

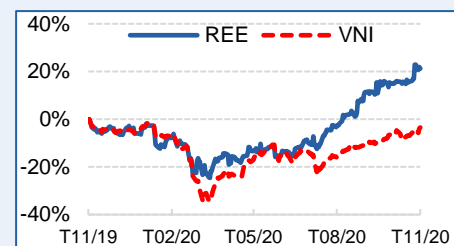
CTCP Cơ điện lạnh (REE) [MUA +42,9%]

Cập nhật

Ngành:	Tiện ích		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	20/11/2020	Tăng trưởng DT	-4,1%	18,4%	6,4%	17,8%
Giá hiện tại:	44.500VND	TT EPS điều chỉnh (1)	-6,5%	9,7%	26,5%	17,6%
Giá mục tiêu:	62.000VND	TT EPS báo cáo (2)	-8,1%	0,6%	21,3%	17,6%
Giá mục tiêu trước đây:	45.400VND	TT EBITDA	4,4%	43,5%	21,3%	23,4%
TL tăng:	+39,3%	Lợi suất DTDD	7,6%	2,8%	N,M	4,8%
Lợi suất cổ tức:	3,6%	P/B	1,3x	1,2x	1,1x	0,9x
Tổng mức sinh lời:	+42,9%	P/E báo cáo (2)	8,4x	8,4x	6,9x	5,9x

GT vốn hóa:	592,2tr USD		<u>REE</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	0USD	P/E (trượt)	9,7x	16,0x
GTGD/ngày (30n):	785.000USD	P/B (hiện tại)	1,3x	2,1x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	31,7%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	310 tr	ROE	13,4%	12,9%
Pha loãng:	310 tr	ROA	7,7%	2,2%

(1) điều chỉnh cho chi phí dự phòng bất thường; (2) EPS báo cáo



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 BDS.

Lê Trọng Nghĩa
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Chuẩn hóa tài sản làm tăng khả năng được định giá lại

- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 37% và duy trì khuyến nghị MUA cho CTCP Cơ điện lạnh (REE) khi chúng tôi chuyển sang phương thức định giá tổng của từng phần, mà chúng tôi cho rằng phù hợp hơn để đánh giá giá trị của danh mục đầu tư tiện ích lớn của công ty (công suất điện điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu là 800 MW và công suất nước là 500.000 m3/ngày), việc mở rộng sang mảng năng lượng tái tạo (điện gió và điện mặt trời áp mái) và mảng cho thuê văn phòng ổn định.
- Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cộng dồn giai đoạn 2020-2024 thêm 6% chủ yếu nhờ lợi nhuận dự phóng cao hơn tại nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum sau năm 2021, điều chỉnh tăng 6% lợi nhuận cộng dồn từ mảng nước và đóng góp lợi nhuận từ các dự án điện mặt trời mới, đã giúp bù đắp cho mức lợi nhuận thấp hơn của PPC (xem thêm trong [báo cáo cập nhật PPC](#), ngày 13/11/2020).
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS của REE đạt 1% YoY trong năm 2020, sau đó tăng tốc lên 21%, 18%, và 9% lần lượt trong năm 2021, 2022, và 2023, nhờ lượng mưa cải thiện, đóng góp từ trang trại điện gió Trà Vinh (48 MW) trong năm 2021, nhà máy Thượng Kon Tum (220 MW) trong năm 2022, tòa nhà văn phòng Etown 6 trong năm 2023 và REE SE (công ty do REE sở hữu và vận hành điện mặt trời áp mái).
- Định giá của REE hấp dẫn với P/E năm 2021 đạt 6,9 lần, dựa theo dự báo của chúng tôi, so với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTTS mạnh mẽ, đạt 14% trong giai đoạn 2020-2025, dẫn dắt bởi sự cải thiện diện rộng trong tất cả các mảng kinh doanh.
- Yếu tố hỗ trợ: tích cực mở rộng công suất điện gió; tiềm năng tăng trưởng đến từ các M&A.
- Rủi ro: nhà máy Thượng Kon Tum hoạt động thương mại chậm hơn dự kiến.

REE đã hoàn thành chuyển nhượng tài sản cho REE Energy với khả năng thực hiện IPO và niêm yết. REE đã vừa thành lập REE Energy, nắm giữ 8 khoản đầu tư tại các nhà máy thủy điện, 1 công ty điện mặt trời và 1 công ty điện mặt trời lắp mái. Chúng tôi cho rằng REE Energy là công ty năng lượng xanh 100% nên các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài sẽ không bị vướng mắc về các yêu cầu về đầu tư thân thiện môi trường (ESG) để tham gia đầu tư REE Energy, trong trường hợp công ty này quyết định thực hiện IPO. Chúng tôi định giá mảng điện của REE (theo phương thức chiết khấu dòng tiền) đạt 478 triệu USD – 80% giá trị vốn hóa của REE.

Lượng mưa cải thiện và khả năng tham gia vào ngành năng lượng tái tạo sẽ củng cố cho lợi nhuận mảng điện của REE (43% LNST sau lợi ích CĐTTS 2020). Chúng tôi dự báo danh mục điện của REE sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 18% trong giai đoạn 2020-2025, một phần nhờ sự cải thiện của lợi nhuận các nhà máy thủy điện do lượng mưa cao hơn. Chúng tôi cho rằng lượng mưa đã chạm đáy trong 6 tháng 2020 và sẽ tăng trong năm 2021 và 2022. Chúng tôi chưa ghi nhận dự báo danh mục đầu tư 500 MW của nhà máy điện gió Thuận Bình.

Dự án Etown 6 sẽ đi vào hoạt động vào giữa 2023, nâng lợi nhuận của mảng văn phòng (chiếm 28% LNST sau lợi ích CĐTS 2020) thêm khoảng 70%. Các diễn biến gần đây cho thấy dự án văn phòng này sẽ động thổ vào đầu năm 2021.

Xây dựng các sân bay mới và doanh thu từ việc làm nhà thầu cho các dự án điện mặt trời lắp mái mang lại tiềm năng tăng trưởng của mảng M&E (chiếm 14% LNST sau lợi ích CĐTS 2020). Trong 5 năm tới, chúng tôi cho rằng REE sẽ có lợi thế cạnh tranh để thắng hợp đồng tại nhà ga số 3 của sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất trong giai đoạn 2021-2023 và sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 2021-2025.

Báo cáo Tài chính

KQKD (triệu USD)	2019	2020F	2021F	2022F	BẢNG CĐKT (triệu USD)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	4.890	5.792	6.160	7.259	Tiền và tương đương	1.540	1.369	1.646	1.357
Giá vốn hàng bán	-3.644	-4.201	-4.305	-5.041	Đầu tư TC ngắn hạn	1.221	1.221	1.000	1.000
Lợi nhuận gộp	1.246	1.591	1.856	2.219	Các khoản phải thu	1.511	1.777	1.890	2.228
Chi phí bán hàng	-78	-69	-74	-87	Hàng tồn kho	987	978	1.002	1.174
Chi phí quản lí DN	-222	-235	-244	-270	TS ngắn hạn khác	740	740	40	40
LN thuần HĐKD	946	1.286	1.537	1.861	Tổng TS ngắn hạn	5.999	6.086	5.578	5.798
Doanh thu tài chính	442	248	228	222	TS dài hạn (gộp)	6.286	7.676	10.866	12.656
Chi phí tài chính	-386	-445	-495	-532	- Khấu hao lũy kế	-2.503	-2.825	-3.239	-3.785
Trong đó: chi phí lãi vay	-404	-445	-495	-532	TS dài hạn (ròng)	3.783	4.851	7.627	8.871
Lợi nhuận từ công ty LDLK	907	852	1.055	1.195	Đầu tư TC dài hạn	9.214	9.459	9.943	10.431
Lợi nhuận/(chi phí) khác	11	11	11	11	TS dài hạn khác	626	626	626	626
LNTT	1.920	1.953	2.336	2.756	Tổng TS dài hạn	13.624	14.936	18.197	19.928
Thuế TNDN	-201	-211	-247	-303	Tổng Tài sản	19.623	21.022	23.775	25.726
LNST trước CĐTS	1.720	1.742	2.089	2.453	Phải trả ngắn hạn	1.495	1.496	1.533	1.795
Lợi ích CĐ thiếu số	-81	-94	-90	-102	Nợ ngắn hạn	888	1.130	930	1.121
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	1.639	1.648	1.999	2.351	Nợ ngắn hạn khác	886	886	886	886
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	1.442	1.581	1.999	2.351	Tổng nợ ngắn hạn	3.269	3.513	3.350	3.803
EBITDA	1.121	1.609	1.951	2.407	Nợ dài hạn	4.739	4.648	5.971	5.511
EPS báo cáo, VND	5.285	5.317	6.448	7.583	Nợ dài hạn khác	513	513	513	513
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.630	5.080	6.424	7.556	Tổng nợ	5.252	5.161	6.484	6.024
EPS pha loãng, VND	4.630	5.080	6.424	7.556	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.600	1.600	1.600	1.600	Vốn cổ phần	3.101	3.101	3.101	3.101
DPS/EPS (%)	30%	30%	25%	21%	Thặng dư vốn CP	1.050	1.050	1,050	1,050
(1) điều chỉnh cho lãi/lỗ bất thường					Lợi nhuận giữ lại	6.006	7.158	8.661	10.516
TỶ LỆ	2019	2020F	2021F	2022F	Vốn khác	240	240	240	240
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	705	798	889	991
Tăng trưởng doanh thu	-4,1%	18,4%	6,4%	17,8%	Vốn chủ sở hữu	11.102	12.348	13.941	15.898
Tăng trưởng LN HĐKD	3,6%	36,0%	19,5%	21,1%	Tổng cộng nguồn vốn	19.623	21.022	23.775	25.726
Tăng trưởng LNTT	-6,5%	9,7%	26,5%	17,6%	CP lưu hành cuối năm (tr)	310,1	310,1	310,1	310,1
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-8,1%	0,6%	21,3%	17,6%	CP quỹ cuối năm (tr)	0,0	0,0	0,0	0,0
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tr USD)	2019	2020F	2021F	2022F
Biên LN gộp %	25,5%	27,5%	30,1%	30,6%	Tiền đầu năm	1.865	1.540	1.369	1.646
Biên LN từ HĐ %	19,3%	22,2%	25,0%	25,6%	Lợi nhuận sau thuế	1.639	1.648	1.999	2.351
Biên EBITDA	22,9%	27,8%	31,7%	33,2%	Khấu hao	176	322	414	546
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	33,5%	28,5%	32,5%	32,4%	Thay đổi vốn lưu động	650	-256	600	-247
ROE %	15,6%	14,1%	15,2%	15,8%	Điều chỉnh khác ⁽²⁾	-2.145	-852	-1.055	-1.195
ROA %	9,3%	8,1%	8,9%	9,5%	Tiền từ hoạt động KD	319	863	1.957	1.456
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-295	-1.390	-3.190	-1.790
Số ngày tồn kho	98	85	84	79	Đầu tư. ròng ⁽³⁾	-1.335	608	792	707
Số ngày phải thu	113	104	109	104	Tiền từ HĐ đầu tư	-1.630	-782	-2.398	-1.083
Số ngày phải trả	147	130	128	121	Cổ tức đã trả	-625	-496	-496	-496
TG luân chuyển tiền	63	59	64	62	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-224	243	-200	191
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,7	1,7	1,5	Tăng (giảm) nợ dài hạn	2.669	-91	1.323	-460
CS thanh toán nhanh	1,5	1,5	1,4	1,2	Tiền từ các hoạt động TC khác	-835	94	90	102
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,5	0,4	Tiền từ hoạt động TC	985	-251	717	-663
Nợ/Tài sản	28,7%	27,5%	29,0%	25,8%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-325	-170	276	-289
Nợ/Vốn sử dụng	33,6%	31,9%	33,1%	29,4%	Tiền cuối năm	1.540	1.369	1.646	1.357
Nợ/Vốn CSH	25,8%	25,8%	30,5%	26,9%					
Khả năng thanh toán lãi vay	2,3	2,9	3,1	3,5					

(2) Miễn trừ thu nhập từ công ty LK, (3) bao gồm cổ tức từ công ty LK,

Nguồn: Thông tin từ công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Lê Trọng Nghĩa và 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 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 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

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
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên, ext 185

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, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

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

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, 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, ext 149

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

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.