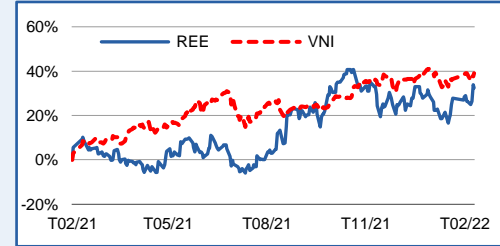


Ngành	Tiện ích		2021	2022F	2023F	2024F
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>21/02/2022</b>	Tăng trưởng DT	3,0%	51,9%	15,4%	14,1%
Giá hiện tại	72.500VND	TT EPS báo cáo	13,9%	12,9%	25,5%	15,5%
Giá mục tiêu	85.000VND	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.855	2.094	2.627	3.034
Giá mục tiêu gần nhất	79.000VND	TT EBITDA	76,4%	38,3%	13,8%	22,5%
TL tăng	+17,2%	EV/EBITDA	12,6x	9,1x	8,0x	6,5x
Lợi suất cổ tức	0,0%	P/B	1,7x	1,5x	1,3x	1,1x
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+17,2%</b>	<b>P/E báo cáo</b>	<b>12,1x</b>	<b>10,7x</b>	<b>8,5x</b>	<b>7,4x</b>



			REE	VNI
GT vốn hóa	981tr USD	P/E (trượt)	12,1x	17,2x
Room KN	0USD	P/B (hiện tại)	1,7x	2,6x
GTGD/ngày (30n)	1,9tr USD	Nợ ròng/CSH	56,7%	N/A
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	15,0%	15,6%
SL cổ phiếu lưu hành	309 tr	ROA	7,1%	2,6%
Pha loãng	309 tr			
PEG 3 năm	0,7			

### 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

### Đinh Thị Thùy Dương

Trưởng phòng cao cấp

## Công suất điện gió bổ sung sẽ củng cố tăng trưởng

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho CTCP Cơ Điện Lạnh (REE) thêm 8% lên 85.000 đồng/CP và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Chúng tôi cho rằng REE là công ty hàng đầu trong lĩnh vực năng lượng xanh của Việt Nam do các dự án có khả năng sinh lời nhờ khả năng kiểm soát chi phí và chi phí tài chính thấp trong lĩnh vực kinh doanh cần nhiều vốn này.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ định giá cao hơn cho mảng điện. Chúng tôi tăng dự báo tổng lợi nhuận giai đoạn 2022-2026 thêm 1% khi chúng tôi ghi nhận khoản lợi nhuận từ 400 MW công suất bổ sung từ các dự án điện gió trong giai đoạn 2023-2026, điều này bù đắp cho mức điều chỉnh giảm trong dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho PPC (xem Báo cáo cập nhật PPC của chúng tôi, ngày tháng 26/01/2022) và mức giảm trong dự báo lợi nhuận từ điện mặt trời áp mái.
- Chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng 13% YoY trong năm 2022 sau khi tăng 30% công suất vào năm 2021 thông qua 3 dự án điện gió, cũng như LNST từ mảng Cơ điện lạnh (M&E)/văn phòng cho thuê tăng trưởng 162%/12%.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS đạt 15% trong giai đoạn 2021-2026, được thúc đẩy bởi đóng góp từ 500 MW công suất điện gió, 473 MWp công suất điện mặt trời trên áp mái, 500 MW công suất thủy điện và hoạt động thương mại của tòa nhà Etown 6 vào năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng REE có định giá hấp dẫn với P/E năm 2022 là 10,7 lần, tương ứng PEG là 0,7 và chiết khấu khoảng 24% so với trung vị P/E trượt của các công ty cùng ngành là 14,0 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Cổ tức tiền mặt năm 2021 cao hơn dự kiến, M&A điện gió nhanh hơn dự kiến.
- Rủi ro: Lợi nhuận từ mảng M&E thấp hơn dự kiến.

**3 dự án điện gió mới đi vào hoạt động trước cuối năm 2021 sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng trong năm 2022.** Đáng chú ý, trang trại điện gió Trà Vinh đã mang lại lợi nhuận vững chắc trong 2 tháng với 56 tỷ đồng và biên lợi nhuận ròng là 66% sau khi đi vào hoạt động vào ngày 31/10/2021. Do đó, chúng tôi duy trì dự báo mảng điện gió sẽ đóng góp 239 tỷ đồng lợi nhuận cho REE vào năm 2022 (khoảng 10% LNST của REE) và sẽ thúc đẩy LNST của mảng điện tăng 11% YoY.

**Chúng tôi đưa vào dự báo 400 MW công suất điện gió mới.** Theo ban lãnh đạo, REE đang nhắm đến một lượng lớn công suất điện gió mới với mục tiêu phát triển/M&A 100-200 MW các dự án điện gió mỗi năm. Do đó, chúng tôi đưa vào dự báo thêm 100 MW công suất từ các dự án điện gió mỗi năm trong giai đoạn 2023-2026 với giá đấu nối (FIT) là 6,81 US cent/kWh (thấp hơn khoảng 20% so với mức FIT ưu đãi của năm 2021 là 8,5 US cent/kWh). Chúng tôi dự báo các dự án mở

rộng có tổng công suất 400 MW này sẽ đóng góp 358 tỷ đồng mỗi năm, tương đương 10% LNST sau lợi ích CĐTS của REE trong năm 2026

**Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận từ mảng điện mặt trời áp mái.** Do dịch COVID-19, REE chỉ lắp đặt 16,5 MWp công suất điện mặt trời áp mái mới vào năm 2021 so với dự báo trước đây của chúng tôi là 40 MWp. Ngoài ra, chúng tôi ước tính giá bán trung bình thấp hơn khoảng 5% so với các giả định trước đây của chúng tôi. Do đó, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2022-2026 của mảng điện mặt trời áp mái thêm 17%.

## Báo cáo Tài chính

KQKQ (triệu USD)	2021	2022F	2023F	2024F	BẢNG CĐKT (triệu USD)	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>5.810</b>	<b>8.824</b>	<b>10.181</b>	<b>11.619</b>	Tiền và tương đương	1.831	3.946	3.736	4.238
Giá vốn hàng bán	-3.498	-5.603	-6.321	-7.125	Đầu tư TC ngắn hạn	864	0	0	0
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.312</b>	<b>3.221</b>	<b>3.861</b>	<b>4.494</b>	Các khoản phải thu	2.558	2.176	2.510	2.865
Chi phí bán hàng	-85	-106	-122	-139	Hàng tồn kho	799	1.305	1.472	1.659
Chi phí quản lí DN	-372	-367	-380	-403	TS ngắn hạn khác	704	704	704	704
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>1.855</b>	<b>2.749</b>	<b>3.359</b>	<b>3.952</b>	Tổng TS ngắn hạn	<b>6.756</b>	<b>8.131</b>	<b>8.423</b>	<b>9.467</b>
Doanh thu tài chính	465	186	212	219	TS dài hạn (gộp)	24.252	26.252	31.552	36.852
Chi phí tài chính	-706	-930	-1.044	-1.141	- Khấu hao lũy kế	-6.218	-7.272	-8.243	-9.595
Trong đó: chi phí lãi vay	-662	-930	-1.044	-1.141	TS dài hạn (ròng)	18.034	18.979	23.309	27.257
Lợi nhuận từ công ty LDLC	774	684	853	891	Đầu tư TC dài hạn	6.311	6.476	6.872	7.191
Lợi nhuận/(chi phí) khác	13	13	13	13	TS dài hạn khác	725	725	725	725
<b>LNTT</b>	<b>2.401</b>	<b>2.701</b>	<b>3.394</b>	<b>3.934</b>	Tổng TS dài hạn	<b>25.071</b>	<b>26.181</b>	<b>30.906</b>	<b>35.173</b>
Thuế TNDN	-265	-277	-342	-423	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>31.826</b>	<b>34.311</b>	<b>39.328</b>	<b>44.639</b>
LNST trước CĐTS	<b>2.136</b>	<b>2.423</b>	<b>3.051</b>	<b>3.511</b>	Phải trả ngắn hạn	1.680	1.995	2.251	2.538
Lợi ích CĐ thiểu số	-281	-330	-424	-477	Nợ ngắn hạn	1.324	1.636	1.760	1.956
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.855</b>	<b>2.094</b>	<b>2.627</b>	<b>3.034</b>	Nợ ngắn hạn khác	1.352	1.352	1.352	1.352
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>1.524</b>	<b>2.094</b>	<b>2.627</b>	<b>3.034</b>	Tổng nợ ngắn hạn	4.356	4.983	5.364	5.846
EBITDA	2.750	3.804	4.330	5.304	Nợ dài hạn	10.650	10.084	12.164	13.976
EPS báo cáo, VND	6.001	6.774	8.500	9.818	Nợ dài hạn khác	464	464	464	464
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	4.911	6.750	8.469	9.782	<b>Tổng nợ</b>	<b>11.114</b>	<b>10.549</b>	<b>12.628</b>	<b>14.440</b>
EPS pha loãng VND	4.911	6.750	8.469	9.782	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	0	1.600	1.600	1.600	Vốn cổ phần	3.101	3.101	3.101	3.101
DPS/EPS (%)	0%	24%	19%	16%	Thặng dư vốn CP	1.050	1.050	1.050	1.050
(1) Điều chỉnh cho lãi/lỗ bất thường					Lợi nhuận giữ lại	8.962	11.056	13.188	15.728
<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	3.055	3.385	3.810	4.286
Tăng trưởng doanh thu	3,0%	51,9%	15,4%	14,1%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>16.356</b>	<b>18.779</b>	<b>21.336</b>	<b>24.353</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	49,9%	48,2%	22,2%	17,6%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>31.826</b>	<b>34.311</b>	<b>39.328</b>	<b>44.639</b>
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-8,0%	37,4%	25,5%	15,5%	CP lưu hành cuối năm (tr)	309,1	309,1	309,1	309,1
Tăng trưởng EPS, báo cáo	13,9%	12,9%	25,5%	15,5%	CP quỹ cuối năm (tr)	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Khả năng sinh lời</b>					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tr USD)</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Biên LN gộp %	39,8%	36,5%	37,9%	38,7%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>658</b>	<b>1.831</b>	<b>3.946</b>	<b>3.736</b>
Biên LN từ HĐ %	31,9%	31,1%	33,0%	34,0%	Lợi nhuận sau thuế	1.855	2.094	2.627	3.034
Biên EBITDA	47,3%	43,1%	42,5%	45,6%	Khấu hao	895	1.055	970	1.352
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	31,9%	23,7%	25,8%	26,1%	Thay đổi vốn lưu động	-904	191	-246	-255
ROE %	15,0%	14,6%	16,0%	16,1%	Điều chỉnh khác (2)	-108	-354	-429	-414
ROA %	7,1%	6,3%	7,1%	7,2%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.738</b>	<b>2.986</b>	<b>2.922</b>	<b>3.717</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-3.912	-2.000	-5.300	-5.300
Số ngày tồn kho	91	69	80	80	Đầu tư, Ròng (3)	1.904	1.383	458	572
Số ngày phải thu	139	98	84	84	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-2.009</b>	<b>-617</b>	<b>-4.842</b>	<b>-4.728</b>
Số ngày phải trả	162	120	123	123	Cổ tức đã trả	-86	0	-494	-494
TG luân chuyển tiền	68	47	42	42	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	66	312	125	196
CS thanh toán hiện hành	1,6	1,6	1,6	1,6	Tăng (giảm) nợ dài hạn	6.303	-566	2.080	1.812
CS thanh toán nhanh	1,4	1,4	1,3	1,3	Tiền từ các hoạt động TC khác	-4.832	0	0	
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,8	0,7	0,7	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>1.451</b>	<b>-254</b>	<b>1.710</b>	<b>1.514</b>
Nợ/Tài sản	37,6%	34,2%	35,4%	35,7%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>1.181</b>	<b>2.115</b>	<b>-210</b>	<b>502</b>
Nợ/Vốn sử dụng	42,3%	38,4%	39,5%	39,5%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.831</b>	<b>3.946</b>	<b>3.736</b>	<b>4.238</b>
Nợ/Vốn CSH	56,7%	41,4%	47,8%	48,0%					
Khả năng thanh toán lãi vay	2,8	3,0	3,2	3,5					

(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 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

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

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

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng

##### Đặng Văn Pháp, Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- 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
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### 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 Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,  
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

##### 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 Nhựt 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.