

Tăng trưởng bền vững nhờ năng lượng xanh

Chuyên viên phân tích – Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@kbsec.com.vn

16/05/2022

Mảng M&E hồi phục từ mức nền thấp và tích cực trong dài hạn nhờ nhu cầu đầu tư công lớn

Với tình trạng quá tải sân bay ở khu vực Nam Bộ, sẽ dẫn tới nhu cầu đầu tư mở rộng mới các sân bay và REE với tư cách nhà thầu cơ điện hàng đầu sẽ có khả năng trúng thầu các dự án sân bay lớn như dự án nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất và sân bay Long Thành. Ngoài ra, thị trường Bất động sản phục hồi sẽ là tín hiệu tích cực cho mảng M&E. chúng tôi ước tính tăng trưởng CAGR của mảng này sẽ đạt 21.5%/năm nhờ vào những triển vọng hồi phục tích cực

Mảng BĐS & cho thuê văn phòng: Tăng trưởng ổn định với động lực E.town 6

Chúng tôi cho rằng, mảng cho thuê văn phòng của REE sẽ giữ được tăng trưởng doanh thu ổn định với CAGR 2022-2026 đạt 10.8%/năm nhờ vào: **(1)** Tỷ lệ lấp đầy sẽ tiếp tục duy trì ở mức trung bình 98-100%, **(2)** Giá cho thuê văn phòng tiếp tục có xu hướng tăng trong trung và dài hạn, và **(3)** E.town 6 hoạt động trong năm 2023 sẽ góp phần tăng diện tích cho thuê của REE với giá thuê trung bình cao hơn, đạt khoảng 27 USD/m²/tháng.

Mảng điện: Dẫn dắt tăng trưởng của công ty bằng các dự án thủy điện và năng lượng tái tạo

Mảng thủy điện sẽ không còn thuận lợi như năm 2021 do Quý 3/2022 được dự báo sẽ kết thúc giai đoạn La Nina, tuy nhiên VSH với thủy điện Thượng Kon Tum sẽ là động lực chính của mảng thủy điện với giá PPA được đàm phán lại cao hơn, khoảng 1,310 VNĐ/kWh. Bên cạnh đó, chúng tôi kì vọng 3 dự án điện gió hoạt động cả năm sẽ bù đắp lại sản lượng thiếu hụt của nhiệt điện than và thủy điện. Chúng tôi cũng kì vọng vào triển vọng tích cực của kế hoạch phát triển điện mặt trời của REE nhờ vào trọng tâm phát triển năng lượng tái tạo của Chính phủ trong Quy hoạch điện VIII.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 111,600 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 111,600 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 37.8% so với giá tại ngày 15/05/2022.

Mua

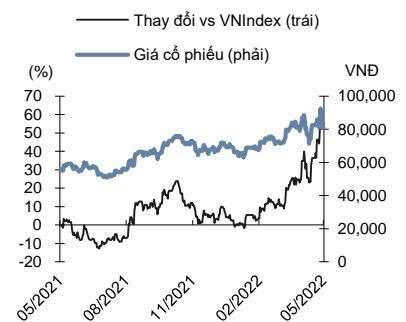
Giá mục tiêu	VNĐ 111,600
Tăng/giảm (%)	37.8%
Giá hiện tại (15/05/2022)	VNĐ81,000
Giá mục tiêu thị trường	VNĐ87,200
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	25,118

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	42.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	70.54
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory PTE LTD (31.16%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
REE	-6.9	18.6	12.3	44.6
VNINDEX	14.8	49.7	40.3	54.9

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	5,640	5,810	8,607	10,333
EBIT	1,239	1,855	2,951	3,222
LN sau CĐTS	1,628	1,855	2,716	2,973
EPS (VNĐ)	5,251	6,003	8,760	9,588
Thay đổi EPS (%)	-0.7	14.3	46.0	9.0
P/E (x)	8.1	12.1	11.7	10.7
EV/EBITDA (x)	12.1	13.0	10.5	9.5
P/B (x)	1.1	1.4	1.7	1.5
ROE (%)	14.0	13.1	15.9	15.3
Tỷ suất cổ tức (%)	4.6	0.4	1.0	1.5



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 1/2022 tăng trưởng 72.9% YoY và 102.5% YoY

Trong Quý 1/2022 REE ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 2,045 tỷ VNĐ (+72.9% YoY) và 955 tỷ VNĐ (+102.5% YoY). Đóng góp vào kết quả mạnh mẽ này nhờ chủ yếu vào mảng điện với doanh thu đạt 1,439 tỷ VNĐ (+288.6% YoY), chiếm 70.3% tổng doanh thu Quý 1/2022 của REE. Tình hình thủy văn thuận lợi và sự đóng góp từ các dự án năng lượng tái tạo mới (điện gió, điện mặt trời) là nguyên nhân chính cho sự bùng nổ này.

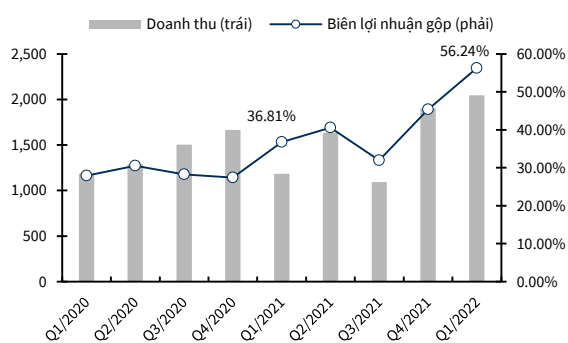
Biên lợi nhuận cao nhất trong 2 năm trở lại đây nhờ đóng góp chính từ mảng điện

Có thể thấy, cơ cấu doanh thu của REE đang dần chuyển dịch nhiều hơn sang mảng năng lượng với đóng góp từ mảng này cho doanh thu dần cao hơn, chủ yếu nhờ vào 3 dự án điện gió mới: Trà Vinh, Phú Lạc 2, Lợi Hải 2 được REE xây dựng và hoà lưới điện quốc gia trong tháng 10/2021 và kế hoạch mở rộng công suất điện mặt trời mái nhà của REE khi trong năm 2021, REE đã thực hiện đưa vào khai thác thêm 6.5 MWp điện mặt trời mái nhà, nâng tổng công suất điện mặt trời công ty quản lý lên 92.5 MWp. Chúng tôi lưu ý rằng, biên lợi nhuận gộp của các dự án năng lượng tái tạo thường đạt ở mức cao từ 50-60%, dẫn tới việc tăng tỷ trọng mảng điện, đặc biệt là các dự án năng lượng tái tạo mới đi vào hoạt động ổn định sẽ kéo biên lợi nhuận gộp của REE cải thiện đáng kể. Theo Biểu đồ 1 và 2, có thể thấy biên lợi nhuận gộp của REE tăng mạnh từ mức 36.8% của Quý 1/2021 lên mức 56.2% của Quý 1/2022 nhờ vào tỷ trọng đóng góp cao của mảng điện với tỷ lệ sinh lời cao.

Ban lãnh đạo đặt kế hoạch lạc quan cho năm 2022

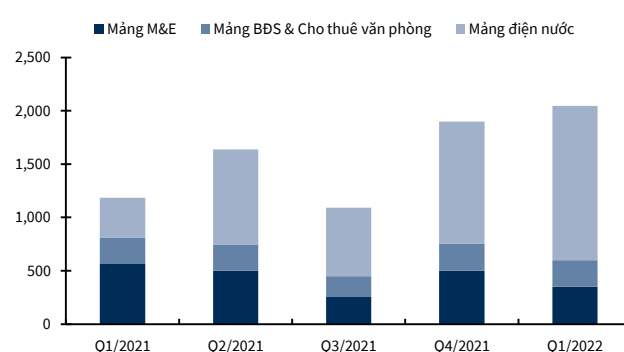
Tại ĐHCĐ năm tài chính 2021, Ban lãnh đạo REE đã đưa ra kế hoạch cho năm 2022 với doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 9,247 tỷ VNĐ (+59% YoY) và 2,061 (+9% YoY). REE giải thích mức tăng trưởng của doanh thu cao hơn so với tăng trưởng LNST chủ yếu là do doanh thu của mảng M&E tăng mạnh trong khi biên lợi nhuận ròng của mảng này có thể chỉ đạt mức 5-6% do cạnh tranh gay gắt và áp lực từ chi phí nguyên vật liệu. Chúng tôi cho rằng đây là một kế hoạch khả thi do năm 2021 là một năm có mức nền thấp với tất cả các mảng của REE khi mảng M&E bị ảnh hưởng nghiêm trọng từ trì hoãn việc thi công do dịch Covid-19 trong khi mảng cho thuê REE phải hạ giá cho thuê khoảng 20% so với mức thuê hàng năm để hỗ trợ các khách thuê trong giai đoạn dịch bệnh.

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của REE, 2020 – 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: KBSV, REE

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của REE, 2021 - 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: KBSV, REE

Bảng 1. Tổng hợp KQKD Quý 1/2022 của REE

Tỷ VNĐ	Quý 1/2021	Quý 1/2022	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	1,185	2,045	72.5%	Doanh thu tăng mạnh nhờ các dự án điện gió đã hoạt động ổn định
M&E	568	349	-38.5%	
BDS & Cho thuê văn phòng	245	251	2.4%	Các khách hàng thuê văn phòng đã dần quay lại hoạt động sau dịch bệnh
Điện nước	371	1,445	289.4%	Các dự án điện gió hoạt động ổn định
Lợi nhuận gộp	436	1,150	163.6%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	36.81%	56.24%		
Chi phí SG&A	(82)	(103)		
% SG&A / doanh thu	-6.89%	-5.06%		
LN từ HĐKD	355	1,047		
Thu nhập tài chính	112	38		Quý 1/2021, REE thực hiện thoái vốn tại QTP dẫn tới thu nhập tài chính tăng mạnh
Chi phí tài chính	(95)	(218)		
Lãi/lỗ từ liên doanh liên kết	165	178		Chủ yếu do tình hình thủy văn thuận lợi trong Quý 1/2022 dẫn tới lợi nhuận từ các công ty thủy điện cao hơn
Thu nhập khác (ròng)				
LN trước thuế	538	1,047	94.4%	
LN sau thuế	472	955	102.5%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	39.80%	46.71%		
Sản lượng điện sản xuất (triệu MWh)	1,669	2,347	40.6%	Đóng góp từ 3 nhà máy điện gió và hợp nhất VSH với nhà máy thủy điện mới Thượng Kon Tum

Nguồn: KBSV, REE

Mảng M&E: Kỳ vọng hồi phục trong năm 2022 và trong trung hạn nhờ các gói thầu lớn

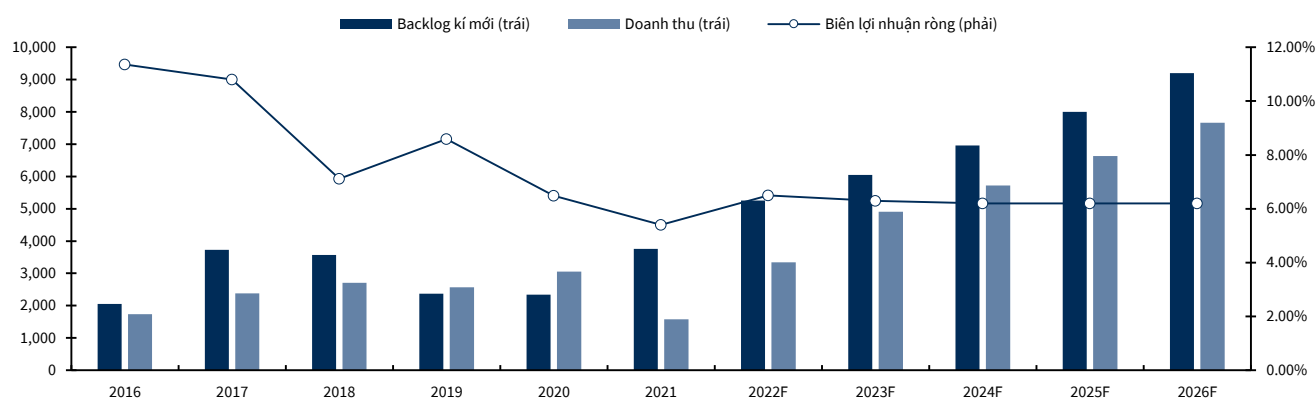
Hiện tại REE đang tham gia vào ba lĩnh vực trong mảng này là Nhà thầu cơ điện, sản xuất và phân phối điều hoà không khí và nhà thầu EPC các dự án điện mặt trời. Trước năm 2017, REE là một trong những nhà thầu về cơ điện lớn nhất cả nước với các hoạt động chính: **(1)** Lắp đặt hệ thống điện cho các công trình hạ tầng (Sân bay, bệnh viện), **(2)** Hệ thống dự án thương mại (Trung tâm thương mại, khách sạn, văn phòng), **(3)** Dự án bất động sản. REE M&E vẫn duy trì vị thế dẫn đầu trong mảng cơ điện tuy nhiên với tác động tiêu cực từ nhiều mặt như áp lực từ giá nguyên vật liệu, cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ cạnh tranh và đại dịch Covid-19 xảy ra trong 2 năm trở lại đây đã ăn mòn cả doanh thu và biên lợi nhuận của REE trong giai đoạn 2017-2021.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng với sự quyết liệt từ Chính phủ Việt Nam để cải thiện hạ tầng đã đưa Việt Nam vào một chu kỳ đầu tư công mới. Với tình trạng quá tải hạ tầng hiện hữu ở khu vực Nam Bộ, đặc biệt là hàng không sẽ dẫn tới nhu cầu đầu tư mở rộng mới các sân bay và REE với tư cách nhà thầu cơ điện hàng đầu sẽ có khả năng trúng thầu các dự án sân bay lớn như dự án nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất và sân bay Long Thành. Theo quan điểm của chúng tôi, doanh thu giai đoạn 2022-2026 của REE sẽ đạt mức khả quan tương tự như trong giai đoạn thi công dự án mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất (2016-2017).

Ngoài ra, thị trường Bất động sản phục hồi sẽ là tín hiệu tích cực cho mảng M&E. Theo ước tính của CBRE, nguồn cung BĐS trong giai đoạn 2022-2024 sẽ đạt 25,000-30,000 căn/năm so với mức 15,000-20,000 căn của 2020-2021. Từ

các luận điểm trên, chúng tôi dự phóng backlog kí mới năm 2022 của REE cho mảng M&E đạt trên 5,200 tỷ (+40% YoY) và doanh thu đạt 3,705 tỷ VNĐ (+104% YoY) từ mức nền thấp của năm 2021. Cho giai đoạn 2022-2026, chúng tôi ước tính tăng trưởng CAGR của mảng này sẽ đạt 21.5%/năm nhờ vào những triển vọng hồi phục tích cực từ nhu cầu đầu tư nêu trên.

Biểu đồ 3. Kết quả kinh doanh và dự phóng mảng M&E của REE, 2016-2026 (tỷ VNĐ)



Nguồn: KBSV, REE

Bảng 2. REE có kinh nghiệm dày dặn trong việc thi công cơ điện cho các sân bay

Dự án	Thời gian thi công	Gói thầu
Sân bay Quốc tế Nội Bài	06/2000 - 12/2001	Cung cấp và lắp đặt hệ cơ
Sân bay 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 T2 sân bay Quốc tế Nội Bài	08/2012 - 12/2014	Cung cấp và lắp đặt hệ cơ và thông gió & BMS
Mở rộng nhà ga T2 sân bay Quốc tế 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
Sân bay Quốc tế Đà Nẵng	04/2016 - 09/2017	Cung cấp và lắp đặt hệ thống Cơ Điện
Sân bay Quốc tế Cam Ranh	02/2017 - 05/2018	Cung cấp và lắp đặt hệ thống Cơ Điện
Sân bay Quốc tế Vân Đồn	11/2017 - 03/2019	Cung cấp và lắp đặt hệ thống Cơ Điện
Nhà ga T2 sân bay Quốc tế Phú Bài	07/2021 - 11/2022	Cung cấp và lắp đặt hệ thống Cơ Điện

Nguồn: KBSV, REE

Mảng BĐS & cho thuê văn phòng: Tăng trưởng ổn định với động lực E.town 6

REE hiện tại đang quản lý và vận hành 7 toà văn phòng cho thuê hạng B ở TP.HCM, các cụm văn phòng này có vị trí thuận lợi khi nằm ở khu vực tập trung nhiều cao ốc văn phòng cho thuê và đạt được tỷ lệ lấp đầy ấn tượng, trung bình khoảng 98%/năm bất chấp giai đoạn 2020-2021 bị ảnh hưởng từ dịch Covid-19.

Chúng tôi cho rằng, mảng cho thuê văn phòng của REE sẽ giữ được tăng trưởng doanh thu ổn định với CAGR 2022-2026 đạt **10.8%/năm** nhờ vào:

— **Tỷ lệ lấp đầy sẽ tiếp tục duy trì ở mức trung bình 98-100%:** Hiện nay, REE đang vận hành tổng cộng hơn 160,000 m² diện tích văn phòng hạng B. Với vị trí thuận lợi và giá cho thuê thấp hơn mặt bằng chung, chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy diện tích cho thuê của REE sẽ được đảm bảo ổn định trong khoảng 98-100%/năm trong giai đoạn tới.

— **Giá cho thuê văn phòng tiếp tục có xu hướng tăng trong trung và dài hạn:** Theo ước tính của chúng tôi, mức giá cho thuê các cao ốc văn phòng của

REE năm 2021 đạt trung bình 20.3 USD/m²/tháng, thấp hơn 20% so với trung bình giá cho thuê văn phòng hạng B tại TP.HCM do REE cần hỗ trợ một phần tiền thuê cho các khách thuê trong các đợt giãn cách xã hội. Tuy nhiên, với nguồn cung hạn chế trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng giá thuê trung bình các cao ốc của REE sẽ đạt mức tăng trung bình 3%/năm nhờ vào vị trí thuận lợi và xu hướng chuyển đổi văn phòng hạng A sang văn phòng hạng B của các doanh nghiệp nội địa nhằm tối ưu chi phí hoạt động.

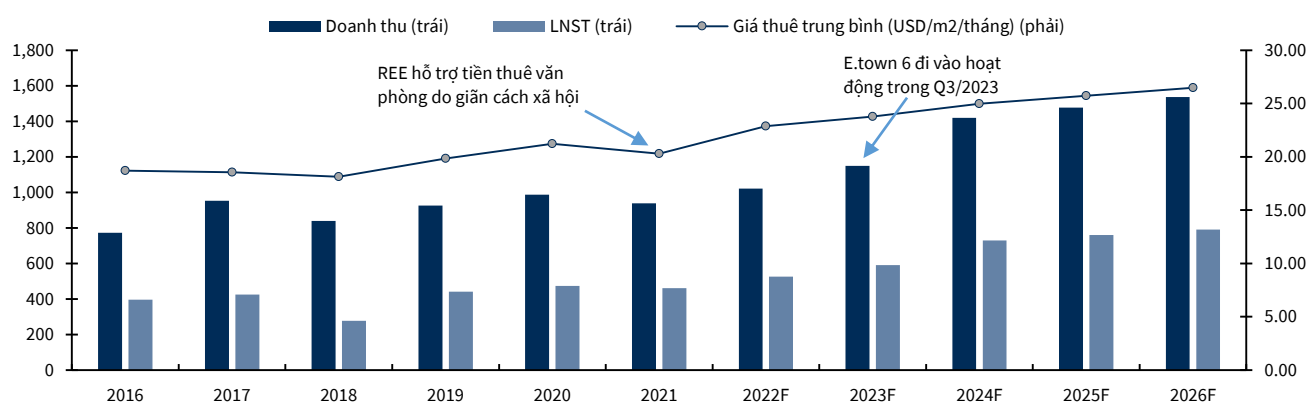
- **E.town 6 hoạt động trong năm 2023 sẽ góp phần tăng diện tích cho thuê của REE với giá thuê trung bình cao hơn:** E.town 6 là cao ốc văn phòng cho thuê mới được REE khởi công vào năm 2020 và dự kiến đi vào hoạt động từ giữa Q3/2023. E.town 6 sẽ là tòa nhà văn phòng hạng B mới, với tổng diện tích cho thuê đạt 40,000m², gồm 16 tầng nổi và 7 tầng hầm được trang bị nhiều tiện ích hiện đại. Chúng tôi ước tính E.town 6 khi đi vào khai thác sẽ nâng tổng diện tích văn phòng cho thuê của REE lên 201,000 m² với mức giá cho thuê dự kiến cao hơn các tòa nhà cũ, đạt khoảng 27 USD/m²/tháng và mức tăng giá trung bình khoảng 3%/năm. Chúng tôi ước tính E.town 6 sẽ đóng góp ổn định khoảng 300-320 tỷ doanh thu mỗi năm cho REE từ năm 2024, đem lại dòng tiền đều đặn cho công ty.

Bảng 3. Các dự án cao ốc văn phòng cho thuê của REE

Dự án	Diện tích (m ²)	Giá cho thuê trung bình 2021 (USD/m ² /tháng)
Cụm cao ốc E.town Cộng Hoà	83,670	20-22
E.town 5	17,000	22
E.town Central	34,000	27
IDC Building	1,200	20
Maison Building	1,353	20
Reecorp Building	3,370	20
Ree Bà Hòm	1,574	20
Ree Tower	18,842	23
E.town 6 (Q3/2023)	40,000	
Tổng	201,009	

Nguồn: KBSV, REE

Biểu đồ 3. Kết quả kinh doanh và dự phóng mảng BĐS & Cho thuê văn phòng của REE, 2016-2026 (tỷ VNĐ)



Nguồn: KBSV, REE

Mảng điện: Dẫn dắt tăng trưởng của công ty bằng các dự án thủy điện và năng lượng tái tạo

REE sở hữu danh mục đầu tư mảng điện với tổng công suất sở hữu lớn. Sau khi thực hiện tái cơ cấu, REE Energy sẽ trực tiếp sở hữu danh mục đầu tư mảng điện bao gồm 6 công ty con và 8 công ty liên kết (trong đó bao gồm 9 công ty thủy điện, 2 công ty năng lượng tái tạo và 2 công ty điện than). Tổng công suất mà REE nắm giữ trực tiếp và qua các công ty liên kết là khoảng hơn 2,600 MW.

Bảng 4. Danh mục đầu tư mảng điện của REE

Công ty	Mã CP	VĐL	Tỷ lệ sở hữu	Nhà máy	Loại hình	Năm vận hành	Công suất (MW)
CÔNG TY CON							
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	635	60.42%	TĐ Thác Bà	Thủy điện	1971	120
CTCP Thủy điện Mường Hum	MHP	508	79.80%	TĐ Mường Hum	Thủy điện	2011	34.8
CTCP Phong điện Thuận Bình	TBW	500	50%	Điện gió Phú Lạc	Điện gió	2016	78.9
CTCP Điện NT Trà Vinh	DTV	53	66.30%		Phân phối điện		
CTCP Điện NLMT REE	REE SE	500	99.99%	ĐMT áp mái	Điện mặt trời	2020	92.5 MWp
				TĐ Vĩnh Sơn		1994	66
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	VSH	2,362	50.50%	TĐ Sông Hinh	Thủy điện	2001	70
				TĐ Thượng Kon Tum		2021	220
CÔNG TY LIÊN KẾT							
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	1,469	23.80%	TĐ A Lưới	Thủy điện	2012	170
				ĐMT Cư Jut	ĐMT	2019	50 MWp
				TĐ Đa Siat		2009	13.5
CTCP Thủy điện Miền Nam	SHP	937	12.00%	TĐ Đa Dâng 2	Thủy điện	2010	34
				TĐ Đa Mbri		2014	75
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	700	42.60%	TĐ Thác Mơ	Thủy điện	1995	150
				ĐMT Thác Mơ	ĐMT	2021	50 MWp
CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng - IDICO	ISH	450	34.30%	TĐ Srok Phu Miêng	Thủy điện	2006	51
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	SBH	1,242	25.80%	TĐ Sông Ba Hạ	Thủy điện	2009	220
CTCP Thủy điện Bình Điền	BDH	155	25.50%	TĐ Bình Điền	Thủy điện	2009	44
				NĐ Phả Lại 1		1983	440
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	3,262	24.10%	NĐ Phả Lại 2	NĐT	2001	600
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	NBP	129	29.50%	NĐ Ninh Bình	NĐT	1974	100

Nguồn: KBSV, REE

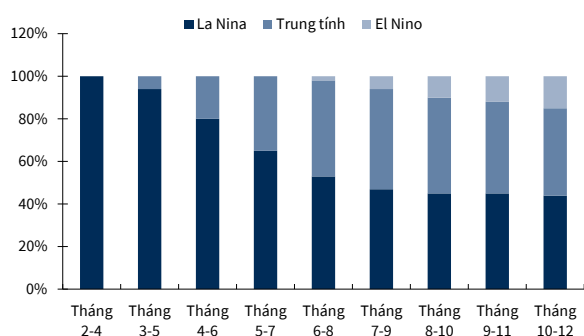
Thủy điện sẽ chịu tiêu cực trong ngắn hạn nhưng tích cực trong trung và dài hạn với điểm nhấn Thượng Kon Tum

Hiện tại, REE đang sở hữu danh mục thủy điện gồm 9 công ty thủy điện với tổng công suất thiết kế là 1,268 MW. Các công ty thủy điện của REE được phân bố ở 3 miền và tập trung nhiều nhất ở miền Nam với 4 công ty. Nhờ vào vị trí địa lý, các thủy điện ở khu vực phía Nam sẽ được hưởng lợi khi La Nina suy yếu do vùng mưa sẽ bị đẩy vào khu vực Trung Bộ và Nam Bộ. Theo dự báo của các tổ chức khí tượng lớn trên thế giới chỉ ra rằng La Nina có thể sẽ kết thúc vào Quý 3/2022, đồng nghĩa với lượng mưa ít hơn và muộn hơn cho các nhà máy thủy điện để có thể tích nước trong hồ chứa. Trong giai đoạn 2022-2023F, xác suất của El Nino tăng dần sẽ khiến cho các nhà máy thủy điện gặp khó khăn. Do đó, chúng tôi cho rằng mảng thủy điện của REE phần lớn sẽ bị ảnh hưởng vào nửa

cuối năm 2022 và năm 2023 trước khi phục hồi sản lượng trong giai đoạn 2024 trở về sau khi pha thời tiết có khả năng sẽ trở về pha trung tính, giảm đi hạn chế đối với các nhà máy thủy điện.

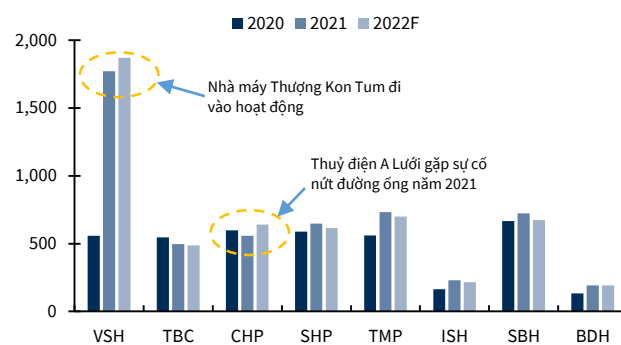
Tuy nhiên, bên cạnh khả năng thủy văn kém thuận lợi trong nửa cuối năm 2022 và 2023, chúng tôi nhận thấy VSH – công ty con mà REE mới nâng tỷ lệ sở hữu và hợp nhất trong năm 2021 sẽ là nhân tố chính dẫn dắt tăng trưởng cho mảng thủy điện của REE. VSH đã thực hiện hoà lưới điện quốc gia nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum trong tháng 3/2021, giúp gấp ba lần sản lượng điện thương phẩm của năm 2021 so với năm 2020. Ban lãnh đạo REE cũng cho biết thêm, VSH đang hoàn thành những thủ tục cuối cùng để đàm phán lại giá bán điện với EVN để có thể nâng giá bán điện của hợp đồng PPA lên khoảng 1,310 VNĐ/kWh, cao hơn 20% so với hợp đồng PPA ban đầu (khoảng 1,096 VNĐ/kWh) trong 10 năm đầu tiên của dự án để đảm bảo đủ bù đắp các chi phí xây dựng và hoạt động cần thiết cho nhà máy. Sau 10 năm, giá PPA sẽ được điều chỉnh về dưới mức PPA ban đầu với một hệ số nhân xác định khoảng 0.7-0.8 lần. Chúng tôi kì vọng rằng, VSH sẽ thành công đàm phán được giá bán điện với EVN trong Quý 2/2022 và sẽ thực hiện hồi tố kết quả kinh doanh theo giá bán điện mới. Chúng tôi đánh giá đây sẽ là một động lực cho cả VSH và REE do Thượng Kon Tum là một nhà máy thủy điện có quy mô tương đối lớn (220MW) so với các nhiệt điện nhỏ lân cận và sẽ đảm bảo được nhu cầu về huy động do các nhà máy thủy điện có khả năng chạy linh hoạt theo điều độ của A0 trong giờ cao điểm để bù đắp sản lượng thiếu từ điện mặt trời và dễ dàng giảm công suất khi công suất các nguồn năng lượng tái tạo đạt đỉnh trong ngày.

Biểu đồ 4. La Nina có khả năng kết thúc trong Quý 3/2022



Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 5. Dự báo sản lượng các nhà máy thủy điện của REE (triệu kWh)



Nguồn: REE, KBSV

Năng lượng tái tạo là kim chỉ nam cho tăng trưởng dài hạn của REE

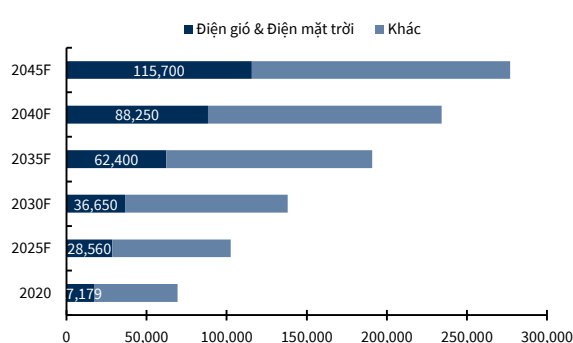
REE đã tập trung vào đầu tư và vận hành các dự án năng lượng tái tạo từ năm 2020, bắt đầu bằng các dự án điện mặt trời mái nhà để hưởng cơ chế giá FIT ưu đãi cho các loại hình điện tái tạo. Tính đến cuối năm 2021, REE đã vận hành 92.5 MWp điện mặt trời trên mái nhà, trong đó có 86 MWp được hưởng giá FIT là 8.38 cent/kWh và được đặt tại các tỉnh phía Nam. Sau khi biểu giá FIT hết hạn vào cuối năm 2020, REE chỉ phát triển thêm 13.6 MWp với 6.5 MWp được đưa vào vận hành do khó khăn từ dịch bệnh và chờ đợi cơ chế giá mới. Tuy nhiên theo Ban lãnh đạo REE, công ty sẽ thực hiện phát triển 100 MWp điện mặt trời mái nhà mỗi năm thông qua tự phát triển và M&A các dự án. REE dự kiến khoảng 70%-80% lượng điện phát ra từ các nhà máy điện mặt trời sẽ được bán cho các khách hàng công nghiệp mà REE đặt các tấm pin mặt trời trên mái của

các nhà xưởng và phần còn lại sẽ được bán lên lưới điện quốc gia do EVN là người mua trực tiếp. Chúng tôi cho rằng đây là một cơ chế ổn định cho REE, đảm bảo tận dụng tối đa lợi ích từ các tấm pin mặt trời trong bối cảnh dư thừa công suất điện mặt trời tại khu vực Trung Bộ và Nam Bộ.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng có quan điểm tích cực về việc tập trung vào phát triển các dự án điện năng lượng tái tạo, đặc biệt là điện mặt trời là hướng đi dài hạn cho REE do chi phí đầu tư vào ngành này đang giảm dần qua các năm nhờ yếu tố quy mô kinh tế lớn do xu hướng phát triển năng lượng tái tạo trên toàn cầu. Bên cạnh đó, REE dự kiến các dự án điện mặt trời sắp tới có chi phí đầu tư khá hợp lý vào khoảng 12 tỷ đồng/MW. Chúng tôi cho rằng đây là khoản đầu tư tương đối rẻ và thấp hơn so với mức đầu tư trung bình và sẽ giúp REE có biên lợi nhuận cao hơn nhờ chi phí lãi vay cũng như khấu hao thấp hơn dự kiến. Chúng tôi ước tính tổng công suất thiết kế điện mặt trời của REE sẽ đạt 492.5 MWp vào cuối năm 2026, so sánh với mức 92.5 MWp vào cuối năm 2021.

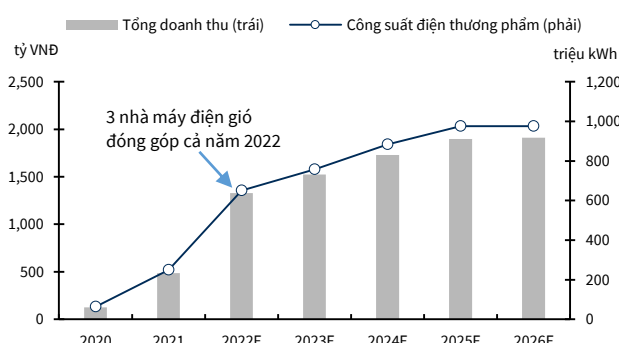
Về mảng điện gió, chúng tôi kì vọng 3 nhà máy điện gió của REE sẽ hoạt động ổn định với sản lượng tiêu thụ cao trong năm 2022 do giá bán điện gió hiện đang cạnh tranh hơn so với nhiệt điện trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng cao, đồng thời các nhà máy thủy điện lại gặp khó khăn do tình hình thủy văn không thuận lợi trong năm 2022. Ngoài ra, với sự quyết liệt của Chính phủ trong việc phát triển các dự án năng lượng tái tạo để đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0 tới năm 2050 thể hiện qua Quy hoạch điện VIII cùng với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện đạt mức cao trong những năm tới nhờ vào nhu cầu điện cho phát triển kinh tế - xã hội, chúng tôi kì vọng rằng những yếu tố trên sẽ giúp các nhà máy điện gió của REE được huy động ở hiệu suất cao trong những năm tới, ước tính ở mức 40-50% CSTK.

Biểu đồ 6. Cơ cấu nguồn phát chứng kiến sự tăng mạnh của năng lượng tái tạo (MW)



Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, KBSV

Biểu đồ 7. Dự báo kết quả kinh doanh mảng năng lượng tái tạo của REE, 2020-2026



Nguồn: REE, KBSV

Điện than – hồi phục tạm thời nhưng triển vọng kém tích cực

Hiện nay, REE đang sở hữu 2 nhà máy nhiệt điện than là Nhiệt điện Phả Lại (PPC) và nhiệt điện Ninh Bình (NBP) với tổng công suất thiết kế là 1,140 MW. Trong giai đoạn 2016-2020, REE có nắm giữ cổ phần tại Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP) nhưng đã thực hiện thoái vốn tại nhiệt điện này từ mức 8.04% xuống 0.98% trong nửa đầu năm 2021 và sẽ tiếp tục thoái vốn phần còn lại trong năm 2022 nhằm hướng tới mục tiêu phát thải ròng bằng 0 mà Việt Nam đã cam kết trong COP26.

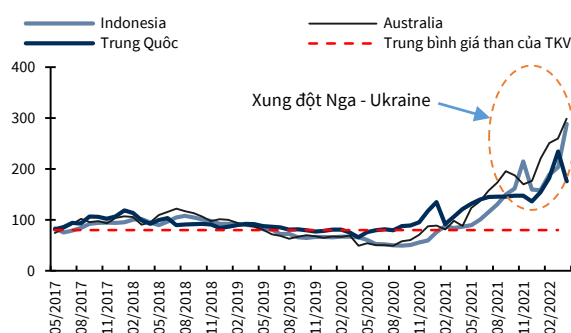
Về mặt hiệu quả, sau khi thoái vốn khỏi QTP thì Phả Lại là nhà máy nhiệt điện than lớn nhất mà REE nắm giữ cổ phần với 2 tổ máy có tổng công suất 1,040 MW. Phả Lại là một nhà máy có vị trí thuận lợi trong việc truyền tải điện năng tại miền Bắc và có công suất lớn. Tuy nhiên, Phả Lại đã có tuổi đời hoạt động lớn (tổ máy 1 năm 1983 và tổ máy 2 năm 2001) dẫn tới việc xuống cấp trong hệ thống phát điện mặc dù đã trải qua nhiều lần đại tu. Các bộ phận chính của dây chuyền như tua bin, lò hơi và hệ thống lọc bụi đã xuống cấp khiến hiệu suất hoạt động của nhà máy giảm xuống và làm tăng sản lượng tiêu thụ nguyên vật liệu đầu vào của nhà máy. Bên cạnh đó, tổ máy S2 của PPC đã gặp sự cố nghiêm trọng từ tháng 4/2021 và phải dừng máy tới hiện tại để thực hiện công tác khắc phục và sửa chữa. Chúng tôi cho rằng, PPC sẽ kết thúc quá trình sửa chữa tổ máy này trong đầu Quý 3/2022, dẫn tới sản lượng năm 2022 của PPC tiếp tục là một năm thấp điểm trong nhiều năm trở lại đây. Mặt khác, dây chuyền lọc khí thải của PPC cũng cần được đầu tư nâng cấp mới để đảm bảo các tiêu chuẩn về phát thải và bảo vệ môi trường dẫn tới việc tăng các chi phí đầu tư và bảo dưỡng, ăn mòn lợi nhuận của PPC trong giai đoạn tới.

Ngoài ra, xung đột địa chính trị giữa Nga - Ukraine từ cuối tháng 2/2022 đã ảnh hưởng lên các nguyên vật liệu đầu vào chính cho ngành năng lượng như dầu thô và giá than. Hiện tại giá than thế giới đã tăng đáng kể do nhu cầu phục hồi kinh tế mạnh mẽ sau Covid trên toàn thế giới dẫn đến tình trạng thiếu hụt than cho các nhà máy điện Việt Nam thời gian vừa qua khi nguồn than nội chưa đủ để đáp ứng. Với đặc thù nhập khẩu than để phối trộn với than cám trong nước khi nguồn cung nội địa không đáp ứng, chúng tôi cho rằng 2 nhà cung cấp than lớn trong nước là Tập đoàn Than khoáng sản Việt Nam (TKV) và Tổng công ty Đông Bắc sẽ gặp áp lực tăng giá bán than theo diễn biến giá than thế giới, dẫn tới giá nguyên vật liệu đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện than cao hơn, kém cạnh tranh hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM).

Chúng tôi cũng cho rằng, triển vọng của điện than sẽ kém tích cực khi Việt Nam đã cam kết phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050 tại COP26 và Quy hoạch điện 8 đã đề xuất tổng công suất điện than chỉ đạt khoảng 36 GW vào năm 2030, thấp hơn mức được đề ra trong quy hoạch điện VII khoảng 21 GW, hướng tới việc cắt giảm mạnh mẽ nhiệt điện để bảo vệ môi trường. Các nhà máy nhiệt điện cũng được yêu cầu phải tuân theo các quy chuẩn nghiêm ngặt hơn về môi trường, đây sẽ là điểm yếu với những nhà máy có tuổi đời lớn và hệ thống máy móc đã lạc hậu như PPC.

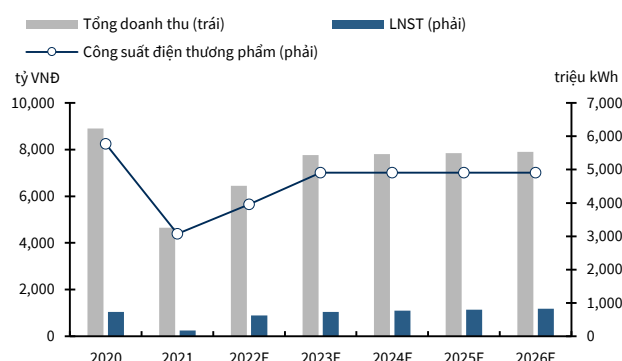
Từ những luận điểm trên, chúng tôi ước tính tổng doanh thu và lợi nhuận của PPC và NBP năm 2022 đạt 6,514 tỷ VNĐ (+38.3% YoY) và 888.7 tỷ VNĐ (+266% YoY) do hồi phục từ mức nền thấp năm 2021 khi PPC gặp sự cố và thực hiện sửa chữa cả 2 tổ máy, tuy nhiên đây là mức thấp khi so sánh với năm 2020 khi PPC được vận hành ổn định. Chúng tôi thấy rằng doanh thu và lợi nhuận của PPC sẽ cần thời gian để hồi phục trong năm 2023 sau khi thực hiện sửa chữa các tổ máy.

Biểu đồ 8. Giá than thế giới tăng mạnh gây áp lực tăng giá lên các nhà cung cấp than nội địa ở Việt Nam (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, TKV, KBSV

Biểu đồ 9. Dự báo kết quả kinh doanh mảng nhiệt điện của REE, 2020-2026



Nguồn: REE, KBSV

Mảng nước: Mảng kinh doanh đem lại dòng tiền ổn định

REE hiện nay đang sở hữu danh mục đầu tư gồm 9 công ty bao gồm 1 công ty con và 8 công ty liên kết, chủ yếu là các công ty xử lý và phân phối nước sạch tập trung ở TP.HCM. Trong Quý 2/2021, REE đã tiến hành mua lại và hợp nhất công ty TK Cộng, một công ty hoạt động trong lĩnh vực tư vấn và xây dựng các công trình liên quan tới cấp thoát nước.

Bảng 5. Danh mục đầu tư mảng nước của REE

Công ty	Mã CP	VĐL	Tỷ lệ sở hữu	Mảng hoạt động	Địa điểm hoạt động	Công suất (m ³)
CÔNG TY CON						
Công ty TNHH TK Cộng		12.00	65.00%	Tư vấn, nghiên cứu, đầu tư ngành cấp nước và xử lý nước	Toàn quốc	
CÔNG TY LIÊN KẾT						
CTCP B.O.O Nước Thủ Đức		558.00	42.10%	Sản xuất nước	TP.HCM	300,000
CTCP Đầu tư kinh doanh nước sạch Sài Gòn	SWIC	150.00	40.00%	Sản xuất nước	TP.HCM	300,000
CTCP Đầu tư nước Tân Hiệp	THW	240.00	32.00%	Sản xuất nước	TP.HCM	300,000
CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà	VCW	750.00	36.00%	Sản xuất nước	Hà Nội	300,000
CTCP Cấp nước Thủ Đức	TDW	85.00	44.20%	Quản lý, xây dựng công trình cấp nước	TP.HCM	
CTCP Cấp thoát nước Khánh Hoà	KHW	260.00	44.00%	Sản xuất nước	Khánh Hoà	120,000
CTCP Cấp nước Nhà Bè	NBW	109.00	44.20%	Quản lý, xây dựng công trình cấp nước	TP.HCM	
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW	95.00	20.10%	Quản lý, xây dựng công trình cấp nước	TP.HCM	

Nguồn: KBSV, REE

Mảng nước là một trong những mảng kinh doanh đóng góp ổn định vào cơ cấu lợi nhuận của REE nhờ vào nhu cầu nước sạch tăng trưởng ổn định tại các tỉnh thành phố lớn và (2) giá bán nước thường được điều chỉnh tăng hàng năm theo lộ trình. Theo kế hoạch của TP.HCM, giá nước sạch sẽ tiếp tục tăng theo lộ trình khoảng 4-5% từ năm 2022 sau khi miễn giảm một phần chi phí nước sinh hoạt cho các hộ dân nghèo và ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Chúng tôi cho rằng, với tốc độ đô thị hoá cao và sự gia nhập mới của các dòng vốn đầu tư vào TP.HCM

sẽ kéo theo nhu cầu nước tăng ổn định, dẫn tới giá nước sạch sẽ tiếp tục tăng hàng năm nhằm đảm bảo nhu cầu sản xuất và sinh hoạt của người dân cũng như doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi giả định giá bán nước trung bình sẽ tăng với tốc độ 3%/năm theo lộ trình tăng giá bán tại thành phố lớn và tiếp tục đóng góp ổn định vào lợi nhuận của REE. Đây là mảng kinh doanh ít biến động do gần như không có tồn kho và nhu cầu luôn tăng trưởng ổn định qua từng năm, từ đó giúp REE có nguồn thu ổn định để có thể tái đầu tư vào mảng năng lượng – trụ cột tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp.

Bảng 6. Kết quả kinh doanh mảng nước của REE, 2021-2026 (tỷ VNĐ)

	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Tổng sản lượng (triệu m³)	676.6	682.2	689.2	696.4	703.8	711.3
Cấp nước	258.3	263.5	270.1	276.8	283.7	290.8
Xử lý nước	418.3	418.7	419.2	419.6	420.0	420.5
Doanh thu	4,602.0	4,799.0	5,019.3	5,250.3	5,492.7	5,746.9
Lợi nhuận ròng hợp nhất vào REE	274.0	291.3	304.7	318.7	333.4	348.9

Nguồn: KBSV, REE

Tỷ trọng cao trong ETF VFMVN Diamond cũng là một động lực tăng giá của REE

Quỹ ETF VFMVN Diamond là quỹ ETF được quản lý bởi Dragon Capital, hiện có hiệu suất sinh lời khá ấn tượng, bao gồm các cổ phiếu đã đạt tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài tối đa và rất được sự quan tâm từ các nhà đầu tư nước ngoài muốn đầu tư vào thị trường Việt Nam, đặc biệt là các cổ phiếu đầu ngành nhưng đã hết “room” cho khối ngoại. Với việc thị trường Việt Nam sắp được nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi, dòng vốn ngoại mới sẽ tìm tới các thị trường tiềm năng như Việt Nam và đặc biệt là các quỹ ETF của các cổ phiếu đầu ngành như VFMVN Diamond. Do vậy, chúng tôi cho rằng khi có dòng vốn mới đổ vào các quỹ ETF và các quỹ cần thực hiện mua thêm cổ phiếu để giữ nguyên tỷ trọng danh mục của mình thì các cổ phiếu có tỷ trọng lớn như REE sẽ được hưởng lợi nhờ vào dòng tiền khối ngoại lớn, góp phần tạo nên một động lực tăng giá cho cổ phiếu.

Bảng 7. Tỷ trọng danh mục của ETF VFMVN Diamond tính tới 30/04/2022

Cổ phiếu	Số lượng cổ phiếu	Giá trị (Tỷ VNĐ)	Tỷ trọng danh mục (%)	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)
MWG	17,943,920	2,677	17.2	100.0
FPT	22,713,212	2,385	15.3	100.0
PNJ	18,866,128	2,038	13.1	100.0
REE	15,329,430	1,263	8.1	100.0
VPB	34,207,011	1,255	8.0	100.0
TCB	25,935,000	1,141	7.3	100.0
ACB	32,161,793	1,052	6.7	100.0
MBB	30,458,434	908	5.8	100.0
TPB	13,038,225	438	2.8	99.6
MSB	18,120,106	415	2.7	100.0

Nguồn: Dragon Capital, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2022: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh mẽ 48.2% YoY và 41.3% YoY

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của REE sẽ lần lượt đạt 8,607 tỷ VNĐ (+ 48% YoY) và 3,018 tỷ VNĐ (+ 41% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Mạng M&E hồi phục từ mức nền thấp với doanh thu đạt 3,705 tỷ VNĐ (+104% YoY) và biên lợi nhuận ròng đạt 6.5%.
- Mạng cho thuê văn phòng hồi phục khi dịch bệnh kết thúc và REE không phải hỗ trợ giá thuê cho các khách hàng.
- VSH sẽ đàm phán thành công giá PPA với mức giá khoảng 1,310 VNĐ/kWh với nhà máy Thượng Kon Tum trong Quý 2/2022; 3 dự án điện gió sẽ hoạt động cả năm và 100 MWp điện mặt trời áp mái mới được bổ sung.

Năm 2023: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng 20.1% YoY và 9.5% YoY

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của REE vào 2023 sẽ đạt 10,333 tỷ VNĐ (+20% YoY) và 3,303 tỷ VNĐ (+10% YoY). Cơ sở dự phóng của chúng tôi dựa trên:

- Mạng M&E tăng trưởng doanh thu 42.5% YoY với backlog kí mới đạt hơn 6,000 tỷ VNĐ (+15% YoY) và biên lợi nhuận ròng đi ngang do cạnh tranh gay gắt.
- Mạng cho thuê văn phòng tăng trưởng doanh thu 13% YoY nhờ vào cao ốc E.town 6 bắt đầu được khai thác vào giữa Quý 3/2023 với giá thuê trung bình 27 USD/m²/tháng.
- 100 MWp điện mặt trời được phát triển.

Định giá

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu REE và đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 111,600 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 37.8% so với giá đóng cửa ngày 15/05/2022, trong đó mảng điện trị giá 26,188 tỷ VNĐ, mảng BĐS trị giá 8,617 tỷ VNĐ, mảng M&E trị giá 2,409 tỷ VNĐ và mảng nước trị giá 3,205 tỷ VNĐ. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro đặc thù của REE là tập đoàn đa ngành hoạt động trong nhiều mảng khác nhau.

Định giá chưa bao gồm các dự án mở rộng nhà máy thủy điện và điện gió mới của REE

Mô hình định giá của chúng tôi chưa bao gồm các dự án mở rộng mới của các công ty con cũng như công ty thành viên của REE, bao gồm thủy điện Thác Bà 2 (18.9 MW), thủy điện Vĩnh Sơn 2&3 (110 MW) và các dự án điện gió mới do chưa có thông tin chi tiết về kế hoạch đầu tư cũng như cơ chế giá FIT mới dành cho các dự án năng lượng tái tạo.

Bảng 8. Tổng hợp định giá REE

Định giá	Phương pháp	Project NPV	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị của REE
Điện				26,188
Thuỷ điện	DCF	38,176	23-50%	15,769
Nhiệt điện	DCF	8,029	24-30%	1,947
Điện mặt trời	DCF	2,828	99.99%	2,828
Điện gió	DCF	6,131	50-100%	5,588
Phân phối điện (DTV)	BV	56	66.29%	56
Cho thuê văn phòng & BĐS				8,617
Các dự án hiện tại	Tỷ lệ hoàn vốn	7,865	100.00%	7,865
Etown 6	DCF	752	100.00%	752
M&E	P/E	2,409	100.00%	2,409
Nước	P/E	3,205	20-44%	3,205
Đầu tư khác	BV	951		951
Tổng giá trị				41,370
(-) Vay nợ ròng công ty mẹ tại 31/03/2022				-2,913
Giá trị VCSH				38,457
Chiết khấu tập đoàn đa ngành				10%
Giá trị hợp lý				34,611
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)				310.10
Giá trị cổ phiếu				111,600
Giá hiện tại (15/05/2022)				81,000
Tổng mức sinh lời				37.8%

Nguồn: KBSV ước tính

PHỤ LỤC

REE – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2020A – 2023F

Báo cáo Kết quả HĐKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F	(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số thuần	5,640	5,810	8,607	10,333	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	20,531	31,827	34,167	37,062
Giá vốn hàng bán	-4,034	-3,500	-5,160	-6,570	TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,009	6,806	8,919	11,536
Lãi gộp	1,606	2,310	3,447	3,763	Tiền và tương đương tiền	652	1,831	3,822	5,752
Thu nhập tài chính	222	466	334	325	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,329	914	960	1,008
Chi phí tài chính	-475	-707	-791	-784	Các khoản phải thu	3,082	2,987	2,594	2,973
Trong đó: Chi phí lãi vay	-416	-663	-791	-784	Hàng tồn kho, ròng	808	800	1,159	1,404
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	907	915	884	935	TÀI SẢN DÀI HẠN	14,522	25,021	25,248	25,526
Chi phí bán hàng	-83	-85	-89	-93	Phải thu dài hạn	51	37	37	37
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-284	-370	-407	-448	Tài sản cố định	2,585	16,058	15,998	15,947
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,893	2,529	3,378	3,698	Tài sản dở dang dài hạn	276	406	406	406
Thu nhập khác	29	25	29	29	Đầu tư dài hạn	1,773	1,570	1,656	1,746
Chi phí khác	7	12	15	15	Lợi thế thương mại	243	308	0	0
Thu nhập khác, ròng	22	13	14	14	NỢ PHẢI TRẢ	8,318	15,469	15,174	15,411
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	3,443	4,062	4,836	5,350
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,915	2,542	3,392	3,712	Phải trả người bán	633	660	778	889
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-210	-264	-373	-408	Người mua trả tiền trước	791	822	1,008	981
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,714	2,135	3,018	3,304	Vay ngắn hạn	1,265	1,234	1,285	1,456
Lợi ích của cổ đông thiểu số	85	280	302	330	Nợ dài hạn	4,874	11,407	10,338	10,061
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,628	1,855	2,716	2,973	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	216	216	216
					Vay dài hạn	4,335	10,740	9,671	9,394
					VỐN CHỦ SỞ HỮU	12,213	16,358	18,993	21,651
					Vốn góp	3,101	3,101	3,101	3,101
					Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
					Lãi chưa phân phối	7,115	8,964	11,249	13,625
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	187	187	235	187
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	760	3,056	3,358	3,688
Chỉ số hoạt động	2020	2021	2022F	2023F	Chỉ số chính	(x, %, VND)			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.5%	39.8%	40.1%	36.4%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBITDA	27.7%	47.3%	46.9%	41.6%	P/E	8.1	12.1	11.7	10.7
Tỷ suất EBIT	22.0%	31.9%	34.3%	31.2%	P/E pha loãng	8.1	12.1	11.7	10.7
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	34.1%	41.3%	39.4%	35.9%	P/B	1.1	1.4	1.7	1.5
Tỷ suất lãi hoạt động KD	33.6%	43.5%	39.2%	35.8%	P/S	2.3	3.9	3.7	3.1
Tỷ suất lợi nhuận thuần	30.4%	36.8%	35.1%	32.0%	P/Tangible Book	1.1	1.4	1.7	1.5
					P/Cash Flow	21.5	14.7	9.5	10.6
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.1	13.0	10.5	9.5
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	15.2	19.2	14.4	12.6
					Hiệu quả quản lý				
					ROE%	14.0%	13.1%	15.9%	15.3%
					ROA%	8.4%	6.7%	8.8%	8.9%
					ROIC%	7.0%	6.8%	11.0%	11.8%
					Cấu trúc tài chính				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.6	0.7	1.0	1.3
					Tỷ suất thanh toán nhanh	1.5	1.4	1.5	1.8
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.8	1.7	1.8	2.2
					Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.4	0.7	0.5	0.4
					Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.3	0.3	0.3
					Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
					Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.0	0.0	0.0
					Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.2	0.3	0.2
					Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
					Tổng công nợ/Vốn CSH	0.7	0.9	0.8	0.7
					Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.5	0.4	0.4
					Chỉ số hoạt động				
					Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.2	1.9	3.1	3.7
					Hệ số quay vòng HTK	4.5	4.4	4.5	4.7
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	9.7	9.0	12.0	12.4

Nguồn: REE, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng
ngaphb@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên phân tích – Dầu khí & Tiện ích
quangtpt@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy
Chuyên viên phân tích – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
huynd1@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Hóa chất
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Thủy sản & Dệt may
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.