



# Báo cáo cập nhật – REE – MUA

Ngày 16/06/2021

---

## Trần Trí An Phúc

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 325  
phuctta@acbs.com.vn

## Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

### MUA

HOSE: REE

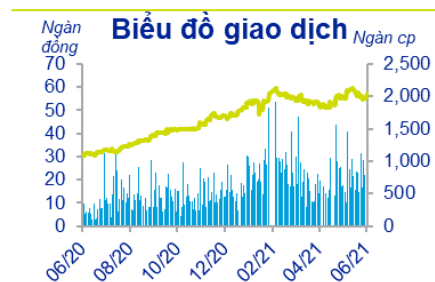
Cơ điện lạnh, BĐS, Năng lượng

Giá hiện tại (VND)	56.900
Giá mục tiêu (VND)	66.000
Tỷ lệ tăng giá	16%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	16%

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	16.2	-0.9	0.0	80.2
Tương đối	-8.1	-8.6	-15.5	19.6

Nguồn: Bloomberg



### Cơ cấu sở hữu

Platinum Victory Pte Ltd	29.9%
Apollo Asia Fund Ltd,	5.9%

Thông kê	15/06/21
Mã Bloomberg	PC1 VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	29.500-61.000
SL lưu hành (triệu cp)	309
Vốn hóa (tỷ đồng)	17.585
Vốn hóa (triệu USD)	763
Room khối ngoại còn lại (%)	0.0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	55,3
KLGD TB 3 tháng (cp)	677.735
VND/USD	23.050
Index: VNIndex / HNX	367.36/318.3

## CÔNG TY CỔ PHẦN CƠ ĐIỆN LẠNH (HSX: REE) KQKD QUÝ I

Chúng tôi nhắc lại khuyến nghị MUA với giá mục tiêu được nâng lên 66.000 dựa trên sức mạnh của lĩnh vực năng lượng và cho thuê văn phòng hỗ trợ kết quả năm 2021 của REE bất chấp những thách thức.

REE đã công bố KQKD Q1/2021 với LNST tăng 62,2% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu đi ngang, lần lượt đạt 415,8 tỷ đồng và 118,8 tỷ đồng. LNST tăng trưởng cao chủ yếu nhờ:

1. Thay đổi về đóng góp doanh thu theo mảng kinh doanh. Trong đó, doanh thu mảng M&E (tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn so với các mảng khác) trong Q1/2021 đóng góp 38,6% tổng doanh thu trong kỳ so với 45% cùng kỳ năm ngoái; trong khi tỷ trọng đóng góp của mảng điện tăng từ 21,3% trong Q1/2020 lên 31,5% trong Q1/2021. Điều này dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 28% năm 2020 lên gần 37% trong Q1/2021;
2. Doanh thu hoạt động tài chính tăng 68,8% so với cùng kỳ đạt 111,6 tỷ đồng nhờ 1) 58,2 tỷ đồng lãi từ thanh lý các khoản đầu tư, gần 4 lần so với cùng kỳ năm 2020 và 2) 27,3 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá so với mức chưa đến 1 tỷ đồng trong Q1/2020; và
3. Lợi nhuận từ công ty liên kết và liên doanh ghi nhận 165,5 tỷ đồng (+ 41,2% n/n) do kết quả cải thiện từ các công ty điện nước, đặc biệt là công ty thủy điện: PPC ghi nhận 138,5 tỷ đồng (+ 2,6% n/n); TMP ghi nhận 69 tỷ đồng (+ 101% n/n); SBH ghi nhận 37,4 tỷ đồng (+ 360% n/n); VCW ghi nhận 32,6 tỷ (+ 18,6% n/n).

Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng REE sẽ lần lượt mang về 5.886 tỷ đồng (+4,4% n/n) và 1.689 tỷ đồng (+ 3,7% n/n) doanh thu và LNST do:

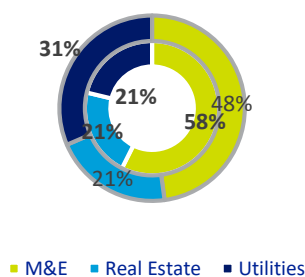
1. REE M&E tận dụng 3.300 tỷ đồng tổng giá trị hợp đồng còn lại và thị trường bất động sản dần trở nên sôi động; Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng về mảng M&E vì các trường hợp mới của Covid-19 đã cản trở khả năng thực hiện các dự án của REE M&E;
2. Điều kiện thủy văn thuận lợi tiếp tục hỗ trợ hiệu suất từ các nhà máy thủy điện;
3. Tỷ lệ lấp đầy văn phòng của REE tăng 3-4%, đạt tỷ lệ lấp đầy trung bình trên 99%.

	2017	2018	2019	2020F	2021F
DT Thuần (tỷ đồng)	4.995	5.101	4.896	5.640	5.886
Tăng trưởng (%)	36,5%	2,1%	-4,0%	15,2%	4,4%
EBITDA (tỷ đồng)	1.119	1.347	1.358	1.562	1.759
Tăng trưởng (%)	2,8%	20,4%	0,8%	15,0%	12,6%
LN ròng (tỷ đồng)	1.377	1.783	1.625	1.628	1.689
Tăng trưởng (%)	26,0%	29,6%	-8,2%	-0,6%	3,7%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.438	5.745	5.226	5.243	5.459
Tăng trưởng (%)	26,1%	29,4%	-9,0%	0,3%	4,0%
ROE (%)	18,1%	19,3%	14,1%	11,8%	10,7%
ROA (%)	10,7%	11,7%	9,1%	8,0%	7,3%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,06	0,11	1,72	1,98	2,99
EV/EBITDA (x)	18,5	15,4	15,3	13,3	11,8
PER (lần)	12,8	9,9	10,9	10,9	10,4
PBR (lần)	2,2	1,7	1,4	1,2	1,1
Cổ tức (đồng)	1.600	1.800	1.800	1.800	0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3,0%	3,4%	3,4%	3,4%	0

### Doanh thu theo mảng kinh doanh và LNST của REE

	2020	Kế hoạch 2021	ACBS dự phóng 2021	Q1/2021
<b>Doanh Thu</b>	<b>5.640</b>	<b>6.933</b>	<b>5.886</b>	<b>1.183</b>
M&E	3.474	4.309	3.424	566
BDS	988	1.014	1.012	245
Năng lượng	1.178	1.610	1.450	372
<b>LNST</b>	<b>1.628</b>	<b>1.769</b>	<b>1.689</b>	<b>472</b>

### Phân bổ doanh thu Quý I



So với các dự báo trước đây của chúng tôi, chúng tôi đã thay đổi những điều sau khi có thêm thông tin:

1. Doanh thu từ mảng M&E giảm 1,4% (đóng góp 58% tổng doanh thu) do:

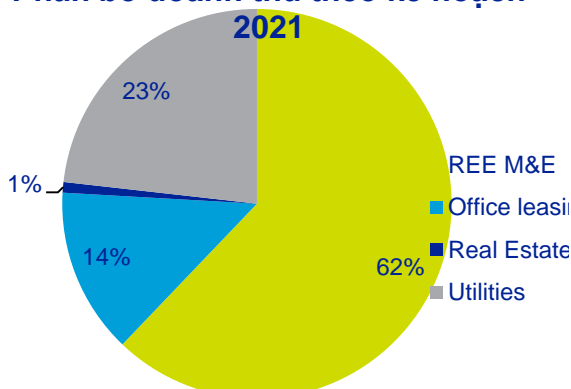
- Reetech tiếp tục đạt hiệu quả tích cực trong năm 2021 so với mức tăng trưởng đi ngang trước đó nhờ RMC - REE's hợp tác với Fujitsu để phân phối hệ thống làm lạnh VRF và nhu cầu đối với các sản phẩm điều hòa không khí tiếp tục tăng trong mùa hè.
- REE tự tin vào khoản đầu tư điện mặt trời 60MWp của công ty trong năm nay, điều này sẽ mang lại lợi ích cho REE PRO, tạo cơ hội cho REE PRO trở thành nhà thầu EPC cho các dự án tấm pin mặt trời này.
- 3,300 tỷ đồng giá trị hợp đồng M&E còn lại để chuyển giao sang năm 2021 tạo nền tảng tốt cho mảng M&E truyền thống. Tuy nhiên, khi Covid-19 trở lại và hiệu quả hoạt động của mảng M&E trong Q1/2021 đã khiến chúng tôi thận trọng hơn với dự báo của mình.

2. Doanh thu mảng điện tăng 24,6% (đóng góp 22% tổng doanh thu) do chúng tôi dự báo tích cực hơn cho mảng thủy điện vào năm 2021 do thủy văn thuận lợi và dòng doanh thu mới từ REE SE.

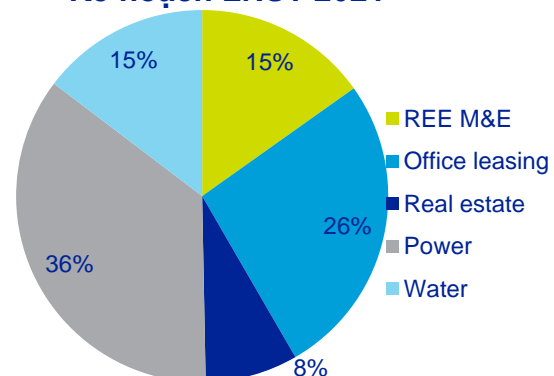
3. Doanh thu bất động sản tăng 2,4% (đóng góp 17,2% tổng doanh thu) do chúng tôi tăng tỷ lệ lấp đầy dự báo bình quân lên 99% và doanh thu từ REE Land.

Nhìn chung, dự báo mới của chúng tôi cho thấy LNST tốt hơn một chút + 6,3% so với dự báo trước đây của chúng tôi. Do đó, chúng tôi tăng giá mục tiêu cho cổ phiếu REE lên 66.000 đồng / cổ phiếu, theo phương pháp tổng từng phần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** với mức tăng dự báo là 16%. Dự báo của chúng tôi tương ứng với 85% và 95,3% doanh thu và LNST mục tiêu của REE tương ứng với tình trạng hiện tại của đại dịch COVID-19 có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động của công ty.

### Phân bổ doanh thu theo kế hoạch



### Kế hoạch LNST 2021



### REE M&E

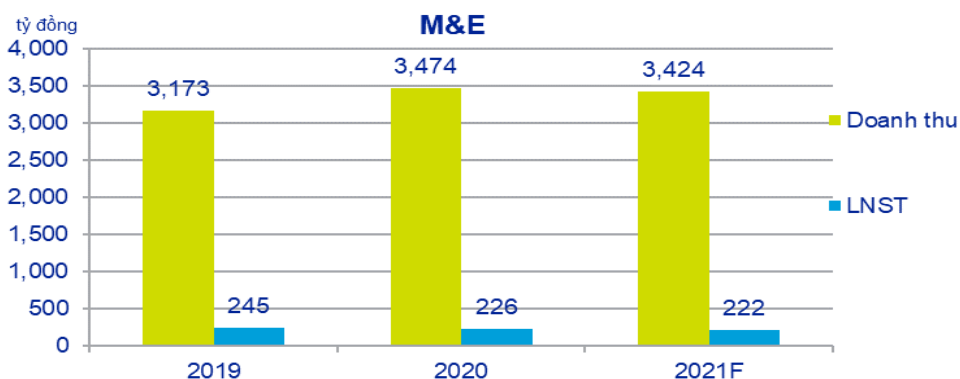
Trong năm 2020, REE M&E lần lượt mang về lần lượt 3.474 tỷ đồng (+ 9,5% n/n) và 226 tỷ đồng (-8% n/n) doanh thu và LNST. Mặc dù giá trị các hợp đồng mới ký kết giảm (61 tỷ đồng, -17,4% n/n), REE ghi nhận kết quả khả quan từ Reetech (bao gồm cả RMC - REE hợp tác với Fujitsu để phân phối hệ thống VRF), đạt 423 tỷ đồng (+ 19,8% n/n). Ngoài ra, trong năm 2020, REE PRO là nhà thầu EPC cho 65MWp năng lượng tấm pin mặt trời, góp phần mang lại kết quả khả quan cho mảng này vào năm 2020.

Trong quý I 2021, REE M&E ghi nhận 565 tỷ đồng doanh thu (-16,7% n/n) trong khi LNST đạt 34 tỷ đồng (+ 13,3% n/n) do:

1. Hoạt động kinh doanh M&E truyền thống chậm lại do (i) giá trị hợp đồng mới ký kết giảm một nửa so với Q1/2020, chỉ đạt 337 tỷ đồng trong Q1/2021 và (ii) tiến độ của một số dự án M&E cũng bị chậm lại do Covid-19.
2. REEPRO cũng bị ảnh hưởng bởi định hướng của chính phủ trong việc kiểm soát phát triển năng lượng mặt trời, điều này đã khiến REE phải tạm dừng các dự án điện mặt trời cho đến khi có thông báo mới từ chính phủ vào quý 2/2021.

Trong tương lai, REE nhận định điều kiện thị trường khó khăn cho phân khúc này trong 3 năm tới do (i) cạnh tranh thị trường cao và (ii) hoạt động của phân khúc này phụ thuộc vào điều kiện thị trường bất động sản, vốn đang trì trệ do các dự án bất động sản bị đình trệ. Mặt khác, các khoản đầu tư công dự kiến sẽ được đẩy nhanh sau Covid-19 do định hướng của Chính phủ, điều này sẽ tạo ra môi trường kinh doanh thuận lợi cho hoạt động kinh doanh cơ điện truyền thống của REE (ví dụ: các dự án sân bay Long Thành). Một yếu tố tích cực khác đối với REE M&E là thị trường bất động sản được kỳ vọng sẽ sôi động trở lại khi Chính phủ nới lỏng quy trình phê duyệt các dự án mới. Tuy nhiên, kết quả có thể không được phản ánh ngay vào KQKD của REE do tính chất dài hạn của các dự án. Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST lần lượt đạt 3.424 tỷ đồng (-1,4% n/n) và 222 tỷ đồng (-1,4% n/n) nhờ

- i. 3.300 tỷ đồng tổng giá trị hợp đồng còn lại từ năm 2020 sẽ là nền tảng cho phân khúc này vào năm 2021.
- ii. Kết quả tích cực từ REEtech, đặc biệt là trong những tháng mùa hè nhờ nhu cầu cao hơn đối với các sản phẩm điều hòa không khí
- iii. REE PRO - nhà sản xuất, phân phối và tổng thầu EPC cho các dự án năng lượng mặt trời mái nhà sẽ mang lại thu nhập ổn định cho REE. Vào năm 2020, REE PRO là nhà thầu EPC cho 63MWp trong tổng số 86 MWp đầu tư vào năng lượng mặt trời của REE và mang lại lần lượt khoảng 350 tỷ đồng và hơn 50 tỷ đồng doanh thu và LNST. Vào năm 2021, kế hoạch đầu tư thêm 60MWp cũng sẽ mang lại lợi ích cho REE PRO.



## Tiện ích

Trong Q1/2021, REE Energy đã mang về 372 tỷ đồng doanh thu (+ 48,1% n/n) và 152 tỷ đồng (+ 627,7% n/n) LNST. Phân khúc này hoạt động vượt trội nhờ:

1. Các nhà máy thủy điện hoạt động tốt hơn nhiều do thủy văn thuận lợi hơn kể từ quý 3/2020. Các công ty thủy điện mang về 121 tỷ đồng LNST trong Q1/2021 nhờ sản lượng tăng tại Thủy điện Thác Bà (TBC), Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (VSH) và Thủy điện Bình Điền;
2. Toàn bộ 86MWp công suất pin năng lượng mặt trời chính thức đi vào hoạt động và được hòa vào lưới điện quốc gia đúng tiến độ vào tháng 12/2020 để thúc đẩy doanh thu năm nay. Trong Q1/2021, REE SE ghi nhận 47 tỷ đồng doanh thu so với 1 tỷ trong Q1/2020; và
3. Doanh thu và LNST điện gió ghi nhận lần lượt là 46 tỷ đồng (+ 17% n/n) và 21 tỷ đồng (+ 177% n/n). REE có khoản nợ dài hạn 19,8 triệu EUR sử dụng 100% cổ phần tại Phong Điện Thuận Bình làm tài sản đảm bảo (lãi suất cố định 1,25% / năm). Trong quý 1/2021, do sự biến động thuận lợi của tỷ giá EURVND, REE đã đánh giá lại khoản nợ bằng EUR tại TBW và ghi nhận 27 tỷ đồng lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá EURVND, tăng mạnh so với 900 triệu đồng trong Q12020.

Sự phục hồi trong phân khúc thủy điện đã diễn ra kể từ quý 3/2020. Trong quý 4/2020, doanh thu từ dịch vụ điện tiện ích tăng lên 301 tỷ đồng (+ 63,6% YoY) trong khi LNST tăng 74,2% YoY lên 482 tỷ đồng nhờ kết quả cải thiện từ các nhà máy thủy điện do tình hình thủy văn thuận lợi. Chẳng hạn, CTCP Thủy điện Thác Bà, công ty con của REE (năm giữ 60,4%), ghi nhận 140,7 tỷ đồng (+ 129,5% YoY) doanh thu và 51,2 tỷ đồng LNST - tăng gần 5 lần so với cùng kỳ năm 2019.

Ngược lại, sản lượng của các công ty nhiệt điện giảm do 1) Sản lượng điện theo hợp đồng bán cho EVN trong kỳ của các công ty nhiệt điện REE giảm 5% so với cùng kỳ năm ngoái 2) Các vấn đề kỹ thuật tại PPC trong kỳ, cụ thể là sự cố tại tổ máy số 6 vào ngày 6/3/2021. PPC vẫn đang nghiên cứu phát hiện nguyên nhân hư hỏng và cố gắng đưa ra giải pháp khắc phục.

Trong tương lai, ngoại trừ nhà máy thủy điện Thác Mơ có mức tích nước thấp, các nhà máy thủy điện khác dự kiến sẽ hoạt động tốt hơn vào năm 2021 nhờ thủy văn thuận lợi. Theo Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Quốc gia, hiện tượng La Nina đã giảm và đang dần chuyển sang trung tính vào mùa hè năm 2021. Cho năm 2021, Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng này đạt 1.450 tỷ đồng (+ 23% n/n), hơi khiêm tốn so với mục tiêu REE đề ra là 1.610 tỷ đồng (+ 36,6% n/n)

Tuy nhiên, vẫn còn rủi ro từ dự án Thượng Kon Tum. Tổ máy phát điện 1 và 2 của nhà máy thủy điện này đã bắt đầu phát điện thương mại vào tháng 4/2021. Giá bán điện hiện tại của nhà máy là 900 đồng / kWh. Tuy nhiên, do vốn đầu tư của dự án đã lên tới 3.000 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với mức đầu tư đề xuất ban đầu, REE sẽ phải đàm phán lại với EVN để điều chỉnh giá bán. Theo REE, công ty sẽ đề xuất với EVN tăng giá bán lên 1.200 đồng/kWh cùng với cơ cấu profile đặc biệt 1,2x, có thể sẽ tăng giá bán lên 1.400 đồng trong vài năm đầu trước khi trở lại mức bình thường. Quá trình đàm phán dự kiến sẽ bắt đầu vào Quý 2/2021 và sẽ mất đến 2 tháng để hoàn tất.

Năm 2021, REE đặt mục tiêu đầu tư vào 60MWp (700 tỷ đồng) tấm pin năng lượng mặt trời cùng với 3 dự án điện gió tại Trà Vinh và Thuận Bình, sẽ vận hành thương mại vào

tháng 10 năm 2021 để đủ điều kiện áp dụng giá FIT<sub>3</sub> mới. Theo REE, vẫn còn tiềm năng về năng lượng tái tạo, đặc biệt là ở miền Nam Việt Nam, nơi không có đủ nguồn cung năng lượng, ít nhà máy thủy điện và các dự án điện mặt trời rải rác. Trong tương lai, REE sẽ chọn lọc hơn trong việc lựa chọn khách hàng cho khoản đầu tư 60MWp tấm pin năng lượng mặt trời của công ty, ưu tiên những khách hàng tiêu thụ ít năng lượng hơn trong giờ cao điểm.

Tính đến cuối Q1/2021, REE SE đã hoàn thành 5,5MWp, hoàn thành 10% mục tiêu mở rộng năng lượng mặt trời mục tiêu của REE trong năm nay. Việc triển khai các dự án tấm pin mặt trời đang bị trì hoãn do chưa có giá FIT<sub>3</sub> chính thức cho năng lượng tấm pin mặt trời trong năm nay.

Kể từ ngày 14/01/2021, REE đã bán tổng cộng 29,05 triệu cổ phiếu QTP và thu về ước tính 380 tỷ đồng. Không có thông tin chính xác về người mua và REE ghi nhận 58 tỷ đồng lợi nhuận từ việc thoái vốn này. REE đã giảm tỷ lệ sở hữu tại QTP xuống 1,7% vào tháng 5/2021) do:

1. Định hướng của công ty là tập trung vào năng lượng tái tạo và
2. Các vấn đề về tỷ lệ tiêu thụ than của QTP và quản trị của công ty đã khiến khoản đầu tư vào QTP trở nên kém hấp dẫn hơn so với các cơ hội khác.

Chúng tôi cho rằng việc thoái vốn khỏi QTP là hợp lý và đúng thời điểm vì nhiệt điện sẽ ít được huy động hơn trong năm nay và REE hiện có những cơ hội tiềm năng khác trong mảng năng lượng tái tạo và văn phòng cho thuê.

REE cũng đề cập rằng họ hiện không có kế hoạch thoái vốn khỏi PPC - khoản đầu tư vào nhiệt điện lớn nhất của REE, do:

1. Vị trí thuận tiện cho việc truyền tải điện năng
2. Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm
3. Cổ tức đều đặn và hấp dẫn.

Nhìn chung, giá thị trường điện bình quân tháng 3 năm 2021 là 1.291 đồng / kWh (+ 7,7% YoY), cao hơn 12% so với tháng 2 năm 2021 do nhu cầu điện phục hồi sau Tết. Ngoài ra, do sự tham gia của các nhà máy điện mặt trời từ cuối năm ngoái đã khiến cho EVN phân bổ năng lượng sử dụng trong giờ cao điểm khác đi, huy động ít nhiệt điện và thủy điện hơn và nhiều hơn điện mặt trời có giá đắt hơn; Do đó, đã đẩy giá điện bình quân lên cao. Giá thị trường điện bình quân trong quý 1/2021 là 1.155 đồng / kWh (-5% YoY) do sản lượng thủy điện (có giá rẻ hơn nhiệt điện) cao hơn bắt đầu từ tháng 1 năm 2021 và ít nhiệt điện hơn do điều kiện thủy văn tốt hơn so với cùng kỳ năm ngoái khi thủy điện hoạt động kém.

Trong Q1/2021, các công ty xử lý nước của REE hoạt động ổn định trong khi sản lượng của các công ty phân phối nước giảm nhẹ xuống còn 64,6 triệu m<sup>3</sup> (-3,15% n/n) chủ yếu do sản lượng của Khánh Hòa Water bị ảnh hưởng bởi COVID-19. Sản lượng nước của KHW trong giai đoạn này giảm 16% n/n do nhu cầu nước thấp hơn tại các cơ sở lưu trú du lịch ở Tỉnh Khánh Hòa.

REE cũng đặt mục tiêu đầu tư vào 1 dự án nước mới vào năm 2021 và nâng công suất danh mục nước của REE thêm 100.000m<sup>3</sup> / ngày (công suất hiện tại tính theo tỷ lệ sở hữu vốn: 511.000m<sup>3</sup> / ngày).

Năm nay, chúng tôi kỳ vọng REE sẽ mang lại 890 tỷ đồng LNST (-2% n/n) từ mảng tiện ích và phù hợp với mục tiêu năm 2021 của REE.

Điện	1Q2020	1Q2021	YoY	Kế hoạch 2021 của REE	ACBS dự phóng 2021
<b>Doanh thu</b>	<b>251</b>	<b>372</b>	<b>48%</b>	<b>1.610</b>	<b>1.450</b>
Thủy điện	87	154	78%		
Điện mặt trời	1	47	6.650%		
Điện gió	39	46	17%		
Điện bán lẻ	125	125	0%		
<b>LNST</b>	<b>30</b>	<b>215</b>	<b>628%</b>	<b>912</b>	<b>890</b>
Nhiệt điện	12	68*	482%		
Thủy điện	28	121	331%		
Điện mặt trời	0	20	7.840%		
Điện gió	8	21	177%		
Điện bán lẻ	4	5	25%		

\*Đã bao gồm 58 tỷ đồng từ thoái vốn khỏi QTP

## Bất động sản

Năm 2020, mảng cho thuê văn phòng ghi nhận lần lượt 931 tỷ đồng (+ 9,3% n/n) và 478 tỷ đồng (+ 20,8% n/n) doanh thu và LNST. Tỷ lệ lấp đầy trung bình cho các văn phòng của REE là 98%, bao gồm tỷ lệ lấp đầy 100% từ E Town Central và REE Tower. Cũng trong năm 2020, REE Land không phát hành sản phẩm nào ra thị trường. Do đó, REE ghi nhận lần lượt 16 tỷ đồng và 37 tỷ đồng doanh thu và LNST - chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng dự án từ Saigonres - công ty liên kết của REE

Trong Q1/2021, phân khúc này lần lượt mang về 145 tỷ đồng (-0,8% n/n) và 119 tỷ đồng (+ 3,4% n/n) doanh thu và LNST do tỷ lệ lấp đầy cao hơn tại các tòa tháp văn phòng của REE, duy trì tỷ lệ lấp đầy gần như 100%, phục hồi từ mức giảm nhẹ trong vòng mười hai tháng qua.

Theo CBRE, sau một năm 2020 với nhiều thách thức, thị trường văn phòng cho thuê trong Quý 1/2021 bắt đầu có dấu hiệu phục hồi tích cực, với diện tích thuê mới tăng khả quan. Theo thống kê của CBRE về giao dịch trên thị trường văn phòng cho thuê TP.HCM, nhu cầu chuyển văn phòng và mở rộng văn phòng tiếp tục chiếm ưu thế trong quý này, chiếm hơn 80% lượng giao dịch. Không giống như các quý trước, các giao dịch từ thu hẹp diện tích văn phòng gần như không được ghi nhận. Hầu hết các tòa nhà có vị trí đẹp, kết nối với khu vực trung tâm, đi kèm với chất lượng tiện ích và quản lý tốt, đặc biệt là các dự án tại Quận 7, Quận 10, Quận 1, Quận 2 và Quận 4 có tỷ lệ lấp đầy được cải thiện trong quý.

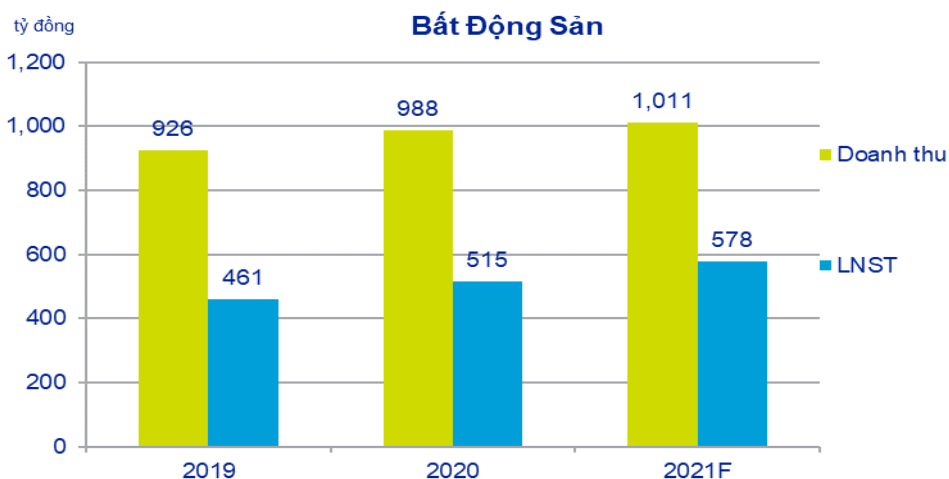
Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng REE sẽ tăng lên và duy trì tỷ lệ lấp đầy 100% tại E Town 5 từ 97% vào quý 4/2020. Giá thuê trung bình của tòa nhà là \$23/m<sup>2</sup> + VAT. Chúng tôi cũng kỳ vọng REE sẽ duy trì tỷ lệ lấp đầy ổn định 100% tại E Town Central và REE Tower và tỷ lệ lấp đầy trung bình 99% tại các tòa nhà văn phòng của REE (tổng diện tích cho thuê 150.000 m<sup>2</sup>).

Dự án tiếp theo của REE là E Town 6 sẽ bắt đầu xây dựng trong năm nay và cung cấp thêm 40.000m<sup>2</sup> diện tích cho thuê khi hoàn thành vào cuối năm 2023, nâng tổng diện tích cho thuê của REE lên 190.000m<sup>2</sup>. Dự án đang trong quá trình xin phép xây dựng và REE dự kiến sẽ hoàn thành phần móng và khung cho tòa nhà này vào Q3/2021.

Năm 2021, REE kỳ vọng các văn phòng của họ sẽ mang lại 954 tỷ đồng doanh thu (+ 2,5% n/n) và 480 tỷ đồng LNST (+ 0,6% n/n).

REE Land hiện có khoảng 7 ha đất tại tỉnh Hóc Môn từ một dự án trước đó không thể triển khai. REE đang có kế hoạch thanh lý những khu đất này trong năm nay và hy vọng sẽ thu về khoảng 100 tỷ đồng.

Chúng tôi dự báo mảng này sẽ lần lượt mang về 1.011 tỷ đồng (+ 2,4% n/n) và 588 tỷ đồng (+ 12,2% n/n) doanh thu và LNST dựa trên giả định rằng REE sẽ có thể lấp đầy trên 99% diện tích văn phòng và thanh lý một phần đất nền huyện Hóc Môn



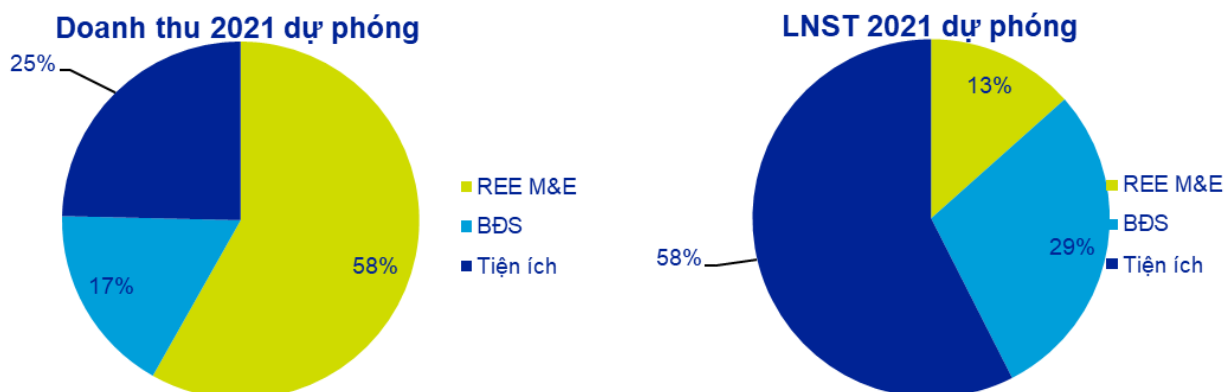
### 2021 CAPEX

Đối với năm 2021, CAPEX ước tính của REE vào khoảng 4.500 tỷ đồng, đến từ 4 dự án dự kiến hoàn thành vào năm 2021:

1. Dự án điện gió ngoài khơi tỉnh Trà Vinh (48MW) - 2.000 tỷ đồng: trong đó REE sẽ vay 70% giá trị dự án.
- 2 và 3. Hai dự án điện trên bờ Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2 tại Ninh Thuận và Bình Thuận (~60MW) - 1.850 tỷ đồng: trong đó REE sẽ vay 75% giá trị dự án
4. Dự kiến đầu tư 60MWp điện mặt trời: trong đó REE sẽ vay 70% giá trị dự án – 700 tỷ đồng

Kể từ năm 2020, định hướng đầu tư vào năng lượng tái tạo của REE đã khiến chi phí lãi ròng của công ty tăng lên. Theo REE, năm nay công ty sẽ phải vay khoảng 3.200 tỷ đồng để tài trợ cho các dự án tái tạo của mình. Do đó, tỷ suất lợi nhuận ròng của REE giảm 0,2 điểm phần trăm từ 28.9% năm 2020 xuống 28.7% năm 2021F và tiếp tục giảm xuống 26.9% vào năm 2022F.





### Định giá

Với những dự báo khả quan cho mảng M&E và các công ty điện trong năm nay trở đi, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu REE là 66.000 đồng/cp, dựa trên phương pháp tổng từng phần, định giá

1. M&E dựa trên bội số thu nhập từ các tập đoàn trong khu vực (Ấn Độ, Thái Lan, Philippines, Indonesia, Malaysia) có quy mô tương tự trong các phân khúc dịch vụ kiểm soát khí hậu, xây dựng và hợp đồng dịch vụ,
2. Cho thuê văn phòng dựa trên bội số thu nhập thu được từ ước tính tỷ lệ vốn hóa cho các văn phòng của REE,
3. Bất động sản dựa trên bội số thu nhập từ các công ty phát triển BĐS trong nước và
4. giá trị thị trường/giá trị sổ sách cho danh mục đầu tư tiện ích.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** với mức tăng dự báo là 16%.

	Định giá
M&E	2.111
Cho thuê văn phòng	8.796
BĐS	998
Năng lượng	13.009
Nước	2.564
Trừ nợ ròng	5.265
Trừ lợi ích thiểu số	800
Số lượng CP(triệu)	309
<b>Định giá</b>	<b>66.178</b>

<b>Mô hình định giá REE</b>	Giá (Đồng):	56.900	Mục tiêu (Đồng):	66.000	Vốn hóa TT (Tỷ Đồng):	17.641
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)		2017	2018	2019	2020	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>		4.995	5.101	4.900	5.640	5.886
<i>Tăng trưởng (%)</i>		36,5%	2,1%	-3,9%	15,1%	4,4%
GVHB trừ khấu hao		3.436	3.712	3.459	3.712	3.750
Chi phí bán hàng và QLDN		336	315	301	366	384
Chi phí bán hàng và QLDN/Doanh thu thuần		6,7%	6,2%	6,1%	6,5%	6,5%
<b>EBITDA</b>		1.119	1.347	1.358	1.562	1.759
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>		22,4%	26,4%	27,7%	27,7%	29,9%
Khấu hao		130	161	183	322	419
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>		989	1.186	1.175	1.241	1.341
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>		19,8%	23,2%	24,0%	22,0%	22,8%
Chi phí lãi vay ròng		(4)	81	162	254	327
Chi phí lãi vay ròng/Nợ ròng		5,2%	75,7%	13,0%	9,4%	7,8%
Thuế		198	234	227	210	212
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>		20,0%	21,2%	22,3%	21,3%	20,9%
Lợi ích CĐTS		146	101	81	85	83
<b>Lợi nhuận ròng</b>		1.377	1.783	1.625	1.628	1.689
Biên lợi nhuận ròng (%)		27,6%	35,0%	33,2%	28,9%	28,7%
Tiền mặt đạt được		1.507	1.945	1.807	1.950	2.107
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)		310	310	310	310	309
<b>EPS (VND)</b>		4.438	5.745	5.226	5.243	5.459
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>		4.438	5.745	5.226	5.243	5.459
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>		26,1%	29,4%	-9,0%	0,3%	4,0%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2017	2018	2019	2020	2021F
Thay đổi vốn lưu động	16	(444)	(259)	(408)	(72)
Capex	578	339	293	1,391	4,500
Các khoản mục dòng tiền khác	(143)	(813)	(779)	(542)	(631)
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>498</b>	<b>(69)</b>	<b>349</b>	<b>(445)</b>	<b>(3,109)</b>
Phát hành cp	36	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	597	602	620	604	-
Thay đổi nợ ròng	282	80	2.189	753	2.176
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>67</b>	<b>147</b>	<b>2.336</b>	<b>3.089</b>	<b>5.265</b>
Giá trị doanh nghiệp	17.212	17.789	19.978	20.731	22.907
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.034</b>	<b>10.419</b>	<b>12.664</b>	<b>14.911</b>	<b>16.600</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	25.913	33.606	40.845	48.249	53.713
Nợ ròng / VCSH (%)	0,8%	1,4%	18,4%	20,7%	31,7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,06	0,11	1,72	1,98	2,99
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.295</b>	<b>16.277</b>	<b>19.507</b>	<b>21.080</b>	<b>24.945</b>

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018	2019	2020	2021F
ROE (%)	18,1%	19,3%	14,1%	11,8%	10,7%
ROA (%)	10,7%	11,7%	9,1%	8,0%	7,3%
ROIC (%)	10,5%	10,2%	7,4%	6,0%	5,4%
WACC	15%	15%	15%	15%	15%
PER (x)	12,8	9,9	10,9	10,9	10,4
EV/EBITDA (x)	18,5	15,4	15,3	13,3	11,8
EV/FCF (x)	-26,5	44,0	-19,1	-28,4	-10,5
PBR (x)	2,2	1,7	1,4	1,2	1,1
PSR (x)	3,5	3,5	3,6	3,1	3,0
EV/sales (x)	3,4	3,5	4,1	3,7	3,9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3,0%	3,4%	3,4%	3,4%	0,0%

### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM  
Tel: (+84 28) 3823 4159  
Fax: (+84 28) 3823 5060

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 24) 3942 9395  
Fax: (+84 24) 3942 9407

### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Phó phòng Phân tích

**Nguyễn Bình Thanh Giao**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)  
[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

CVPT – Hàng tiêu dùng,  
Công nghệ  
**Lương Thị Kim Chi**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

CVPT – Bất động sản  
**Phạm Thái Thanh Trúc**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

CVPT – Tài chính ngân hàng  
**Cao Việt Hùng**  
(+8428) 3823 4159 (ext: 326)  
[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

CVPT – Hàng tiêu dùng,  
Truyền thông  
**Trần Nhật Trung**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

CVPT- Dầu khí  
**Phan Việt Hưng**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

NVPT – Công nghiệp  
**Trần Trí An Phúc**  
(+8428) 3823 4159 (ext: 325)  
[phuctta@acbs.com.vn](mailto:phuctta@acbs.com.vn)

NVPT – Vật liệu xây dựng  
**Huỳnh Anh Huy**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)  
[huyha@acbs.com.vn](mailto:huyha@acbs.com.vn)

NVPT – Phái sinh, Vĩ mô  
**Trịnh Viết Hoàng Minh**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)  
[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

NVPT – PTKT  
**Lương Duy Phước**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

### KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

**Tyler Cheung**  
(+84 28) 38 234 876  
[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

Trưởng bộ phận -  
GDKHĐC  
**Chu Thị Kim Hương**  
(+84 28) 3824 6679  
[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

Chuyên viên GDKHĐC  
**Trần Thị Thanh**  
(+84 28) 3824 7677  
[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

Chuyên viên GDKHĐC  
**Chu Thị Minh Phương**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 357)  
[phuongctm@acbs.com.vn](mailto:phuongctm@acbs.com.vn)

NV Quan hệ doanh nghiệp  
**Lê Thị Mai Như**  
(+84 28) 3823 3834  
[nhultm@acbs.com.vn](mailto:nhultm@acbs.com.vn)

NV Hỗ trợ khách hàng  
**Lê Nguyễn Tiến Thành**  
(+84 28) 3823 4798  
[thanhln@acbs.com.vn](mailto:thanhln@acbs.com.vn)

Nhân viên GDKHĐC  
**Lý Ngọc Dung**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

Nhân viên GDKHĐC  
**Nguyễn Phương Nhi**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 315)  
[nhinp@acbs.com.vn](mailto:nhinp@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào.

ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

**Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin, do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2020). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.