀ BÈ (NBW)		20.0%	Nhà Bè
<b>Nước chuỗi</b>			
CẤP NƯỚC KHÁNH HÒA (KHW)	120,000	43.9%	Khánh Hòa
<b>Tư vấn công nghệ</b>			
TK PLUS		65.0%	HCM

Nguồn: ACBS, REE

Lợi nhuận ròng của mảng nước năm 2022 có thể đạt khoảng 300 tỷ đồng. Doanh thu và sản lượng dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ ổn định vì giá nước sạch sẽ tăng ở Thành phố Hồ Chí Minh 6% mỗi năm từ năm 2020-2025 theo kế hoạch chính sách 5 năm của Thành phố Hồ Chí Minh. Theo Hiệp hội Cấp thoát nước Việt Nam (VWSA) dự đoán nhu cầu sử dụng nước sản xuất sẽ tăng 5% mỗi năm trong giai đoạn 2021 - 2030.

Đơn vị: tỷ đồng	2021	Q1/2022	2022F	2023F
LNST mảng nước:	274	81	303	316

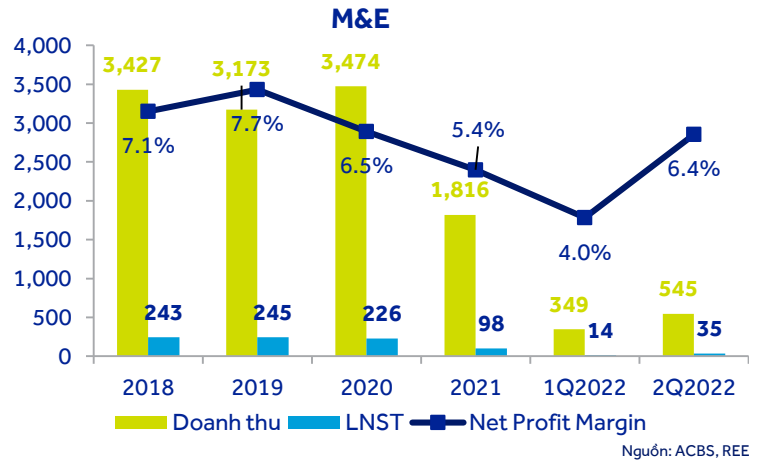
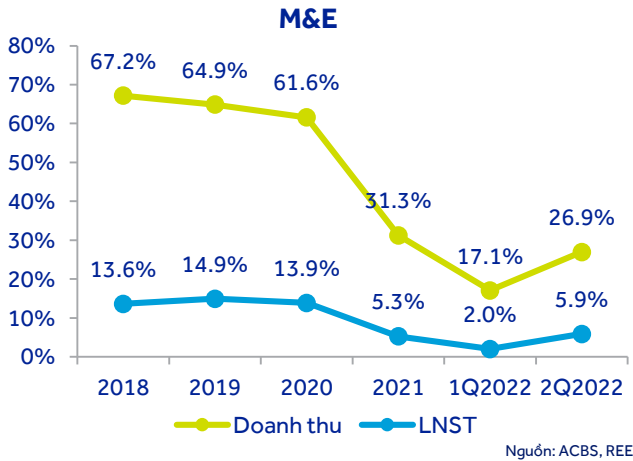
Nguồn: REE, ACBS

## M&E

M & E's REE hiện tập trung vào ba lĩnh vực: nhà thầu cơ điện, nhà phân phối điều hòa không khí và nhà thầu EPC năng lượng mặt trời trên mái nhà. Mảng này gặp phải sự cạnh tranh gay gắt từ nhiều nhà thầu khác khiến doanh thu, lợi nhuận và biên lợi nhuận ròng giảm sút trong những năm gần đây. Năm 2021 là một năm khó khăn đối với ngành do COVID - 19 hạn chế dẫn đến nhiều công trình xây dựng bị dừng trong thời gian này. Doanh thu của M&E giảm gần một nửa từ 3.474 tỷ đồng xuống 1.816 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng cũng giảm gần 60%, từ 226 xuống 98 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận ròng dao động quanh mức 7% trong những năm trước, đã giảm xuống còn 5,4% vào năm 2021 và tiếp tục xuống 4% vào quý 1/2022 do giá hàng hóa

làm phát. Hợp đồng đã được ký kết với giá công ty. Tuy nhiên, giá nguyên liệu đầu vào ngày càng tăng do gián đoạn chuỗi cung ứng và các chính sách nới lỏng định lượng đã khiến tỷ suất lợi nhuận của mảng M&E bị giảm sút. Trong quý 2/2022, tỷ suất lợi nhuận ròng đã tăng trở lại 6,4% cho thấy những dấu hiệu tích cực của hoạt động bình thường hóa sau COVID-19. Do đó, chúng tôi kỳ vọng mảng M&E của REE sẽ hoạt động tốt hơn trong 6 tháng cuối năm 2022.



Với vị thế dẫn đầu trong ngành Cơ điện (chiếm 60% thị phần trong các dự án đầu tư công), giúp REE có lợi thế trúng thầu các dự án cơ sở hạ tầng có giá trị lớn như sân bay quốc tế Long Thành (có tổng vốn đầu tư 110.000 tỷ VND) và Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất (tổng vốn đầu tư: 10.990 tỷ VND).

Dự án đã thực hiện	Thời gian thi công	Gói thầu
Sân bay quốc tế Nội Bài	06/2000 – 12/2001	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Cảng hàng không Liên Khương	12/2007 – 12/2009	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất	11/2004 – 09/2007	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Nhà ga hành khách T2 Nội Bài	08/2012 – 12/2014	Cung cấp, lắp đặt hệ cơ, thông gió & BMS
Nhà ga quốc tế T2 Tân Sơn Nhất	GĐ 1: 05/2015 – 10/2016 GĐ 2: 07/2017 – 08/2018	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện và thiết bị nhà ga
Cảng Hàng không Quốc tế Đà Nẵng	04/2016 – 09/2017	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Cảng Hàng không Quốc tế Cam Ranh	02/2017 – 05/2018	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Cảng Hàng không Quốc tế Phú Bài	02/2021 – 11/2022	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện

Source: ACBS, REE

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của M&E có thể cao hơn thời kỳ trước đại dịch, đạt khoảng 2.482 tỷ đồng (+36,6% YoY). Tỷ suất lợi nhuận ròng nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp khoảng 6%, tương đương với 148 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế vào năm 2022 do môi trường vĩ mô được kỳ vọng sẽ ổn định hơn khi sự phục hồi sau COVID-19 được củng cố và kết quả hoạt động không mấy khả quan 1H2022.

## ĐỊNH GIÁ

Mảng năng lượng đã thay thế mảng M&E từ năm 2018, vốn là mũi nhọn của công ty, đóng góp lợi nhuận sau thuế lớn nhất cho REE, sau đó là bất động sản, nước và cuối cùng là M&E.

Chi phí bán hàng và nợ ròng đều tăng do VSH hợp nhất tài chính và các khoản vay khác để hỗ trợ cho các dự án tái tạo thay thế sắp tới. Do đó, tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA và Nợ / Vốn chủ sở hữu (D / E)) sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn.

Chúng tôi kỳ vọng mặc dù REE có thể không phải là công ty có tốc độ tăng trưởng nhanh nhưng có thể đạt 15% - 20% lũy kế hàng năm, giá mục tiêu của chúng tôi cho REE là 93.209 đồng / cổ phiếu, dựa trên tổng dự phóng đánh giá từng mảng:

- Mảng năng lượng, nước và M&E dựa trên bội số thu nhập từ bội số thu nhập trung bình của định giá các công ty tương tự khác trên thị trường.
- Cho thuê văn phòng dựa trên tỷ lệ vốn hóa và các doanh nghiệp tương tự khác.

Định giá	
<b>M&amp;E</b>	<b>798</b>
<b>Bất Động Sản</b>	<b>11,016</b>
Cho thuê văn phòng	10,563
Phá triển bất động sản	453
<b>Năng lượng</b>	<b>26,534</b>
Thủy điện	21,007
Điện than	9,28
Điện gió	3,946
ĐMT	1,327
Bán lẻ điện	254
<b>Nước</b>	<b>4,253</b>
<b>Nợ ròng</b>	<b>10,282</b>
<b>Giá trị</b>	<b>33,760</b>
<b>Số lượng cổ phiếu: tr cổ</b>	<b>356</b>
<b>Giá mỗi cổ phần</b>	<b>93,209</b>

Nguồn: ACBS

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ REE	Giá: đồng	72,000	Giá mục tiêu: đồng	93,209	Vốn hóa: tỷ đồng:	25,662
Đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác	2019	2020	2021	2022F	2023F	
Doanh thu thuần	4,900	5,640	5,809	7,229	7,198	
Tăng trưởng (%)	-3.9%	15.1%	3.0%	24.4%	-0.4%	
EBITDA	1,358	2,662	3,956	5,201	4,887	
Tăng trưởng (%)	96.3%	24.4%	48.6%	69.0%	-6.0%	
Khấu hao	183	322	893	1,100	1,100	
Lợi nhuận từ HĐKD	1,175	1,241	2,184	4,101	3,183	
Biên LN HĐKD (%)	24.0%	22.0%	37.6%	56.7%	44.2%	
Chi phí lãi vay ròng	162	254	663	502	423	
Chi phí lãi vay ròng/Nợ ròng	13.0%	9.4%	5.5%	4.9%	4.6%	
Thuế	227	210	264	785	732	
Thuế suất thực tế (%)	22.3%	25.5%	17.4%	21.8%	21.8%	
Lợi ích CĐTS	81	85	280	182	185	
Lợi nhuận ròng	1,625	1,628	1,855	2,875	2,664	
Biên lợi nhuận ròng (%)	33.5%	28.9%	31.9%	39.8%	37.0%	
Tiền mặt đạt được	1,808	1,788	2,657	3,975	3,765	
Số lượng cổ phiếu (m)	310	310	310	356	356	
EPS (VND)	5,226	4,720	5,009	8,053	7,463	
Bonus factor (x)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	
Adjusted EPS (VND)	5,226	4,720	5,009	8,057	7,463	
Tăng trưởng EPS (%)	34.4%	-9.7	6.1%	60.8%	-7.3%	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2019	2020	2021	2022F	2023F
Thay đổi vốn lưu động	(259)	(408)	(845)	(504)	(489)
Capex	(293)	(1,391)	(3,911)	(300)	(300)
Share issues (m)	-	-	-	-	-
Nợ ròng cuối năm	5,627	5,599	11,974	10,282	9,150
Vốn chủ sở hữu	11,102	12,213	16,358	19,233	21,897
Giá trị sổ sách/cp (VND)	40,845	47,727	46,519	53,964	61,439
Nợ ròng / VCSH (%)	44.4%	38.0%	73.2%	53.5%	41.8%
Nợ ròng / EBITDA (x)	4,1	3,6	3,9	1,9	1,9
<i>Tổng tài sản</i>	<i>19,623</i>	<i>20,531</i>	<i>31,828</i>	<i>33,010</i>	<i>34,542</i>

HỆ SỐ LỢI SUẤT VÀ ĐỊNH GIÁ	2019	2020	2021	2022F	2023F
ROE (%)	14.1%	10.7%	11.3%	17.6%	16.3%
ROA (%)	8.4%	7.3%	6.7%	9.0%	8.4%
PER (x)	15.7	15.3	14.4	8.9	9.6
EV/EBITDA (x)	17.4	15.1	7.7	5.6	6.0
PBR (x)	2.5	2.2	1.5	1.3	1.2
PSR (x)	4.6	4.0	4.4	3.5	3.6
EV/doanh thu thuần (x)	2.9	2.8	6.5	5.0	4.8
Tỷ suất cổ tức (%)	2.8	2.8	3.0	3.0	3.0

### CONTACTS

#### Ho Chi Minh City Head Office

41, Mac Dinh Chi, Dist. 1, Ho Chi Minh City  
Tel: (+84 28) 3823 4159  
Fax: (+84 28) 3823 5060

#### Hanoi Office

10 Phan Chu Trinh, HoanKiem Dist., Ha Noi  
Tel: (+84 24) 3942 9395  
Fax: (+84 24)3942 9407

### RESEARCH DEPARTMENT

#### Director - Head of Research

**Tyler Cheung**  
(+84 28) 38 234 876  
[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

#### Associate Director

**Gigi Nguyen Binh**  
(+84 28) 3823 4159 (x250)  
[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

#### Manager– Property

**Truc Pham**  
(+84 28) 3823 4159 (x303)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

#### Manager– Financials

**Hung Cao**  
(+84 28) 3823 4159 (x326)  
[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

#### Associate – Consumer-related, Technology

**Chi Luong**  
(+84 28) 3823 4159 (x327)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

#### Associate– Oil & Gas

**Hung Phan**  
(+84 28) 38234159 (x354)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### Associate – Consumer-related, Media

**Trung Tran**  
(+84 28) 3823 4159 (x351)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

#### Associate – Construction materials

**Huy Huynh**  
(+84 28) 3823 4159 (x325)  
[huyha@acbs.com.vn](mailto:huyha@acbs.com.vn)

#### Associate – Energy

**Toan Pham**  
(+84 28) 3823 4159 (x325)  
[toanpd@acbs.com.vn](mailto:toanpd@acbs.com.vn)

#### Associate –Macro

**Hoa Nguyen**  
(+84 28) 3823 4159 (x352)  
[hoant@acbs.com.vn](mailto:hoant@acbs.com.vn)

#### Analyst – Technical

**Phuoc Luong**  
(+84 28) 3823 4159 (x354)  
[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

#### Associate – Derivatives, Macro

**Minh Trinh**  
(+84 28) 3823 4159 (x352)  
[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

#### Associate – Technical

**Huu Vo**  
(+84 28) 3823 4159 (x352)  
[huuvp@acbs.com.vn](mailto:huuvp@acbs.com.vn)

#### Associate Director – Institutional sales

**Huong Chu**  
(+84 28) 3824 6679  
[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

#### Customer Support Institutional Client

**Thanh Le**  
(+84 28) 3823 4798  
[thanhln@acbs.com.vn](mailto:thanhln@acbs.com.vn)

#### Trader

**Thanh Tran**  
(+84 28) 3824 7677  
[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

#### Trader

**Phuong Chu**  
(+84 28) 3823 4159 (x357)  
[phuongctm@acbs.com.vn](mailto:phuongctm@acbs.com.vn)

#### Trader

**Dung Ly**  
(+84 28) 3823 4159 (x313)  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

#### Trader

**Nhi Nguyen**  
(+84 28) 3823 4159 (x315)  
[nhinp@acbs.com.vn](mailto:nhinp@acbs.com.vn)



## DISCLAIMER

### Our Recommendation System

**BUY:** where we believe prospective 12 month VND total return (including dividends) will be 15% or more.

**HOLD:** where we believe it will be -15% to 15%.

**SELL:** where we believe it will be lower than -15%.

### Analyst Certification(s)

We, the author(s) of this report, hereby certify (1) that the views expressed in this research report accurately reflect our personal views about any or all of the subject securities or issuers referred to in this research report and (2) no part of our compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

### Important Disclosures

ACBS and/or an affiliate thereof (hereby collectively called ACBS) did or may seek to do business with companies covered in this report as its routine business. ACBS's proprietary trading accounts may have a position in such companies' securities. As a result, the investor should be aware that ACBS may have a conflict of interest from time to time.

ACBS produces a variety of research products including, but not limited to, fundamental analysis, equity-linked analysis, quantitative analysis, and trade ideas. Recommendations contained in one type of research product may differ from recommendations contained in other types of research products, whether as a result of differing time horizons, methodologies, or otherwise.

### Disclaimer

This report is provided for information purposes only. ACBS makes no express or implied warranties, and expressly disclaims all warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use with respect to any data included in this report. ACBS will not treat unauthorized recipients of this report as its clients. Prices shown (if any) are indicative and ACBS is not offering to buy or sell or soliciting offers to buy or sell any financial instrument. **Without limiting any of the foregoing and to the extent permitted by law, in no event shall ACBS, nor any affiliate, nor any of their respective officers, directors, partners, or employees have any liability for (a) any special, punitive, indirect, or consequential damages; or (b) any lost profits, lost revenue, loss of anticipated savings or loss of opportunity or other financial loss, even if notified of the possibility of such damages, arising from any use of this report or its contents.** Other than disclosures relating to ACBS, the information contained in this report has been obtained from sources that ACBS believes to be reliable, but ACBS does not represent or warrant that it is accurate or complete. The views in this report are subject to change, and ACBS has no obligation to update its opinions or the information in this report.

**Some parts of this report reflect the assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them, and ACBS is not responsible for any error of their works and assumptions. ACBS may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report.**

The analyst recommendations in this report reflect solely and exclusively those of the author(s), and such opinions were prepared independently of any other interests, including those of ACBS. This report does not constitute personal investment advice or take into account the individual financial circumstances or objectives of the investors who receive it. The securities discussed herein may not be suitable for all investors. ACBS recommends that investors independently evaluate each issuer, securities or instrument discussed herein and consult any independent advisors they believe necessary. The value of and income from any investment may fluctuate from day to day as a result of changes in relevant economic markets (including changes in market liquidity). The information herein is not intended to predict actual results, which may differ substantially from those reflected. Past performance is not necessarily indicative of future results.

**This report may not be distributed to the public media or used by the public media without prior written consent of ACBS. Otherwise it will be considered as illegal. The breacher shall compensate fully to ACBS any loss or damage which arises from such breach (if any).**

In the event that the distribution and/or receipt of this report is prohibited by the investor's jurisdiction, the investor shall dismiss this report immediately otherwise it will be at his/her own risks.

ACBS does not provide tax advice and nothing contained herein should be construed to be tax advice. Accordingly, the investors should seek advice based on their particular circumstances from an independent tax advisor. This report may contain links to third-party websites. ACBS is not responsible for the content of any third-party website or any linked content contained in a third-party website. Content contained on such third-party websites is not part of this report and is not incorporated by reference into this report. The inclusion of a link in this report does not imply any endorsement by ACBS. Access to any third-party website is at the investor's own risks, and the investor should always review the terms and privacy policies at third-party websites before submitting any personal information to them. ACBS is not responsible for such terms and privacy policies and expressly disclaims any liability for them.

© Copyright ACBS (2022). All rights reserved. No part of this report may be reproduced in any manner without the prior written permission of ACBS.