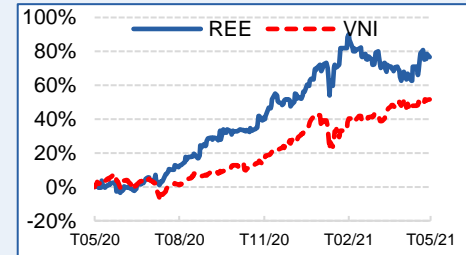


Ngành	Tiện ích		2020	2021F	2022F	2023F
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>17/05/2021</b>	Tăng trưởng DT	15,3%	8,2%	22,0%	10,3%
Giá hiện tại	55.200VND	TT EPS báo cáo	-0,3%	14,9%	33,7%	9,3%
Giá mục tiêu hiện tại	75.000VND	LNST sau CĐTS*	1.628	1.870	2.500	2.731
Giá mục tiêu trước đây	68.000VND	Tăng trưởng EBITDA	39,0%	32,5%	37,0%	14,4%
TL tăng	+35,9%	EV/EBITDA	13,8x	10,4x	7,6x	6,6x
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	1,5x	1,3x	1,1x	0,9x
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+35,9%</b>	<b>P/E báo cáo</b>	<b>10,5x</b>	<b>9,1x</b>	<b>6,8x</b>	<b>6,2x</b>

		REE	VNI	
GT vốn hóa	741,7tr USD	P/E (trượt)	9,6x	17,3x
Room KN	0USD	P/B (hiện tại)	1,6x	2,6x
GTGD/ngày (30n)	1,5tr USD	Nợ ròng/CSH	29,3%	N/A
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	15,3%	15,0%
SL cổ phiếu lưu hành	309 tr	ROA	9,2%	2,4%
Pha loãng	309 tr			
PEG 3 năm	0,6	*Đơn vị = Tỷ đồng		


**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. Các mảng khác bao gồm nước và BĐS.

**Lê Trọng Nghĩa**  
Chuyên viên

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Trưởng phòng cao cấp

## Mảng điện gió và việc hợp nhất VSH sẽ hỗ trợ EBITDA

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 10% và duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Cơ điện lạnh (REE) chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng 1% đối với tổng LNST giai đoạn 2021-2025, tỷ lệ WACC giả định giảm 0,4 điểm % và tác động của việc cập nhật mô hình định giá mục tiêu từ cuối năm 2021 đến giữa năm 2022.
- Chúng tôi nâng LNST năm 2021 lên 3% chủ yếu nhờ thu nhập từ cổ tức cao hơn từ Nhiệt điện Phả Lại (xem thêm trong Báo cáo cập nhật PPC ngày 07/05/2021) và lợi nhuận cao hơn từ Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (HSX: VSH), bù đắp cho dự báo sản lượng thấp hơn tại Thủy điện Miền Trung (HSX: CHP) do sự cố kỹ thuật dẫn đến ngừng hoạt động vào tháng 1/2021.
- Chúng tôi nâng dự báo tổng LNST giai đoạn 2022-2025 lên 1% khi chúng tôi nâng giá PPA cố định cho nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum (UPKT) thuộc VSH, một phần bị ảnh hưởng bởi dự báo lợi nhuận cổ tức thấp hơn từ PPC trong các năm sau 2021 và mảng văn phòng cho thuê (do giả định diện tích cho thuê - NFA của Etown 6 giảm).
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS 16% giai đoạn 2020-2025 được thúc đẩy bởi sự đóng góp từ UPKT (220 MW) vào năm 2021, 104 MW từ các dự án điện gió vào năm 2022, 500 MWp công suất mặt trời lắp mái nhà vào năm 2025 và tòa nhà Etown 6 vào năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng định giá của REE là hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2021 là 9,1 lần so với CAGR EPS dự kiến 16% trong giai đoạn 2020-2025F (tương ứng PEG là 0,6) và P/B là 1,3 lần, dựa trên dự báo của chúng tôi. REE cũng tỏ ra hấp dẫn với EV/EBITDA dự phóng lần lượt là 10,4 lần/7,6 lần vào các năm 2021/2022 – giảm mạnh so với mức 16 lần ở các năm trước. Chúng tôi chưa ghi nhận khả năng hợp nhất VSH trong báo cáo cập nhật này.
- Yếu tố hỗ trợ: Sản lượng cao hơn từ danh mục thủy điện; nước và bất động sản phân khúc M&A.
- Rủi ro: Sự cố kỹ thuật của các nhà máy điện.

**REE nâng tỷ lệ sở hữu tại VSH lên 50,45% từ 49,52% để hợp nhất vào quý 2/2021.** REE Energy (công ty con 100% vốn của REE) đã mua 2,2 triệu cổ phiếu VSH để nâng tỷ lệ sở hữu lên 50,45% từ 49,52%. Do đó, REE sẽ có thể hợp nhất VSH từ quý 2/2021, thúc đẩy đáng kể biên EBITDA của REE. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng EBITDA của VSH sẽ tăng 7 lần từ năm 2020 lên 1,5 nghìn tỷ đồng vào năm 2022. Chi phí thầu tóm cổ phần VSH bình quân của REE là 18.100 đồng/CP, tương ứng định giá P/B 1,2 lần. Theo REE, giao dịch này sẽ không phát sinh lãi bất thường khi đánh giá lại tài sản hoặc khấu hao lợi thế thương mại. Chúng tôi kỳ vọng UPKT có thể tăng giá PPA thành công thêm khoảng 20% lên 1.308 đồng/kWh từ năm 2022 so với 1.095 đồng/kWh vào năm 2021, điều này sẽ giúp LNST của VSH tăng 5 lần so với cùng kỳ lên khoảng 500 tỷ đồng vào năm 2022.

**REE vẫn tự tin vào chiến lược điện năng lượng mặt trời của công ty; các dự án điện gió đang đi đúng hướng.** REE đã nhắc lại kế hoạch lắp đặt khoảng 70-80 MWp công suất năng lượng mặt trời trên mái nhà mới mỗi năm, để đạt tổng cộng 500 MWp vào năm 2025 – bất chấp có khả năng giảm phí đấu nối. Trong khi đó, REE đã hoàn thành 50%-70% khối lượng công việc cho 3 dự án điện gió của mình vào cuối quý 1/2021, đang đi đúng hướng để đi vào hoạt động trước khi biểu phí đấu nối hấp dẫn hiện tại hết hiệu lực vào tháng 11/2021.

## Báo cáo Tài chính

KQKD (triệu USD)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (triệu USD)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu</b>	<b>5.640</b>	<b>6.100</b>	<b>7.441</b>	<b>8.208</b>	Tiền và tương đương	658	1.781	1.945	3.292
Giá vốn hàng bán	-4.034	-4.211	-4.897	-5.393	Đầu tư TC ngắn hạn	1.329	500	0	0
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.606</b>	<b>1.888</b>	<b>2.544</b>	<b>2.815</b>	Các khoản phải thu	1.873	1.872	2.283	2.519
Chi phí bán hàng	-83	-73	-89	-98	Hàng tồn kho	939	981	1.140	1.256
Chi phí quản lí DN	-285	-282	-317	-344	TS ngắn hạn khác	1.215	515	515	515
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>1.238</b>	<b>1.533</b>	<b>2.138</b>	<b>2.372</b>	Tổng TS ngắn hạn	<b>6.014</b>	<b>5.648</b>	<b>5.884</b>	<b>7.581</b>
Doanh thu tài chính	222	253	194	219	TS dài hạn (gộp)	7.409	13.043	15.343	16.443
Chi phí tài chính	-473	-531	-626	-597	- Khấu hao lũy kế	-2.775	-3.309	-4.002	-4.868
Trong đó, chi phí lãi vay	-416	-531	-626	-597	TS dài hạn (ròng)	4.634	9.735	11.341	11.576
Lợi nhuận từ công ty LDLK	915	927	1.182	1.177	Đầu tư TC dài hạn	9.287	9.601	10.162	10.547
Lợi nhuận/(chi phí) khác	22	22	22	22	TS dài hạn khác	602	602	602	602
<b>LNTT</b>	<b>1.923</b>	<b>2.203</b>	<b>2.910</b>	<b>3.193</b>	Tổng TS dài hạn	<b>14.523</b>	<b>19.937</b>	<b>22.105</b>	<b>22.724</b>
Thuế TNDN	-210	-248	-338	-396	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>20.536</b>	<b>25.585</b>	<b>27.989</b>	<b>30.305</b>
LNST trước CĐTS	<b>1.713</b>	<b>1.956</b>	<b>2.572</b>	<b>2.797</b>	Phải trả ngắn hạn	1.421	1.500	1.744	1.921
Lợi ích CĐ thiểu số	-85	-85	-72	-66	Nợ ngắn hạn	1.258	1.153	1.363	1.113
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.628</b>	<b>1.870</b>	<b>2.500</b>	<b>2.731</b>	Nợ ngắn hạn khác	757	757	757	757
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>1.656</b>	<b>1.812</b>	<b>2.500</b>	<b>2.731</b>	Tổng nợ ngắn hạn	3.436	3.410	3.864	3.791
EBITDA	1.559	2.066	2.831	3.238	Nợ dài hạn	4.348	7.466	6.843	6.930
EPS báo cáo, VND	5.267	6.052	8.089	8.838	Nợ dài hạn khác	541	541	541	541
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	5.341	5.841	8.059	8.806	<b>Tổng nợ</b>	<b>4.888</b>	<b>8.007</b>	<b>7.384</b>	<b>7.471</b>
EPS pha loãng, VND	5.341	5.841	8.059	8.806	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%	20%	18%	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	8.985	11.485	13.722
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	Vốn khác	187	187	187	187
<b>Tăng trưởng</b>					Lợi ích CĐTS	760	845	917	983
Tăng trưởng doanh thu	15,3%	8,2%	22,0%	10,3%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>12.213</b>	<b>14.168</b>	<b>16.740</b>	<b>19.043</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	30,9%	23,8%	39,5%	11,0%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>20.536</b>	<b>25.585</b>	<b>27.989</b>	<b>30.305</b>
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	15,4%	9,4%	38,0%	9,3%	CP lưu hành cuối năm (tr)	309,1	309,1	309,1	309,1
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-0,3%	14,9%	33,7%	9,3%	CP quỹ cuối năm (tr)	1,0	1,0	1,0	1,0
Khả năng sinh lời					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tr USD)</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Biên LN gộp %	28,5%	31,0%	34,2%	34,3%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.540</b>	<b>658</b>	<b>1.781</b>	<b>1.945</b>
Biên LN từ HĐ %	21,9%	25,1%	28,7%	28,9%	Lợi nhuận sau thuế	1.628	1.870	2.500	2.731
Biên EBITDA	27,6%	33,9%	38,1%	39,4%	Khấu hao	321	533	694	865
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	28,9%	30,7%	33,6%	33,3%	Thay đổi vốn lưu động	-42	739	-327	-174
ROE %	14,0%	14,2%	16,2%	15,3%	Điều chỉnh khác <sup>(2)</sup>	-1.278	-841	-1.110	-1.111
ROA %	8,1%	8,1%	9,3%	9,4%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>629</b>	<b>2.302</b>	<b>1.756</b>	<b>2.312</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-1.433	-5.634	-2.300	-1.100
Số ngày tồn kho	87	83	79	81	Đầu tư. ròng <sup>(3)</sup>	591	1.441	1.121	792
Số ngày phải thu	110	112	102	107	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-842</b>	<b>-4.193</b>	<b>-1.179</b>	<b>-308</b>
Số ngày phải trả	132	127	121	124	Cổ tức đã trả	-604	0	0	-494
TG luân chuyển tiền	65	69	60	64	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	370	-105	210	-250
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,7	1,5	2,0	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-392	3.119	-623	87
CS thanh toán nhanh	1,5	1,4	1,2	1,7	Tiền từ các hoạt động TC khác	-43	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,5	0,5	0,9	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-668</b>	<b>3.014</b>	<b>-413</b>	<b>-657</b>
Nợ/Tài sản	27,3%	33,7%	29,3%	26,5%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-882</b>	<b>1.123</b>	<b>164</b>	<b>1.346</b>
Nợ/Vốn sử dụng	31,5%	37,8%	32,9%	29,7%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>658</b>	<b>1.781</b>	<b>1.945</b>	<b>3.292</b>
Nợ/Vốn CSH	29,6%	44,7%	37,4%	25,0%					
Khả năng thanh toán lãi vay	3,0	2,9	3,4	4,0					

(2) Miễn 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 Trọng Nghĩa, 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 HOÃN	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](http://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

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139

#### 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](mailto: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](mailto: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](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, 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

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- 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

## 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.