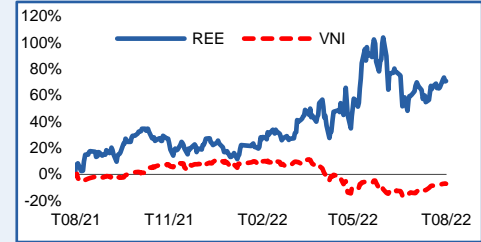


Ngành	Tiền ích		2021	2022F	2023F	2024F
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>25/08/2022</b>	Tăng trưởng DT	3,0%	63,7%	8,3%	13,8%
Giá hiện tại	85.000 VND	TT EPS báo cáo	14,0%	37,1%	4,0%	19,3%
Giá mục tiêu	93.000 VND	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.855	2.543	2.645	3.157
Giá mục tiêu gần nhất	86.000 VND	TT EBITDA	76,2%	66,3%	10,1%	19,0%
TL tăng	+9,4%	EV/EBITDA	15,3x	9,2x	8,4x	7,0x
Lợi suất cổ tức	<u>1,9%</u>	P/B	2,3x	2,0x	1,7x	1,5x
Tổng mức sinh lời	+11,3%	P/E báo cáo	16,3x	11,9x	11,5x	9,6x

GT vốn hóa	1,3 tỷ USD	REE	VNI	
Room KN	0 USD	P/E (trượt)	12,5x	13,6x
GTGD/ngày (30n)	4,7 tr USD	P/B (hiện tại)	2,1x	2,1x
Cổ phần Nhà nước	0%	Nợ ròng/CSH	48,5%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	357 tr	ROE	16,4%	15,8%
Pha loãng	357 tr	ROA	8,9%	2,6%
PEG 3 năm	0,6			



**Tổng quan công ty:**  
REE là công ty holding với 3 lĩnh vực hoạt động chính: Điện (khoảng 1.000 MW, 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.

**Hoàng Minh Thắng**  
Chuyên viên

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

## Mảng thủy điện thúc đẩy lợi nhuận đạt mức cao nhất trong 10 năm qua

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 8% lên 93.000 đồng/CP và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho CTCP Cơ Điện Lạnh (REE). Chúng tôi đánh giá REE là công ty hàng đầu Việt Nam trong mảng năng lượng xanh với các dự án có tính sinh lời cao được dẫn dắt bởi năng lực quản lý chi phí hiệu quả và có chi phí tài chính thấp. Chúng tôi có quan điểm tích cực về tiềm năng mở rộng công suất của REE trong mảng năng lượng tái tạo đầy hứa hẹn tại Việt Nam, với công suất mảng điện gió trên bờ và ngoài khơi lần lượt là 400 MW và 1.000 MW, cũng như việc REE đặt mục tiêu tăng gấp đôi doanh thu lên 1 tỷ USD trong 5 năm tới, cao hơn so với dự báo của chúng tôi (600 triệu USD) vào năm 2026.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là do mức giảm 1% trong dự báo tổng LNST giai đoạn 2022-2026 và tỷ lệ nợ/vốn mục tiêu cao hơn là 40% (so với 20% trong dự báo trước đây) được bù đắp bởi mức tăng 50 điểm cơ bản trong giả định chi phí vốn CSH của chúng tôi.
- Chúng tôi nâng dự báo LNST năm 2022 thêm 5% do chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận mảng điện của REE thêm 9% nhờ dự báo lợi nhuận cao hơn đối với danh mục thủy điện, bù đắp cho dự báo lợi nhuận thấp hơn của PPC (xem chi tiết trong [Báo cáo Cập nhật PPC](#) của chúng tôi, ngày 26/08/2022).
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS giai đoạn 2021-2025 là 17% nhờ đóng góp từ 500 MW công suất điện gió, 473 MWp từ công suất điện mặt trời lắp mái và hoạt động thương mại của toà nhà văn phòng Etown 6 vào cuối năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng REE hiện có định giá hấp dẫn với P/E 2022 là 11,9 lần, tương ứng PEG là 0,6 với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2021-2024 là 19%.
- Yếu tố hỗ trợ:** M&A mảng thủy điện và điện gió nhanh hơn dự kiến; công suất mới được đưa vào Tổng Quy hoạch phát triển điện lực Việt Nam VIII. **Rủi ro:** Lợi nhuận từ mảng M&E thấp hơn dự kiến.

**Chúng tôi dự báo LNST năm 2022 của REE sẽ tăng 37% YoY – tương đương 2 lần mức tăng trưởng trung bình hàng năm trong 10 năm qua.** Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng tích cực này là nhờ LNST mảng thủy điện tăng 40% YoY trong năm 2022, đóng góp cả năm từ 3 dự án điện gió mới được đưa vào vận hành vào cuối năm 2021 và LNST mảng M&E tăng 162% YoY của REE.

**Mảng điện gió vận hành ổn định, sẵn sàng mở rộng công suất.** LNST mảng điện gió của REE tăng 490% YoY đạt 112 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2022 và hoàn thành 47% dự báo cả năm – phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi khi 6 tháng đầu năm là mùa thấp điểm. Chúng tôi duy trì dự báo đối với các dự án điện gió với công suất bổ sung 100 MW/năm trong giai đoạn 2023-2026.

Ngoài ra, dựa theo thông tin từ BUIIM Group, chúng tôi cho rằng đại dự án điện gió ngoài khơi mà Chủ tịch HĐQT của REE đã chia sẻ rằng công ty đang làm việc với đối tác nước ngoài và thảo luận với Thủ tướng Chính phủ là dự án điện gió ngoài khơi (1.000 MW) tại tỉnh Trà Vinh. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ nằm trong Tổng Quy hoạch phát triển điện lực VIII của Việt Nam và dự kiến REE sẽ nhận được giấy phép đầu tư do công ty có năng lực tài chính cũng như năng lực chuyên môn mạnh mẽ, bao gồm một thành viên HĐQT nằm trong Hội đồng Năng lượng gió toàn cầu.

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)					BẢNG CĐKT (tỷ đồng)				
	2021	2022F	2023F	2024F		2021	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>5.810</b>	<b>9.512</b>	<b>10.298</b>	<b>11.718</b>	Tiền và tương đương	1.831	4.103	4.344	5.296
Giá vốn hàng bán	-3.500	-5.671	-6.344	-7.144	Đầu tư TC ngắn hạn	914	0	0	0
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.310</b>	<b>3.841</b>	<b>3.954</b>	<b>4.574</b>	Các khoản phải thu	2.987	2.606	2.821	3.211
Chi phí bán hàng	-85	-114	-124	-141	Hàng tồn kho	800	1.321	1.477	1.664
Chi phí quản lí DN	-370	-303	-318	-346	TS ngắn hạn khác	275	275	275	275
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>1.854</b>	<b>3.423</b>	<b>3.511</b>	<b>4.088</b>	Tổng TS ngắn hạn	<b>6.806</b>	<b>8.305</b>	<b>8.917</b>	<b>10.445</b>
Doanh thu tài chính	466	191	231	261	TS dài hạn (gộp)	24.252	26.559	31.859	37.159
Chi phí tài chính	-707	-905	-1.060	-1.138	- Khấu hao lũy kế	-6.218	-7.363	-8.880	-10.779
Trong đó, chi phí lãi vay	-663	-905	-1.060	-1.138	TS dài hạn (ròng)	18.034	19.196	22.979	26.380
Lợi nhuận từ công ty LDLK	774	796	800	901	Đầu tư TC dài hạn	6.261	6.539	6.805	7.170
Lợi nhuận/(chi phí) khác	13	13	13	13	TS dài hạn khác	726	726	726	726
<b>LNTT</b>	<b>2.400</b>	<b>3.518</b>	<b>3.495</b>	<b>4.124</b>	Tổng TS dài hạn	<b>25.021</b>	<b>26.461</b>	<b>30.510</b>	<b>34.276</b>
Thuế TNDN	-264	-347	-358	-450	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>31.827</b>	<b>34.765</b>	<b>39.427</b>	<b>44.721</b>
LNST trước CĐTS	<b>2.135</b>	<b>3.171</b>	<b>3.137</b>	<b>3.675</b>	Phải trả ngắn hạn	1.682	2.020	2.259	2.545
Lợi ích CĐ thiểu số	-280	-628	-491	-517	Nợ ngắn hạn	1.234	791	1.760	1.956
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.855</b>	<b>2.543</b>	<b>2.645</b>	<b>3.157</b>	Nợ ngắn hạn khác	1.147	1.147	1.147	1.147
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh<sup>(1)</sup></b>	<b>1.523</b>	<b>2.543</b>	<b>2.645</b>	<b>3.157</b>	Tổng nợ ngắn hạn	<b>4.062</b>	<b>3.958</b>	<b>5.167</b>	<b>5.648</b>
EBITDA	2.747	4.569	5.029	5.986	Nợ dài hạn	10.740	11.094	12.079	13.891
EPS báo cáo, VND	5.203	7.131	7.419	8.854	Nợ dài hạn khác	667	667	667	667
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	4.254	7.105	7.392	8.822	<b>Tổng nợ</b>	<b>15.469</b>	<b>15.719</b>	<b>17.913</b>	<b>20.206</b>
EPS pha loãng VND	5.203	7.131	7.419	8.854	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.000	1.600	1.600	1.600	Vốn cổ phần	3.101	3.566	3.566	3.566
DPS/EPS (%)	19%	22%	22%	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	8.964	10.685	12.760	15.346
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	Vốn khác	187	187	187	187
<b>Tăng trưởng</b>					Lợi ích CĐTS	3.056	3.559	3.952	4.366
Tăng trưởng doanh thu	3,0%	63,7%	8,3%	13,8%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>16.358</b>	<b>19.047</b>	<b>21.515</b>	<b>24.515</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	49,8%	84,6%	2,6%	16,4%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>31.827</b>	<b>34.765</b>	<b>39.427</b>	<b>44.721</b>
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-8,1%	67,0%	4,0%	19,3%	CP lưu hành cuối năm (tr)	357	357	357	357
Tăng trưởng EPS, báo cáo	14,0%	37,1%	4,0%	19,3%	CP quỹ cuối năm (tr)	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Khả năng sinh lời</b>					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Biên LN gộp %	39,8%	40,4%	38,4%	39,0%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>652</b>	<b>1.831</b>	<b>4.103</b>	<b>4.344</b>
Biên LN từ HĐ %	31,9%	36,0%	34,1%	34,9%	Lợi nhuận sau thuế	1.855	2.543	2.645	3.157
Biên EBITDA	47,3%	48,0%	48,8%	51,1%	Khấu hao	893	1.145	1.517	1.899
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	31,9%	26,7%	25,7%	26,9%	Thay đổi vốn lưu động	-1.109	198	-132	-291
ROE %	15,0%	17,7%	16,0%	16,7%	Điều chỉnh khác (2)	-115	-168	-308	-383
ROA %	7,1%	7,6%	7,1%	7,5%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.525</b>	<b>3.718</b>	<b>3.722</b>	<b>4.382</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-3.912	-2.308	-5.300	-5.300
Số ngày tồn kho	91	68	80	80	Đầu tư, Ròng (3)	1.900	1.432	533	536
Số ngày phải thu	153	108	95	94	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-2.013</b>	<b>-875</b>	<b>-4.767</b>	<b>-4.764</b>
Số ngày phải trả	162	119	123	123	Cổ tức đã trả	0	-357	-571	-571
TG luân chuyển tiền	82	58	53	51	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	-443	969	196
CS thanh toán hiện hành	1,7	2,1	1,7	1,8	Tăng (giảm) nợ dài hạn	1.632	354	985	1.812
CS thanh toán nhanh	1,5	1,8	1,4	1,6	Tiền từ các hoạt động TC khác	35	-126	-98	-103
CS thanh toán tiền mặt	0,5	1,0	0,8	0,9	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>1.667</b>	<b>-571</b>	<b>1.285</b>	<b>1.334</b>
Nợ/Tài sản	37,6%	34,2%	35,1%	35,4%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>1.179</b>	<b>2.272</b>	<b>241</b>	<b>952</b>
Nợ/Vốn sử dụng	42,3%	38,4%	39,1%	39,3%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.831</b>	<b>4.103</b>	<b>4.344</b>	<b>5.296</b>
Nợ/Vốn CSH	56,4%	40,9%	44,1%	43,0%	(2) Trừ thu nhập từ công ty LK, (3) bao gồm cổ tức từ công ty LK				
Khả năng thanh toán lãi vay	2,8	3,8	3,3	3,6					

Nguồn: Dữ liệu công ty, VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Minh Thắng, 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 Đống 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

**Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123**  
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, 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

#### Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

**Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, 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  
- Tổng Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363  
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### 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, ext 364

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

#### Dầu khí và Điện

#### Đình Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135  
- Hoàng Minh Thắng, Chuyên viên, ext 196

#### Vật liệu và Công nghiệp

#### Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, 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.