

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND79.100

Giá mục tiêu

VND98.300

Tỷ suất cổ tức

0,37%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Công nghiệp

Ngày 04/05/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:4 Giữ:1 Bán:0

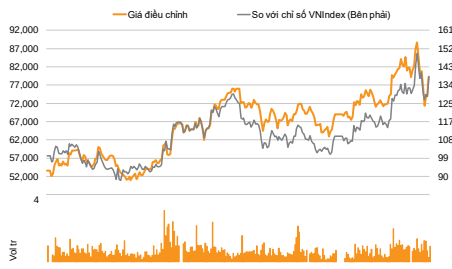
Giá mục tiêu/Consensus: 16,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ na

➢ na

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	88.600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	51.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	53.350tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	22.870
Free float (%)	38
P/E trượt (x)	12,5
P/B hiện tại (x)	1,8

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Thị Mai Thanh	12,2%
Platinum Victory Pte.Ltd	30,9%
Apollo Asia Fund Ltd	5,9%
Khác	51,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn
www.vndirect.com.vn

Tăng trưởng cao đi cùng sự bền vững

- REE là tập đoàn đa ngành đi đầu với chiến lược phát triển bền vững và đang hưởng lợi theo nhu cầu dịch vụ tiện tích tăng cao của Việt Nam.
- Chúng tôi nhận thấy công ty đang liên tục phát triển và mở rộng danh mục điện NLTT và mảng sẽ đóng góp tích cực cho LN ròng từ 2022.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan 98.300đ/cp.

REE xây dựng 1 danh mục ngành tiện ích với tỷ trọng tăng dần từ NLTT

REE đang sở hữu danh mục các nhà máy điện với tổng công suất ước tính đạt 1.005MW, bao gồm, thủy điện (52,1%), điện than (29,1%), và NLTT (18,8%). Công ty hướng tới mở rộng danh mục điện mặt trời mái nhà lên 500MW trong 2024. Trong 2022, REE đưa vào hoạt động 3 nhà máy điện gió (102MW) vào hoạt động và đây kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng của mảng. Bên cạnh đó, REE sở hữu danh mục nước gồm 4 công ty xử lý và 4 nhà phân phối, mảng dự kiến sẽ có tăng trưởng LN ổn định khoảng 8% svck giai đoạn 2022-23.

Mảng cơ điện lạnh và cho thuê văn phòng sẽ tăng trưởng tốt

Là một nhà thầu cơ điện hàng đầu, REE sẽ được hưởng lợi từ câu chuyện đầu tư công, hạ tầng mạnh mẽ của Việt Nam. Sau khi giảm mạnh từ đợt dịch năm ngoái, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của mảng cơ điện sẽ tăng 165%/23% svck trong 2022-23 nhờ giá trị backlog ký mới 3.757/4.508 tỷ đồng. Bên cạnh đó, hiện công ty sở hữu 7 tòa nhà cho thuê văn phòng với tỷ lệ lấp đầy cao, và kỳ vọng đóng góp khoảng 22% cho LN ròng của REE trong 2022. Hơn nữa, mảng cho thuê văn phòng sẽ có thể đạt mức tăng trưởng tốt hơn từ 2023 khi E.town 6 đi vào hoạt động.

LN ròng sẽ tăng trưởng ổn định trong 2022-23

Trong năm 2022, REE đặt kế hoạch LN ròng thận trọng 2.061 tỷ đồng (+11% svck). Chúng tôi tin rằng LN ròng có thể tăng 18% svck đạt 2.183 tỷ đồng với đóng góp từ 3 nhà máy điện gió và mảng cơ điện phục hồi mạnh mẽ, bù đắp cho mức giảm từ mảng bất động sản và thủy điện. Trong năm 2023, chúng tôi nhận thấy sự tăng trưởng tích cực từ tất cả các ngành đặc biệt là cho thuê văn phòng khi E.town 6 đi vào hoạt động. LN ròng 2023 sẽ đạt 2.565 tỷ (+18% svck)

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 98.300đ/cp

Đợt giảm giá vừa rồi đã đưa REE trở lại vùng hợp lý để tích lũy. Chúng tôi tin rằng với tiềm năng tăng giá 24%, sẽ thích hợp để đầu tư vào một cổ phiếu phòng thủ như REE. Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) sản lượng thủy điện cao hơn dự kiến, (2) Chính sách giá cụ thể cho NLTT được ban hành, (3) hoạt động đầu tư công sôi động trở lại. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) biên LN cơ điện lạnh tiếp tục giảm do vật giá tăng, (2) Giá hàng hóa thế giới giảm lâu hơn dự kiến, (3) Tăng giá nước tại Hà Nội không được phê duyệt do những lo ngại lạm phát.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.640	5.810	8.939	10.659
Tăng trưởng DT thuần	15,3%	3,0%	53,9%	19,2%
Biên lợi nhuận gộp	28,5%	39,8%	34,3%	33,7%
Biên EBITDA	38,3%	47,4%	28,7%	28,9%
LN ròng (tỷ)	1.628	1.855	2.183	2.565
Tăng trưởng LN ròng	(0,7%)	13,9%	17,7%	17,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.251	5.982	7.042	8.273
EPS điều chỉnh	5.251	5.982	7.042	8.273
BVPS	36.938	42.897	49.824	57.124
ROAE	14,9%	15,0%	15,2%	15,5%

Nguồn: VND RESEARCH

TĂNG TRƯỞNG CAO ĐI CÙNG SỰ BỀN VỮNG

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưu thích REE do:

- REE có một danh mục đầu tư dày đặc dịch vụ tiện ích (điện, nước) và hiện tại tổng mức đầu tư theo ước tính đạt 14.792 tỷ đồng. Danh mục đã đem lại mức lợi suất cổ tức khoảng 9,1% và đóng góp 62% cho tỷ trọng tổng lợi nhuận trong năm 2021. Chúng tôi nhận thấy REE đang hưởng lợi từ tăng trưởng ổn định nhu cầu các dịch vụ tiện ích của Việt Nam trong các năm tới.
- REE đang phấn đấu để mở rộng danh mục năng lượng tái tạo theo tinh thần và cam kết từ COP26. Trong năm 2021 công ty đã thực hiện phát triển 16,3MW điện mặt trời mái nhà và 102MW điện gió để hiện thực hóa kế hoạch này. Từ năm 2022, công ty dự kiến sẽ phát triển thêm 200MW điện NLTT, bên cạnh đó, phấn đấu đạt 500MW điện mặt trời mái nhà trong 2024.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng của REE sẽ tăng 18% svck trong năm 2022 nhờ đóng góp tích cực từ mảng điện và mảng cơ điện lạnh dự kiến phục hồi. Trong năm 2023, mảng cho thuê văn phòng sẽ có đóng góp tích cực hợp với E.town 6 đi vào hoạt động. LN ròng 2023 dự kiến đạt 2.565 tỷ đồng (+19% svck).

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan

Giá mục tiêu của chúng tôi là 98.300đ/cp dựa trên phương pháp định giá tổng hợp thành phần SOTP. Hiện tại REE đang giao dịch với mức P/E 2022 theo ước tính là 10,4x, thấp nhất từ tháng 2/2022. Với tiềm năng tăng giá 24%, chúng tôi tin rằng đây là khoản đầu tư thích hợp khi REE – một tập đoàn đa ngành với triển vọng tăng trưởng LN ổn định và hiện đang có một mức giá khá rẻ. Công ty hiện đang làm việc và thực hiện những kế hoạch mở rộng cũng như đầu tư thêm, do đó chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ tiếp tục có nhiều những câu chuyện để đánh giá lại trong thời gian tới.

Hình 2: Giá trị sổ sách điều chỉnh các khoản đầu tư điện & nước

Điện	Công ty	Giá trị đầu tư cuối 2021	Tỷ lệ sở hữu của REE (%)	Phương pháp	Hệ số mục tiêu (x)	Giá trị đầu tư điều chỉnh	Giá trị tăng thêm	Nhận xét
		Tỷ đồng				Tỷ đồng	Tỷ đồng	
Thủy điện	VSH	2165,161	0,505	P/E	17,4	3.724,9	1.559,7	Chúng tôi kỳ vọng VSH có thể giao dịch ở một mức P/E cao 17,4x do những triển vọng tươi sáng từ nhà máy mới Thượng Komtum với hiệu suất tốt và giá bán điện cao.
	TBC	772,5	60,4%	P/E	14,0x	1.427,9	655,4	
	TMP	619,4	42,6%	P/E	15,0x	2.292,4	1.673,0	Chúng tôi áp P/E 14,0x cho TBC với những kỳ vọng lợi nhuận cao hơn từ dự án Thác Bà 2 đang được xây dựng.
	CHP	659,6	22,7%	P/E	15,0x	1.351,1	691,5	
	SBH	576,7	25,8%	P/E	10,0x	1.313,8	737,2	Chúng tôi áp dụng mức P/E 15,0x cho TMP và CHP để phản ánh triển vọng lớn hơn từ các dự án điện mặt trời.
	ISH	202,7	34,3%	P/E	10,0x	344,4	141,8	
	BDH	94,4	25,5%	BV	-	94,4	-	Chúng tôi áp dụng P/E 10x và giá trị sổ sách cuối 2021 cho thủy điện nhỏ hơn với rủi ro giảm sản lượng khi pha La Nina kết thúc.
	SHP	208,0	11,1%	BV	-	208,0	-	
Điện than	PPC	1.197,2	24,1%	P/B	1,5x	1.661,8	464,7	PPC đang giao dịch với P/B 1,2x, chúng tôi áp dụng mức P/B 1,5x với kỳ vọng sản lượng phục hồi trong năm 2022.
	NBP	78,7	29,4%	BV	-	78,7	-	
	QTP	49,3	1,0%	BV	-	49,3	-	Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách cho khoản đầu tư nhỏ NBP và QTP
Điện NLTT	REESE	500,0	100,0%	P/B	1,9x	900,0	400,0	
	TBW	250,0	50,0%	P/B	1,9x	450,0	200,0	Chúng tôi áp dụng một mức P/B 1,9x để phản ánh những triển vọng tươi sáng từ mảng năng lượng tái tạo trong năm tới.
	REE Trà Vinh	868,0	100,0%	P/B	1,9x	1.562,4	694,4	
Bán lẻ điện	DTV	56,3	66,3%	7.6x	10,0x	131,1	74,8	
	Tổng	8.297,7				15.590,2	7.292,5	
Nước								
Công ty xử lý nước sạch	BOO	303,7	42,1%	P/E	14,0x	894,0	590,3	Chúng tôi áp dụng P/E 14,0x cho các nhà máy xử lý nước ở TPHCM với công suất tương đương và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận thấp khi đã gần đạt tối đa công suất.
	SWIC	321,5	40,0%	P/E	14,0x	850,0	528,5	
	THW	123,4	32,0%	P/E	14,0x	680,0	556,6	
	VCW	900,8	36,0%	P/E	13,6x	1.354,9	454,1	Chúng tôi áp dụng mức P/E hiện tại 13,6x cho VCW tại Hà Nội với khả năng tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn.
Công ty phân phối nước sạch	TDW	79,0	44,2%	P/E	12,9x	191,6	112,5	Chúng tôi áp dụng mức P/E 12,9x cho các công ty phân phối tại TPHCM với triển vọng lớn hơn nhờ giá bán lẻ tăng từ năm 2022.
	GDW	34,1	20,1%	BV	-	34,1	-	
	NBW	41,5	20,0%	BV	-	41,5	-	Chúng tôi áp dụng một mức P/E cao hơn 14,5x cho KHW với kỳ vọng sản lượng phục hồi tốt tại các khu du lịch.
	KHW	256,0	43,9%	P/E	14,5x	238,3	(17,7)	
Tư vấn	TK+	16,8	65,0%	BV	-	16,8	-	Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách cho các khoản đầu tư nhỏ TK+, GDW, NBW
	Tổng	2.076,8				4.301,0	2.224,3	

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 3: Phương pháp định giá RNAV cho mảng điện & nước

	Điện			Nước			Điện + Nước		
Tỷ đồng	Giá trị sổ sách 2021	Giá trị tăng thêm	Giá trị sổ sách điều chỉnh	Giá trị sổ sách 2021	Giá trị tăng thêm	Giá trị sổ sách điều chỉnh	Giá trị sổ sách 2021	Giá trị tăng thêm	Giá trị sổ sách điều chỉnh
Tổng giá trị danh mục đầu tư	8.298	7.293	15.590	2.077	2.224	4.301	11.868	8.024	19.891
(+) Tiền và các tài sản khác (loại bỏ yếu tố hợp nhất)			2.430			231			2.661
(-) Nợ vay (loại bỏ yếu tố hợp nhất)			923			245			1.168
Giá trị doanh nghiệp			17.098			4.287			22.230
Giá trị doanh nghiệp sau khi chiết khấu (15%)			14.533			3.644			18.177

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 4: Định giá bất động sản và cơ điện lạnh

Bất động sản (pp vốn hóa trực tiếp)		
NOI (tỷ đồng)	Tỷ lệ vốn hóa (%)	Giá trị bất động sản
630,58	5,00%	11.106,92
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn		307,60
(-) Nợ vay		917,66
Giá trị doanh nghiệp		10.496,87
Cơ điện lạnh (P/E)		
LN ròng 2022 (tỷ đồng)	Hệ số mục tiêu	Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)
260,49	10x	2.604,95

NGUỒN: VNDIRECT Research

Hình 5: Phương pháp định giá SOTP

Định giá từng phần	Phương pháp	Giá trị doanh nghiệp Tỷ đồng
Mảng kinh doanh		
Cơ điện lạnh	P/E	2.605
Bất động sản	Vốn hóa trực tiếp	10.497
Điện	RNAV	14.533
Nước	RNAV	3.644
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (loại trừ yếu tố hợp nhất)		890
Giá trị doanh nghiệp		30.389
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)		309,05
Giá trị mỗi cổ phiếu (đ/cp)		98.330
Giá trị cổ phiếu làm tròn (đ/cp)		98.300

NGUỒN: VNDIRECT Research

Hình 6: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ		tr US\$	TTM	2022	Hiện tại	2022	TTM	2022	TTM	2022
Cơ điện lạnh													
DNA Investment JSC	KSD VN Equity	8.800	NA	KKN	4,6	4,8	NA	0,9	NA	NA	NA	20,0	NA
CTCP Điện cơ Hải Phòng	DHP VN Equity	13.000	NA	KKN	5,4	10,1	NA	0,8	NA	NA	NA	7,5	NA
CTCP Searefco	SRF VN Equity	16.200	NA	KKN	23,8	18,6	NA	1,1	NA	20,7	NA	6,2	NA
Ahluwalia Contracts India Ltd	AHLU IN Equity	517	NA	KKN	451,9	13,0	10,0	3,9	NA	14,0	NA	9,2	16,3
Trung bình						11,6	10,0	1,7	NA	17,4	NA	10,7	16,3
Điện													
PVPower	POW VN Equity	12.900	18.200	Khả quan	1.315,9	16,8	17,7	1,1	1,0	6,2	6,5	6,3	5,7
Genco 3	PGV VN Equity	31.300	NA	KKN	1.531,8	11,2	NA	2,1	NA	9,0	NA	NA	NA
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	21.000	NA	KKN	277,8	22,9	16,7	1,9	1,6	12,7	9,8	8,2	11,2
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN Equity	17.700	NA	KKN	347,0	13,8	NA	1,3	NA	5,3	NA	9,4	NA
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	22.450	29.200	Khả quan	281,5	11,6	10,7	1,5	1,5	5,3	NA	13,1	15,7
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	56.200	NA	NR	499,0	9,9	7,4	2,5	1,3	8,3	NA	29,8	24,1
Trung bình						14,4	13,1	1,7	1,4	7,8	8,1	13,4	14,1
Nước													
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương	BWE VN Equity	52.200	NA	KKN	438,7	16,0	14,8	2,6	NA	9,1	NA	17,0	19,8
CTCP Nước Thủ Dầu Một	TDM VN Equity	39.800	NA	KKN	173,4	16,7	13,6	2,1	NA	12,1	NA	13,2	8,5
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW VN Equity	NA	NA	KKN	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	8,3	NA
CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà	VCW VN Equity	NA	NA	KKN	111,4	12,9	NA	1,9	NA	9,1	NA	15,7	NA
Trung bình						15,2	14,5	2,2	NA	10,1	NA	13,5	14,2
Đa ngành													
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN Equity	37.950	NA	KKN	388,7	15,8	13,8	1,9	1,5	14,0	NA	16,0	11,5
CTCP Bamboo Capital	BCG VN Equity	19.300	29.600	Khả quan	423,1	12,5	6,2	1,7	1,4	29,7	NA	23,7	31,2
Average						14,2	10,1	1,8	1,5	19,0	9,4	18,2	19,3
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN Equity	79.100	98.300	Khả quan	1.064,9	12,5	10,4	1,8	1,7	13,4	9,4	15,0	15,2

NGUỒN: VNDIRECT Research, Bloomberg – Dữ liệu tại 29/04/2022

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá:

- Mức huy động sản lượng thủy điện cao hơn dự kiến vào năm 2022 do tình trạng thiếu than cho nhiệt điện.
- Hoạt động đầu tư công phục hồi về trạng thái tăng trưởng nhanh hơn dự kiến.
- Cơ chế giá mới cho NLTT sẽ sớm được ban hành và tiếp tục hấp dẫn nhà đầu tư.

Rủi ro đầu tư:

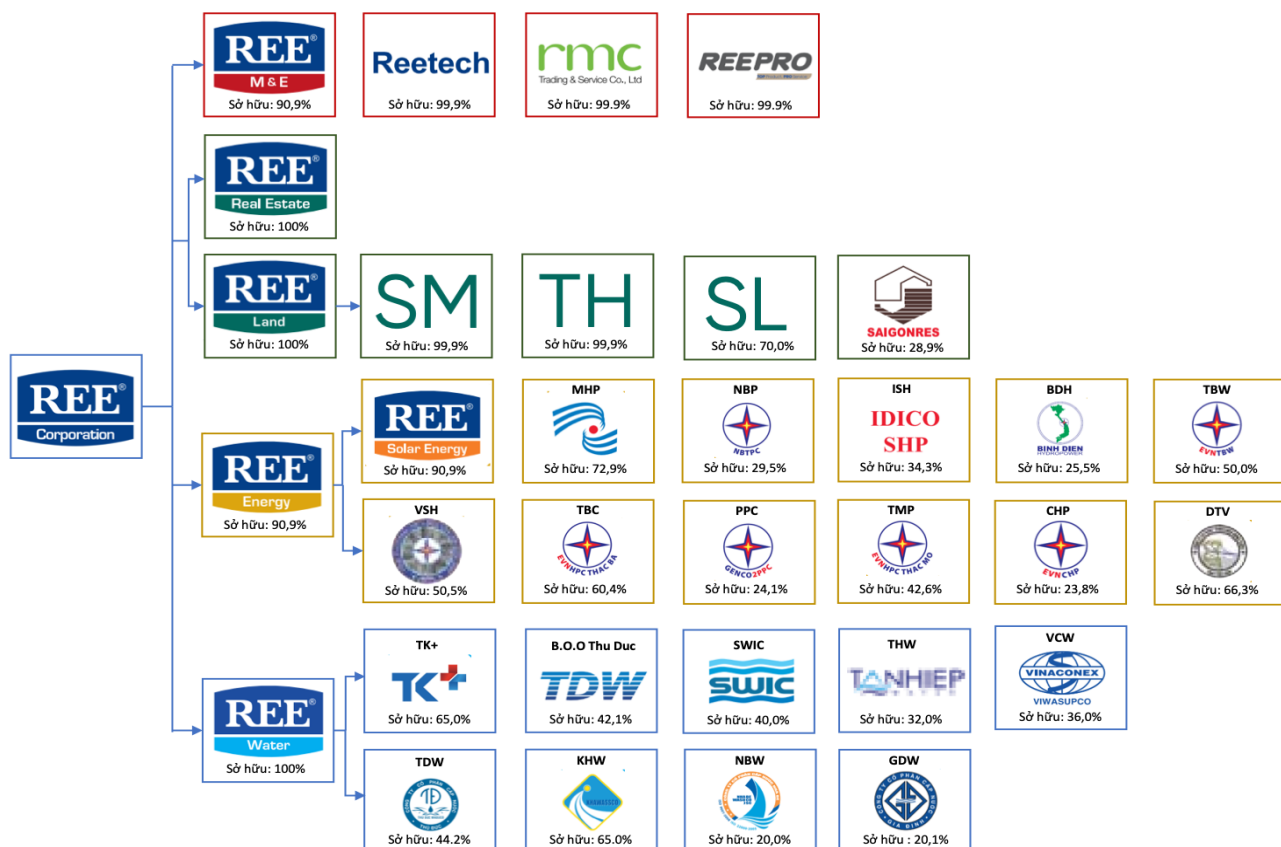
- Giá cả hàng hóa thế giới tiếp tục neo ở mức cao lâu hơn dự kiến, ảnh hưởng tiêu cực đến mảng nhiệt điện.
- Đề xuất điều chỉnh giá nước tại khu vực Hà Nội có thể không được chấp thuận do lo ngại lạm phát.
- Biên lợi nhuận mảng M&E thu hẹp hơn dự kiến do những rủi ro về chi phí tăng cao và cạnh tranh gay gắt.

Tổng quan doanh nghiệp

Tập đoàn đa ngành với mũi nhọn đến từ mảng dịch vụ tiện ích »

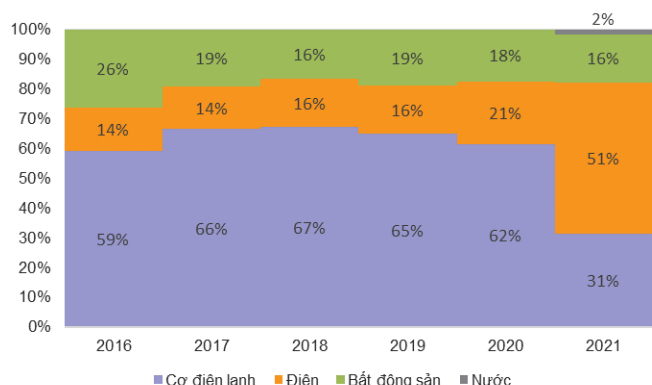
Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE) thành lập năm 1977 với trọng tâm ban đầu là mảng cơ điện lạnh (M&E). Sau đó, công ty đã liên tục phát triển và mở rộng sang nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau bao gồm bất động sản, và các ngành nghề dịch vụ tiện ích thiết yếu, đóng góp giá trị bền vững cho xã hội. Kể từ năm 2020, Hội đồng quản trị (HĐQT) quyết định tái cấu trúc công ty thành công ty mẹ, trong đó các công ty con và công ty liên kết sẽ được tổ chức thành 4 công ty, tương ứng với 4 mảng kinh doanh: M&E, bất động sản, điện, và nước.

Hình 7: REE sở hữu một danh mục đầu tư dày đặc các công ty con và công ty liên kết, được chia thành bốn mảng kinh doanh chính



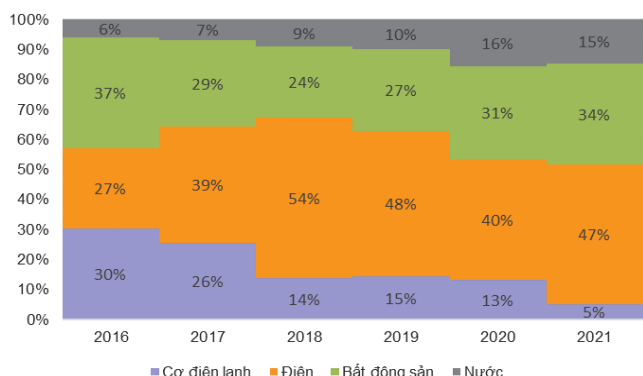
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 8: Mảng cơ điện lạnh luôn đóng góp chính cho doanh thu của REE nhưng có sự sụt giảm mạnh trong 2021 do dịch Covid



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 9: REE đã liên tục đẩy mạnh đầu tư vào ngành điện và là mảng hiện đóng góp nhiều nhất cho LN ròng của công ty



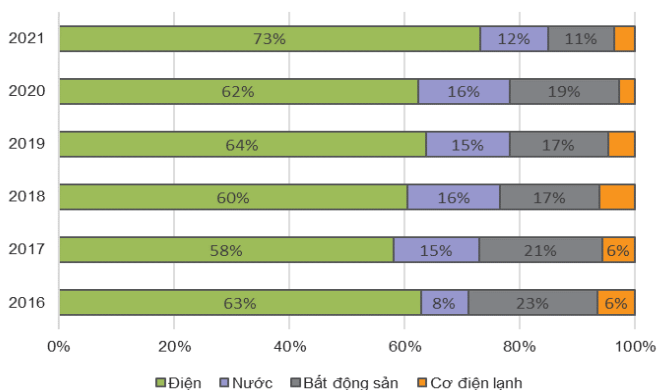
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Về cơ cấu doanh thu, phần doanh thu điện đã tăng từ 15-20% trong giai đoạn 2016-20 lên 51% tổng doanh thu năm 2021 nhờ hợp nhất VSH trong quý 2/2021. Trong khi mảng cơ điện – mảng kinh doanh đã đóng góp doanh thu lớn nhất cho công ty với khoảng 60%-70% trong giai đoạn 2016-2020 nhưng giảm mạnh xuống còn 31% vào năm 2021 do hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng nặng nề bởi đợt bùng phát Covid. Theo sau đó là đóng góp từ lần lượt bất động sản (16%) và nước (2%). Cơ cấu lợi nhuận ròng khá ổn định trong những năm gần đây, trong đó điện đóng góp nhiều nhất (47%), tiếp theo là bất động sản (34%), nước (15%) và cơ điện (5%) vào năm 2021.

Công ty phần đầu giữ ROE danh mục đầu tư trên 15% với tỷ trọng đầu tư cao tại các mảng phòng thủ »

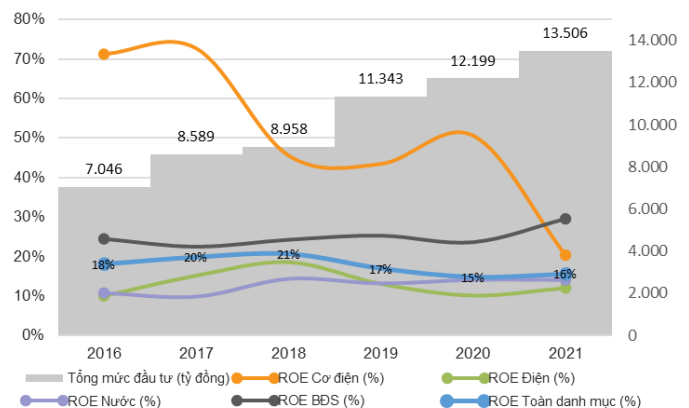
Từ năm 2016 đến năm 2021, ROE danh mục đầu tư của REE luôn duy trì ở mức trên 15%, mặc dù có mức giảm khiêm tốn kể từ năm 2018 khi công ty mở rộng đầu tư vào dự án mới và tăng cường tăng tỷ lệ sở hữu tại các công ty liên kết, đặc biệt là trong mảng điện và nước. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây vẫn là mức hiệu quả đầu tư ổn định, đặc biệt khi tỷ trọng mảng phòng thủ chiếm ưu thế. Hai mảng này sẽ là trọng tâm đầu tư chính của REE trong năm tới, trong đó REE có kế hoạch tiếp tục mở rộng danh mục năng lượng tái tạo. Còn mảng nước, REE sẽ tìm kiếm cơ hội đầu tư từ các công ty xử lý nước thải để gia tăng chuỗi giá trị của danh mục.

Hình 10: REE đẩy mạnh đầu tư vào mảng điện với tỷ trọng đầu tư lớn nhất (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 11: REE luôn giữ ROE tổng danh mục đầu tư ở mức trên 15% mỗi năm

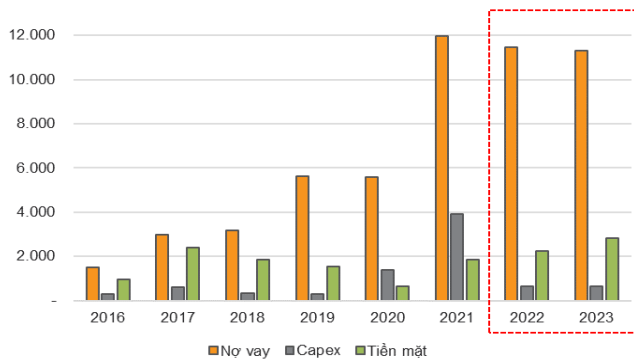


Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao hơn do hợp nhất VSH, nhưng tình hình tài chính vẫn duy trì ở trạng thái khỏe mạnh »

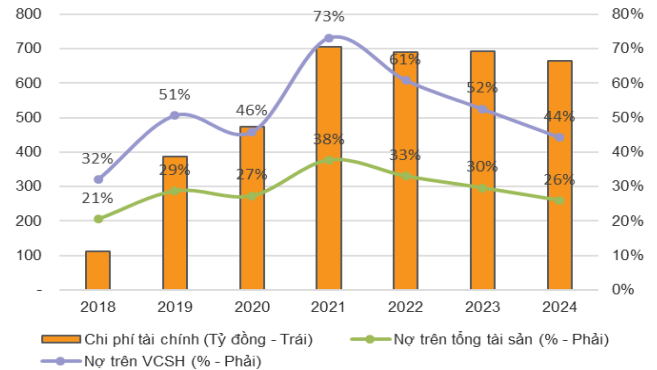
Từ tháng 5/2021, REE ENERGY - Công ty thành viên REE nâng tỷ lệ sở hữu tại VSH từ 49,52% lên 50,45%. Do đó, REE đã hợp nhất kết quả kinh doanh của VSH vào báo cáo tài chính kể từ Q2/2021. Đáng chú ý, VSH đã bắt đầu vận hành nhà máy thủy điện mới - Thượng Kom Tum với tổng công suất 220MW vào cuối tháng 3 năm 2021. Nhà máy chính thức hoàn thành sau hơn 10 năm trì hoãn thi công do vướng mắc pháp lý khiến kế hoạch vốn ban đầu bị đội lên từ 5.700 tỷ đồng đến 9.420 tỷ đồng. Do đó, việc hợp nhất VSH cũng như nhu cầu Capex từ ba nhà máy điện gió mới đã nâng tỷ lệ đòn bẩy lên cao hơn đáng kể. Cụ thể, tỷ lệ nợ trên tài sản và nợ trên vốn chủ sở hữu của REE lần lượt tăng lên 0,38 lần và 0,73 lần vào năm 2021, tuy nhiên, Thượng Komtum đang hoạt động rất hiệu quả và đóng góp mức sản lượng tốt với ASP cao. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ đòn bẩy của REE sẽ cải thiện dần từ năm 2022 khi tập đoàn sớm hoàn thành dần các nghĩa vụ nợ với nguồn tiền dồi dào.

Hình 12: REE có một lượng tiền mặt đầy đủ và tình hình tài chính khỏe mạnh để bao phủ nhu cầu Capex sắp tới (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 13: Việc hợp nhất VSH + hoàn thành ba nhà máy điện gió mới làm tăng tỷ lệ đòn bẩy của REE trong năm 2021



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Theo quan điểm của chúng tôi, tỷ lệ đòn bẩy tăng mạnh từ hợp nhất VSH chủ yếu chỉ tác động tiêu cực về mặt sổ sách, thực tế REE chỉ bỏ ra một khoản vốn nhỏ (191 tỷ đồng) để nâng tỷ lệ sở hữu từ 49,5% lên 50,45%. Do đó, chúng tôi cho rằng tình hình tài chính của công ty mẹ sẽ không bị ảnh hưởng nhiều và REE vẫn có đủ nguồn tài chính ổn để trang trải các khoản nợ và chi phí vốn sắp tới (chủ yếu từ E.town 6). Do hiện tại chưa có cơ chế giá chuyển tiếp cụ thể cho nguồn năng lượng tái tạo, chúng tôi chưa đưa 100MWp điện mặt trời dự kiến sẽ phát triển cho năm 2022 vào mô hình định giá. Tuy nhiên, với chi phí đầu tư dự kiến khoảng 12 tỷ đồng/MW với cơ cấu vốn 35% vốn chủ sở hữu - 65% nợ vay, chúng tôi tin rằng REE hoàn toàn có thể đáp ứng nhu cầu Capex với mức tăng trưởng tiền mặt mạnh mẽ.

Mảng năng lượng điện: Hướng tới tăng trưởng bền vững

REE đã đầu tư mạnh vào mảng điện với cơ cấu nguồn đa dạng »

Hình 14: REE đẩy mạnh đầu tư vào các công ty điện với đa dạng các nguồn năng lượng

Loại năng lượng	Công ty	Sở hữu của REE (%)	Công suất (MW)	Công suất theo sở hữu (MW)	Vị trí
Thủy điện	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (VSH)	50,5%	356	180	
	+ Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	50,5%	136	69	Sông Côn (Bình Định) - Sông Hinh (Phú Yên)
	+ Thủy điện Thượng Komtum	50,5%	220	111	Sông Dák Nghe (Kom Tum)
	CTCP Thủy điện Thác Bà (TBC)	60,4%	120	72	Hồ Thác Bà (Yên Bái)
	CTCP Thủy điện Mường Hum	79,8%	35	28	Sông Ngòi Phát (Lào Cai)
	CTCP Thủy điện Thác Mơ (TMP)	42,6%	220	94	Sông Bé (Bình Phước)
	CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ (SBH)	25,8%	220	57	Phú Yên
	CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng IDICO (ISH)	34,3%	51	17	Sông Ba (Bình Phước)
	CTCP Thủy điện Miền Trung (CHP)	22,7%	220	50	Huế - Đắc Nông (điện mặt trời)
	CTCP Thủy điện Bình Điền	25,5%	44	11	Sông Hữu Trạch (Huế)
	CTCP Thủy điện Miền Nam (SHP)	11,9%	123	15	Lâm Đồng
Tổng			1.388	524	
Điện than	Nhiệt điện Ninh Bình (NBP)	29,4%	100	29	Ninh Bình
	CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC)	24,1%	1.040	251	Hải Dương
	CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)	1,0%	1.200	12	Quảng Ninh
Tổng			2.340	292	
Điện mặt trời	REESE	100,0%	102	102	
	CTCP Phong điện Thuận Bình	50,0%	79	39	
	+ Phú Lạc 1	50,0%	24	12	Bình Thuận
	+ Phú Lạc 2	50,0%	26	13	Bình Thuận
	+ Lợi Hải 2	50,0%	29	14	Ninh Thuận
Điện gió	Trà Vinh V1-3	100,0%	48	48	Trà Vinh
Tổng		0,0%	127	87	
Bán lẻ điện	CTCP Phát triển điện Trà Vinh (DTV)	66,3%	na	na	Trà Vinh
Tổng công suất toàn danh mục			3.957	1.005	

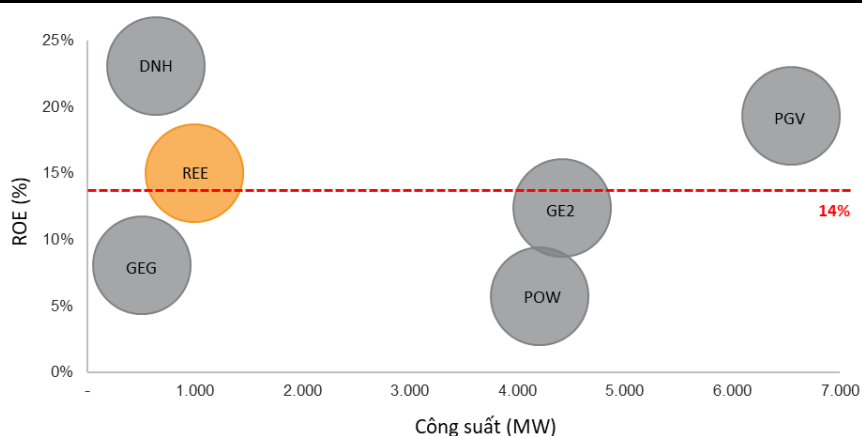
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

REE đã bắt đầu đầu tư vào lĩnh vực dịch vụ tiện ích (điện & nước) từ năm 2010 và đã phát triển vững chắc danh mục đầu tư của công ty con và công ty liên kết. Hiện tại, công ty đạt tổng công suất 2.635MW, trong đó, tổng công suất do REE sở hữu đạt 1.005MW vào năm 2021, trải rộng cho ba loại năng lượng khác nhau, bao gồm thủy điện (524MW), nhiệt điện than (292MW) và năng lượng tái tạo (189MW). Bên cạnh đó, REE cũng hợp nhất một công ty bán lẻ điện - CTCP Phát triển Điện lực Trà Vinh (DTV) từ năm 2016 với vai trò là nhà phân phối bán lẻ điện tại tỉnh Trà Vinh. Với công suất lớn như vậy, REE hiện đang đứng trong top 5 doanh nghiệp điện niêm yết lớn nhất thị trường.

ROE mảng điện hiệu quả, nhờ danh mục đầu tư thủy điện lớn »

Về hiệu quả đầu tư, chúng tôi ước tính ROE danh mục điện năm 2021 của REE duy trì trên mức trung bình ngành khoảng 14% khi so sánh với các đối thủ cạnh tranh điện khác có quy mô công suất điện tương đương. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ ROE cao hơn từ năm 2022 khi các nhà máy mới xây hoạt động cả năm, bao gồm ba nhà máy điện gió mới Phú Lạc 2 (25,2MW), Lợi Hải 2 (28,8MW) và Trà Vinh V1-3 (48MW) và một nhà máy thủy điện Thượng Komtum (220MW).

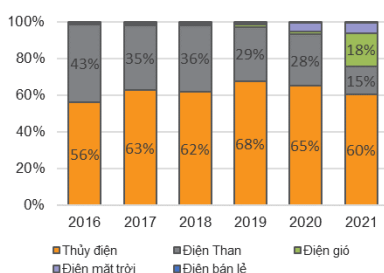
Hình 15: ROE danh mục điện của REE ở mức trên trung bình so với các doanh nghiệp điện khác với quy mô công suất tương đương



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

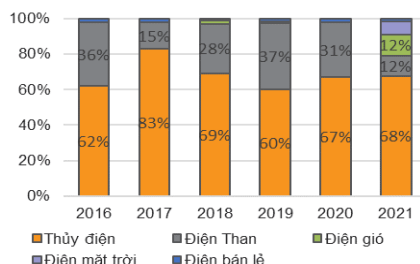
Về phân bổ đầu tư điện của REE, mảng thủy điện được đầu tư với giá trị lớn nhất và chiếm 60% vào năm 2021, do đó ảnh hưởng nhiều nhất đến hiệu quả đầu tư mảng điện, theo sau lần lượt là nhiệt điện than (15%), điện gió (18%) và điện mặt trời (4%). Hơn nữa, mảng thủy điện cũng đóng góp tỷ trọng lợi nhuận ròng hàng năm lớn nhất với 58%, tiếp theo là nhiệt điện than (11%), điện gió (12%) và điện mặt trời (14%). Mảng bán lẻ điện với công ty con là DTV đóng góp ít nhất cho lợi nhuận ròng, chỉ 4%.

Hình 16: Giá trị đầu tư theo loại năng lượng giai đoạn 2016-21 (Đơn vị: %)



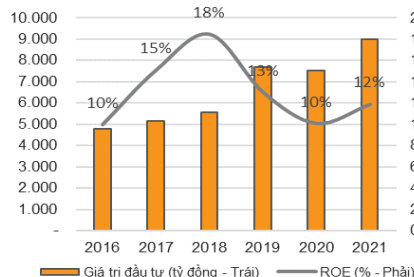
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 17: Cơ cấu lợi nhuận theo loại hình năng lượng giai đoạn 2016-21 (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 18: Tổng mức đầu tư và ROE danh mục điện giai đoạn 2016-21

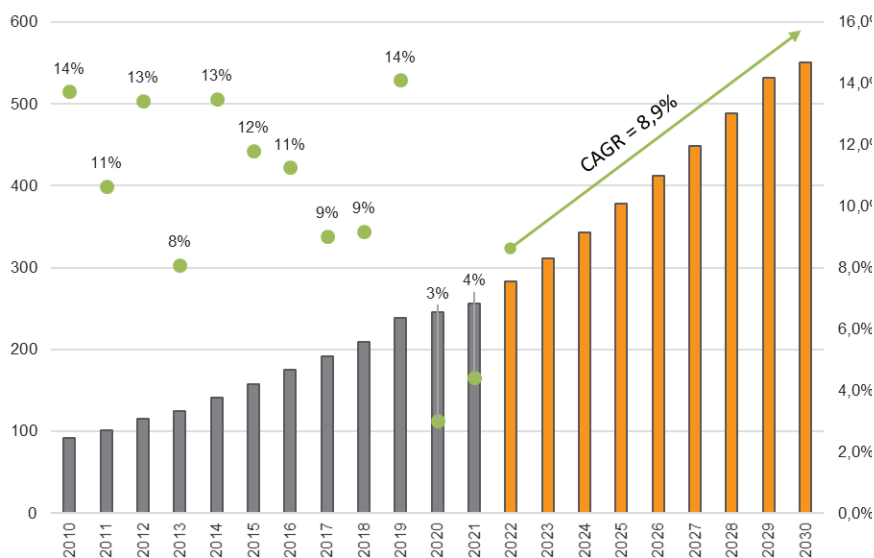


Nguồn: VNDIRECT Research

Mảng năng lượng là mũi nhọn cho sự phát triển của công ty, trong đó năng lượng tái tạo có tiềm năng lớn theo định hướng của chính phủ »

Nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến sẽ tăng mạnh sau hai năm tăng trưởng khiêm tốn từ 2020-21 khi nền kinh tế Việt Nam trở lại trạng thái tăng trưởng bình thường. Miền Bắc được dự báo có nguy cơ thiếu điện trong những thời điểm phụ tải cao trong mùa nắng nóng, và gần đây nguồn than cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện trên 3.000MW đã thiếu hụt. Theo kịch bản cơ sở, dự thảo Quy hoạch phát triển điện lực (PDP8) ước tính tốc độ tiêu thụ điện năng tăng trưởng kép hàng năm là 8,9% trong giai đoạn 2021-2030, và chúng tôi cho rằng đây là động lực để ngành điện tiếp tục phát triển cùng với kỳ vọng nền kinh tế phục hồi nhanh trong những năm tới.

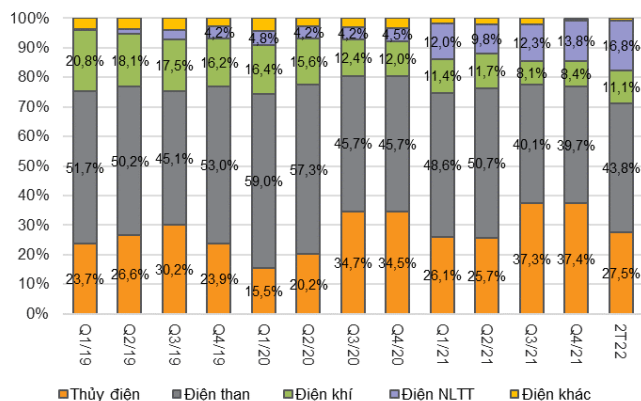
Hình 19: Mức tiêu thụ điện dự kiến sẽ tăng với tốc độ CAGR 8,9% trong giai đoạn 2022-2030



Nguồn: VNDIRECT Research, dự thảo QHĐ8

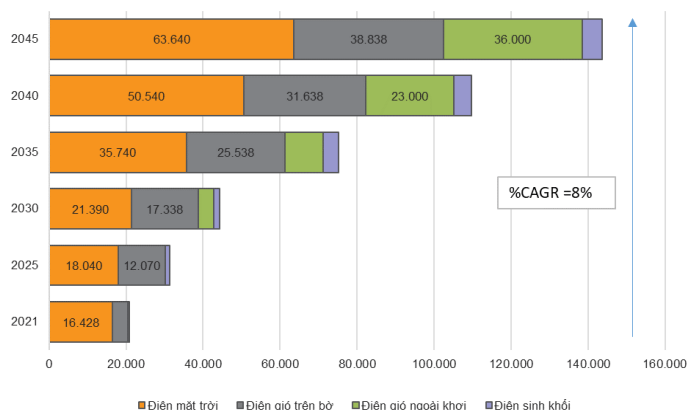
Với nhu cầu tiêu thụ năng lượng dự kiến sẽ tăng mạnh trong những năm tới, việc phát triển một hệ thống điện phù hợp để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng là rất quan trọng. Đặc biệt, 1) thủy điện đã dần cạn kiệt tiềm năng khai thác (hiện đạt 91% tổng tiềm năng và chỉ còn dư địa cho thủy điện nhỏ (<30MW) phát triển); 2) Nhiệt điện than phải đối mặt với những khó khăn thách thức về tài chính do tác động tiêu cực đến môi trường, khi một số nhà đầu tư đã rút lui khỏi nguồn năng lượng này do cam kết cắt giảm khí thải toàn cầu theo những tinh thần từ COP26 gần đây. Do đó, năng lượng tái tạo (NLTT) nhận được sự quan tâm rất lớn do tính chất sạch và tiềm năng tăng trưởng công suất lớn. Tuy nhiên, với sự bất ổn định của nguồn và hệ số công suất thấp do phụ thuộc thời tiết nên việc phát triển thêm nguồn điện chạy nền là điều rất cần thiết để đảm bảo tính đầy đủ của toàn hệ thống.

Hình 20: Sản lượng điện NLTT chiếm tỷ trọng lớn hơn nhờ sự gia tăng mạnh mẽ về công suất và sự ưu tiên từ chính phủ (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT Research, EVN

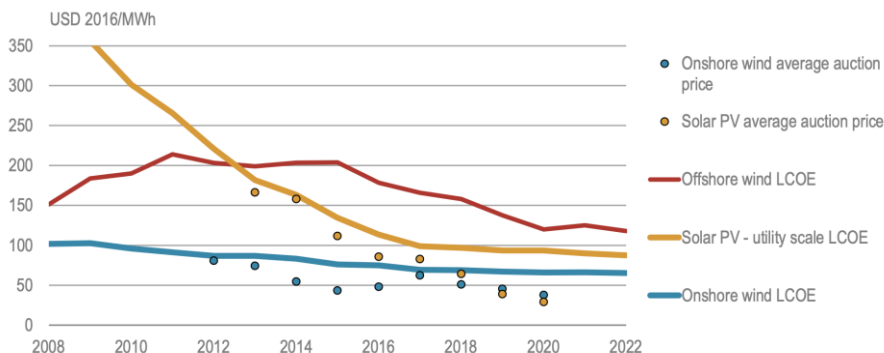
Hình 21: Theo dự thảo QHĐ8, công suất NLTT sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 8% trong giai đoạn 2020-45 (Đơn vị: MW)



Nguồn: VNDIRECT Research, dự thảo QHĐ8

Từ năm 2020, sản lượng điện NLTT đã tăng dần do những ưu tiên huy động từ chính phủ, tỷ trọng sản lượng của nguồn điện này đã tăng 4,2% trong Q1/20 lên 13,8% tổng sản lượng điện vào cuối năm 2021. Ngoài ra, nhờ sự đóng góp từ 3.980MW điện gió COD từ Q4/21, tỷ trọng sản lượng NLTT tiếp tục tăng lên 16,8% tổng sản lượng huy động trong 2T22. Về tăng trưởng công suất, công suất năng lượng tái tạo dự kiến sẽ tăng với tốc độ CAGR cao khoảng 8% từ 20.790MW từ năm 2021 lên 143.728MW vào năm 2045. Hơn nữa, theo báo cáo từ IEA, chi phí năng lượng cân bằng (LCOE) cho nhà máy tái tạo đã giảm đáng kể nhờ xu hướng phát triển toàn cầu của loại hình điện này. Điều này cũng sẽ có lợi cho Việt Nam trong dài hạn nhờ chi phí đầu tư cho các dự án trong tương lai sẽ giảm dần. Trước tình hình thiếu hụt nhiệt điện than gần đây, EVN đề xuất phương án tăng cường huy động từ 4.000MW các nguồn năng lượng, trong đó 1.000MW từ nguồn NLTT. Đây là một thông tin tích cực đối với nguồn năng lượng này do sản lượng huy động được kỳ vọng cao hơn sau khi cắt giảm đáng kể trong nửa cuối năm 2021.

Hình 22: LCOE của điện NLTT có xu hướng giảm dần từ 2008 và dự báo tiếp tục đến 2022



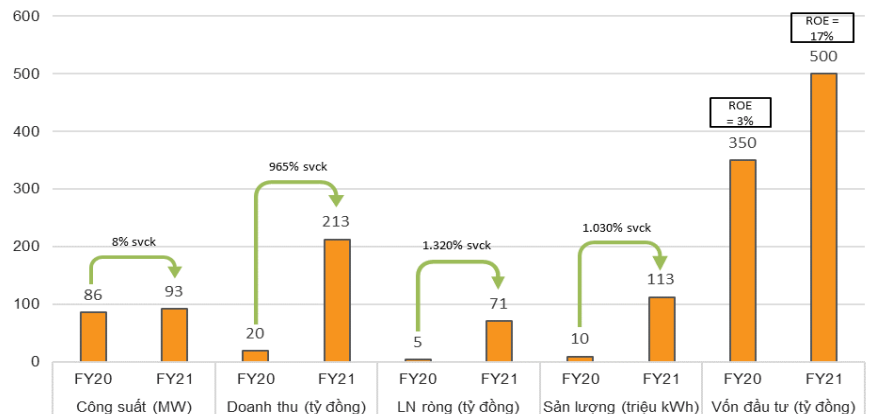
Nguồn: VNDIRECT Research, IEA

REE đã tập trung đầu tư vào điện năng lượng tái tạo với định hướng ban đầu là mở rộng công suất điện mặt trời mái nhà »

REE đã và đang tập trung vào phát triển các nguồn điện NLTT, bắt đầu từ điện mặt trời trên mái nhà trong năm 2020, do chính phủ có xu hướng khuyến khích phát triển năng lượng tái tạo với mức giá FIT hấp dẫn. Tính đến cuối năm 2020, REE đã đưa vào vận hành 86 MWp điện mặt trời trên mái nhà, với giá FIT là 8,38cent / kWh và đặt tại một số tỉnh phía Nam. Sau khi Quyết định số 13/2020 / QĐ-TTg về giá FIT - cơ chế khuyến khích phát triển điện mặt trời hết hiệu lực

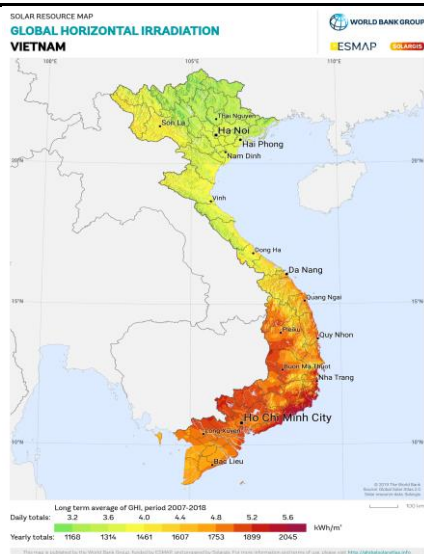
vào cuối năm 2020, Tình hình phát triển điện mặt trời mới nhà bắt đầu chậm lại khi REE chỉ thực hiện phát triển thêm 16,3MWp điện mặt trời mái nhà, trong đó 6,5MWp được đưa vào vận hành. Tuy nhiên, nhờ phát triển thêm 86MWp vào năm 2020, tổng sản lượng điện mặt trời tăng mạnh và đạt 113 triệu kWh (+ 1,030% yoy), giúp ROE mảng năng lượng này cải thiện từ 3% vào năm 2020 lên 17% vào năm 2021.

Hình 23: Kết quả kinh doanh điện mặt trời REE năm 2021 tăng vọt nhờ 86MWp được đưa vào vận hành từ tháng 12 2020



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 24: Bản đồ bức xạ ánh nắng mặt trời theo vùng tại Việt Nam

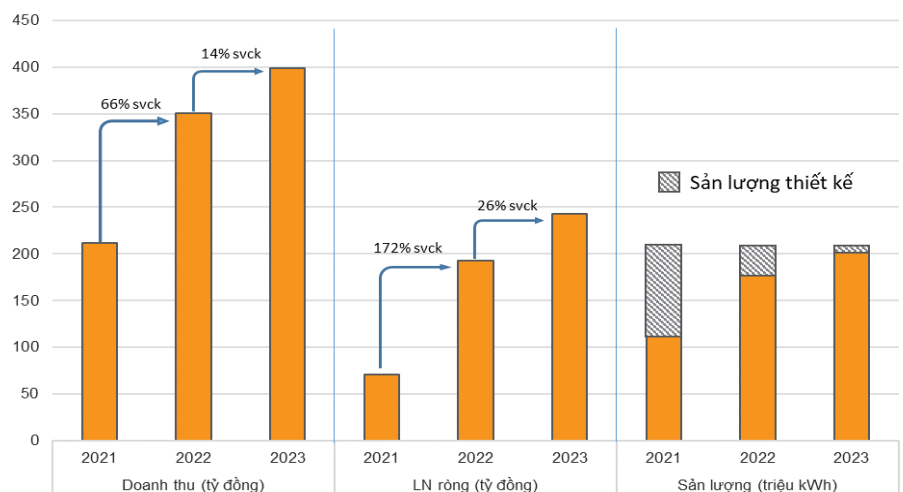


Nguồn: ESMAP World bank

Công ty sẽ tiếp tục tăng cường phát triển điện mặt trời mái nhà từ năm 2022

Năng lượng mặt trời là nguồn tài nguyên thiên nhiên quý giá của Việt Nam với cường độ năng lượng mặt trời khoảng 5kWh/m², mức nắng trung bình khoảng 150kcal/m² và có thể kéo dài 2.000-2.600h, lý tưởng nhất là ở các tỉnh Nam Bộ, Nam Trung Bộ và Tây Nguyên như Ninh Thuận, Bình Thuận, và Đắk Lắk. Đây là nguồn năng lượng hữu ích với khả năng sản xuất điện sạch, bảo vệ môi trường, và chống biến đổi khí hậu, góp phần đưa Việt Nam đạt mục tiêu trung hòa các-bon vào năm 2050 theo định hướng của Chính phủ. Với thông điệp rõ ràng được đề cập trong dự thảo QHĐ8, chính phủ sẽ ưu tiên phát triển năng lượng xanh, do đó, điện mặt trời, cụ thể là điện mặt trời mái nhà sẽ còn nhiều dư địa để tăng trưởng trong dài hạn.

Hình 25: LN ròng mảng điện mặt trời mái nhà của REE dự kiến sẽ tăng và đạt công suất tối đa trong những năm tới



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Trong năm 2022, REE sẽ tiếp tục phát triển thêm 200MW điện NLTT, trong đó 100MWp là các dự án điện mặt trời trên mái nhà, bao gồm M&A các nhà đã vận hành, cũng như tiến hành đi thuê mái nhà để phát triển các dự án mới. Hơn nữa, công ty có kế hoạch nâng tổng công suất năng lượng mặt trời mái nhà lên 500MWp vào năm 2024-2025. Chúng tôi đánh giá việc tập trung phát triển điện mặt trời trên mái nhà là một lựa chọn đúng đắn, do LCOE và chi phí đầu tư (15-20 tỷ đồng/MW) khá rẻ và đang giảm dần qua các năm nhờ yếu tố quy mô kinh tế lớn do hiện tại phát triển NLTT đang là xu hướng toàn cầu. Bên cạnh đó, tính hiệu quả của nguồn điện cũng dần được cải thiện nhờ những tiến bộ công nghệ cải thiện công suất của tấm pin. 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. Chúng tôi kỳ vọng hệ thống điện mặt trời của REE sẽ được hưởng lợi từ biên lợi nhuận lớn hơn nhờ chi phí xây dựng và chi phí lãi vay thấp hơn dự kiến. Bên cạnh đó, theo ước tính, do tình trạng cắt giảm công suất điện mặt trời trong năm 2021, hệ thống điện mái nhà của REE chỉ đạt một nửa sản lượng thiết kế (215 triệu kWh), do đó:

- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng một năm tăng trưởng tốt về sản lượng và doanh thu lần lượt là 56% svck và 66% svck, đạt 178 triệu kWh và 350 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế do đó đạt 192 tỷ đồng vào năm 2022 nhờ sản lượng điện tiêu thụ dự kiến tăng mạnh.
- Trong năm 2023, chúng tôi giả định hệ thống điện mặt trời mái nhà của REE sẽ đạt công suất thiết kế là 204 triệu kWh, giúp doanh thu và lợi nhuận ròng tăng lần lượt là 14% svck và 26% svck đạt 398 tỷ đồng và 242 tỷ đồng. Chúng tôi lưu ý rằng hiện tại chúng tôi chưa bao gồm 100MWp bổ sung mà REE dự kiến xây dựng trong năm 2022 do hiện tại chưa có cơ chế giá cụ thể cho năng lượng tái tạo. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây là động lực để đánh giá lại triển vọng của REE trong giai đoạn sắp tới.

Ba nhà máy điện gió mới sẽ đóng góp đáng kể cho lợi nhuận ròng mảng điện từ năm 2022, bù đắp cho mức giảm sản lượng thủy điện »

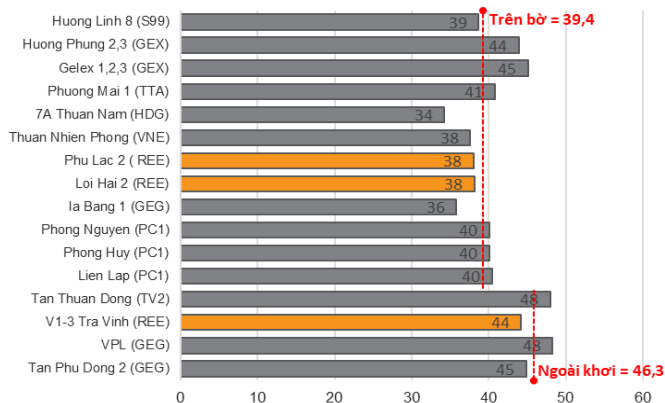
Về danh mục đầu tư điện gió, REE đang sở hữu ba nhà máy điện gió trên đất liền Phú Lạc 1 & 2, Lợi Hải 2 và một nhà máy điện gió gần bờ Trà Vinh V1-3, cả bốn dự án được hưởng giá FIT ưu đãi nhờ COD đúng hạn trước ngày 01/11/2021. Tổng công suất của 4 nhà máy điện gió là 126MW, trong đó REE sở hữu 87MW tính theo giá trị vốn góp. Các nhà máy điện gió của REE có chi phí xây dựng khá rẻ so với trung bình ngành với các dự án điện gió được phát triển cùng thời gian. Hơn nữa, các nhà máy điện gió của REE đều nằm ở vị trí rất lý tưởng, đặc biệt là Lợi Hải 2 ở Ninh Thuận, nhà máy đạt hệ số công suất lên đến 50% với số giờ vận hành cao 3.472h/năm do nằm trong vùng có tốc độ gió lớn đến 15m/s vào mùa gió chướng. Tuy nhiên, do tỷ giá EUR/VND không ổn định nên ROE có xu hướng biến động trong các năm đầu đi vào vận hành của các nhà máy. Trong năm 2021, nhờ có thêm ba dự án điện gió được đưa vào vận hành từ T11/2021, các nhà máy đã hoạt động với một hiệu suất cao trong hai tháng cuối năm, giúp ROE tăng lên mức khoảng 17%.

Hình 26: Thông tin và thông số các nhà máy điện gió REE

Nhà máy điện gió	Địa điểm	Loại hình điện gió	Công suất (MW)	Tỷ lệ sở hữu của REE (%)	Sản lượng hàng năm (triệu kWh)	Số giờ vận hành theo thiết kế	Tổng mức đầu tư	Giá FIT (UScent/kWh)
Phú Lạc 1	Bình Thuận	Trên bờ	24,0	50%	66,7	2.778	1.089	8,5
Phú Lạc 2	Bình Thuận	Trên bờ	25,2	50%	70,0	2.778	958	8,5
Lợi Hải 2	Ninh Thuận	Trên bờ	28,8	50%	100,0	3.472	1.098	8,5
Trà Vinh V1-3	Trà Vinh	Gần bờ	48,0	100%	158,0	3.292	2.120	9,8
Tổng cộng			126,0		394,7			

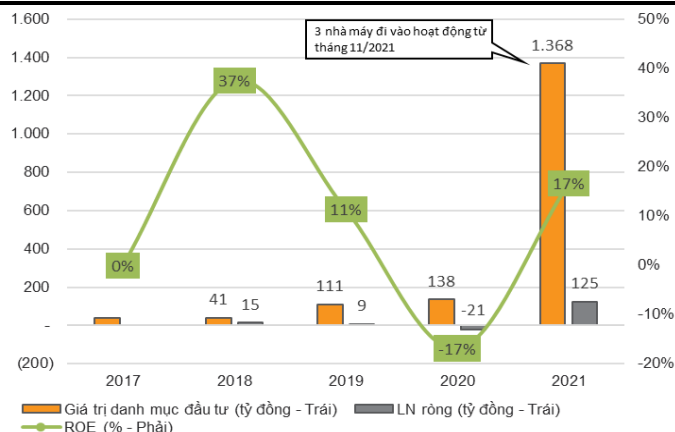
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 27: Nhà máy điện gió mới của REE có chi phí đầu tư trên một MW thấp hơn so với các nhà máy được phát triển cùng thời điểm



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 28: ROE các khoản đầu tư điện gió cải thiện trong năm 2021 nhờ có thêm ba nhà máy đi vào vận hành từ T11/2021

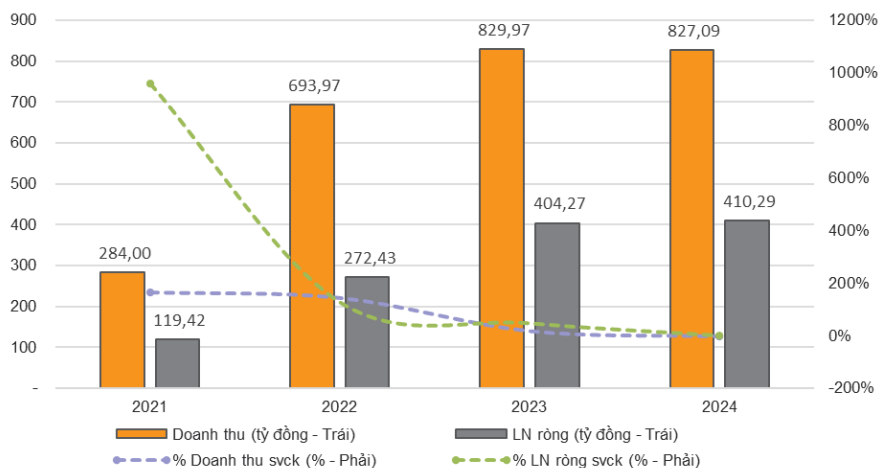


Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Với những kỳ vọng về sự ưu tiên của Chính phủ đối với năng lượng tái tạo, cùng với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện đặt mức cao trong những năm tới, có mức tăng trưởng kép vào khoảng 8,9% và những nỗ lực trong việc nâng cấp hệ thống lưới điện của EVN, chúng tôi hy vọng rằng những yếu tố trên sẽ giúp các nhà máy điện gió của REE được huy động ở một mức công suất cao từ 2022:

- Từ năm 2022, chúng tôi dự báo sản lượng điện gió có thể đạt khoảng 80% công suất thiết kế lên 328 triệu kWh, giúp doanh thu tăng 144% yoy lên 693,97 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng do đó sẽ đạt 272 tỷ đồng từ 105 tỷ đồng năm 2021 (+158% svck).
- Từ năm 2023, chúng tôi dự phóng sản lượng điện gió sẽ đạt gần tối đa công suất thiết kế. Doanh thu và LN ròng năm 2023 dự báo tăng 19% svck và 48% svck lên VN829 tỷ đồng và 404 tỷ đồng nhờ gánh nặng hoàn vốn vay được giải phóng và sản lượng tăng mạnh.

Hình 29: Ba nhà máy điện gió mới là động lực tăng trưởng cho mảng điện từ năm 2022

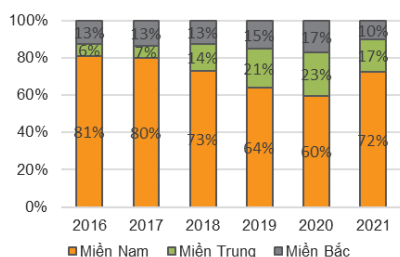


Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Thủy điện sẽ bước ra khỏi giai đoạn thuận lợi do pha La Nina dự kiến sẽ kết thúc từ Q2/22 »

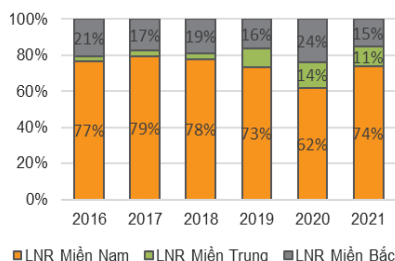
Hiện tại, REE đang sở hữu danh mục thủy điện gồm 9 công ty với tổng công suất 524MW, phân bố ở cả 3 miền gồm miền Bắc (TBC, MHP), miền Trung (BDH, CHP), và miền Nam (VSH, TMP, ISH, SBH và SHP). Với việc đầu tư 4 nhà máy thủy điện ở miền Nam, sản lượng và LN đóng góp hàng năm từ khu vực này luôn lớn nhất, chiếm khoảng 60-80% sản lượng và LN thủy điện hàng năm. ROE thủy điện của REE đã đạt đỉnh vào năm 2017-18 (20%) nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi trong các năm này, trước khi có xu hướng giảm do tình hình thời tiết kém khả quan hơn trong giai đoạn 2019-20. Giá bán điện bình quân ghi nhận xu hướng tăng từ năm 2016-19 nhờ sự thay đổi nền giá trên thị trường phát điện cạnh tranh và tình trạng thiếu điện than trong năm 2019. Bên cạnh đó, REE đã đầu tư vào một số nhà máy thủy điện có giá bán bình quân cao từ năm 2018, giúp giá bán bình quân thủy điện đạt mức 1.000đ/kWh trong giai đoạn 2018-21.

Hình 30: Đóng góp sản lượng theo vùng giai đoạn 2016-21 (Đơn vị: %)



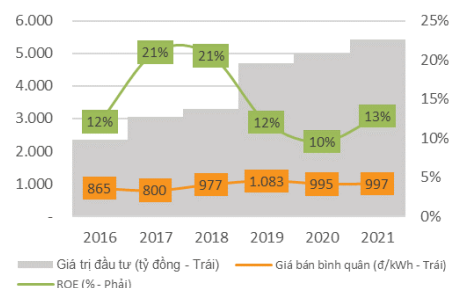
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 31: Đóng góp LN ròng theo vùng 2016-21 (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 32: Giá trị đầu tư danh mục thủy điện và giá bán bình quân 2016-21



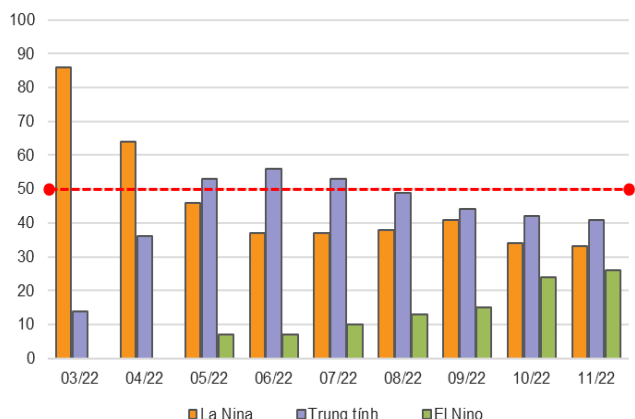
Nguồn: VNDIRECT Research

Theo dự báo mới nhất của Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI), hiện tượng La Nina sẽ duy trì cho đến T4/22 và sau đó dần chuyển sang trạng thái trung tính với xác suất khoảng 53-56% từ tháng 5. Hiện tượng El Nino được ước tính có khả năng xảy ra cao hơn và pha La Nina sẽ suy yếu.

- Chúng tôi kỳ vọng mảng thủy điện của REE sẽ vẫn được hưởng lợi cho đến cuối tháng 4/2022 và bắt đầu bước ra khỏi tình trạng điều kiện thời tiết lý tưởng, dẫn đến một mức sản lượng kỳ vọng sẽ thấp hơn. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng sản lượng nhóm thủy điện của REE sẽ giảm 23% svck xuống còn 2.760 triệu kWh vào năm 2022, sau khi phục hồi lên 2.848 triệu kWh trong năm 2023.
- Với những triển vọng tích cực về nhu cầu điện dự báo tăng mạnh vào năm 2022, cũng như sản lượng nhiệt điện cao hơn duy động trên thị trường phát điện cạnh tranh, chúng tôi cho rằng điều này sẽ làm tăng nền giá của thủy điện trên thị trường điện. Do đó, chúng tôi giả định giá bán bình quân thủy điện sẽ tăng 6% vào năm 2022. Cụ thể, thủy điện Thượng Kon Tum có khả năng đàm phán giá bán điện bình quân cao hơn nhiều so với giá hợp đồng mua bán điện hiện tại với EVN. Do đó, nếu đi đến thỏa thuận, giá bán điện bình quân của Thượng Kon Tum dự kiến sẽ đạt 1.400đ/kWh so với giá 1.000đ/kWh vào năm 2021 để phù hợp với chi phí đầu tư thực tế. Từ năm 2023, chúng tôi dự kiến giá bán điện bình quân sẽ tăng nhẹ 2% mỗi năm để phản ánh yếu tố trượt giá.

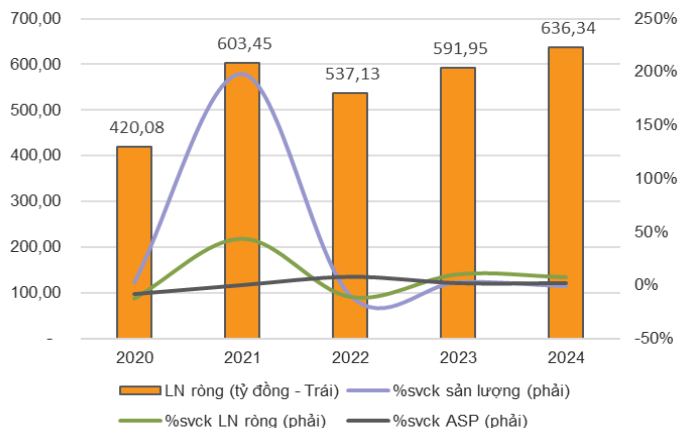
Chúng tôi dự báo LN ròng thủy điện vào năm 2022 sẽ giảm nhẹ 3,0% svck xuống còn 656 tỷ đồng. Sau đó tăng trở lại 721 tỷ đồng (+9,8% svck) nhờ kỳ vọng sản lượng phục hồi.

Hình 33: Theo dự báo từ IRI, pha La Nina sẽ suy yếu và kết thúc từ tháng 5/2022 (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT Research, IRI

Hình 34: Chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2022 sẽ giảm do sản lượng các công ty liên kết dự báo giảm



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Các dự án thủy điện sắp tới là tiềm năng tăng giá của REE trong dài hạn

Hiện tại, hai công ty con của REE là TBC và VSH đang triển khai các dự án thủy điện mới là Thác Bà 2 và Vĩnh Sơn 2&3. Cụ thể, dự án Thác Bà 2 của TBC có tổng công suất 18,9MW, tổng kinh phí đầu tư ước tính khoảng 709 tỷ đồng và dự kiến vận hành cả năm từ năm 2024. Hiện tại, REE đang sở hữu 29,6% cổ phần của nhà máy, tương đương 35,7 tỷ đồng vốn góp. Chúng tôi dự báo nhà máy mới sẽ mang lại cho REE thêm khoảng 42 tỷ đồng LN ròng từ năm 2024, với giả định nhà máy chạy ở công suất tối đa với giá bán điện bình quân là 1.097đ/kWh. Đối với Vĩnh Sơn 2&3, mặc dù dự án đã được phê duyệt từ năm 2007 nhưng dự án đã không thể tiếp tục do nút thắt pháp lý.

Hình 35: Các công ty con của REE đang phát triển các nhà máy thủy điện mới

Dự án	Công suất	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Địa điểm	Sản lượng hàng năm (triệu kWh)	LN ròng 2024
Thác Bà 2	18.9MW	709,00	Yên Bái	69,9	42,0
Vĩnh Sơn 2&3	110.0MW	2660,00	Gia Lai	357,0	na

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

REE sẽ không đầu tư thêm các dự án điện than mới »

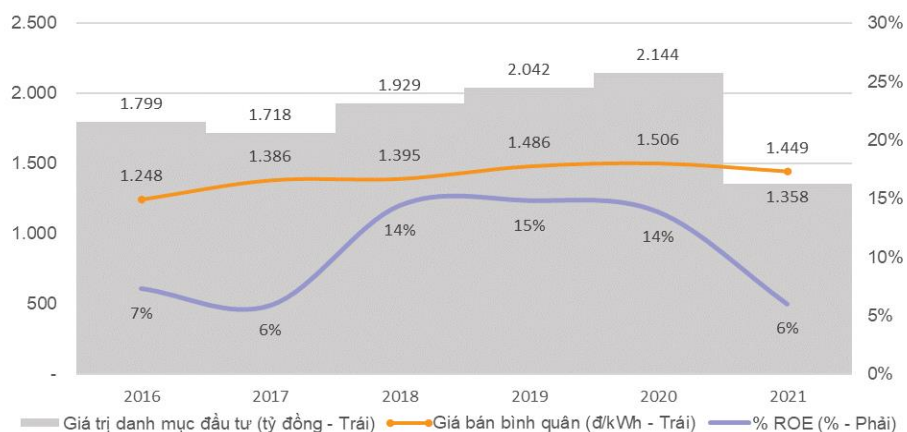
Hiện tại, REE đang đầu tư vào ba công ty nhiệt điện PPC, NBP và QTP. Tuy nhiên, năm 2021, REE đã thoái vốn tại QTP từ 8,04% xuống còn 0,98%, dẫn đến tổng giá trị đầu tư nhiệt điện giảm 36% svck xuống còn khoảng 1.358 tỷ đồng. Thực hiện đúng tinh thần và cam kết của Việt Nam tại Hội nghị thượng đỉnh về biến đổi khí hậu của Liên Hợp Quốc năm 2021 (COP26), REE có kế hoạch thoái nốt khoản đầu tư còn lại tại QTP vào năm 2022, giảm danh mục đầu tư nhiệt điện xuống còn 2 công ty và quyết định sẽ không đầu tư thêm vào nhiệt điện than trong tương lai. Về hiệu quả đầu tư, ROE của mảng năng lượng này hiệu quả hơn và tăng dần trong giai đoạn 2016-20. Năm 2021, các công ty liên kết nhiệt điện của REE bị ảnh hưởng nặng nề do sản lượng huy động thấp khi nhu cầu điện giảm sút qua các đợt giãn cách Covid nghiêm ngặt. Do đó, ROE năm 2021 ghi nhận mức thấp chỉ 6%. Tuy nhiên, giá bán nhiệt điện bình quân của REE duy trì ở mức khá ổn định khoảng 1.400-1.500đ/kWh trong giai đoạn 2018-21.

Hình 36: Danh mục điện than của REE

Công ty	Sở hữu của REE (%)	Công suất (MW)	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)
PPC	24,10%	1.040	1.197,0
NBP	29,40%	100	78,7
QTP	0,98%	1.200	49,3

Nguồn: VNDIRECT Research

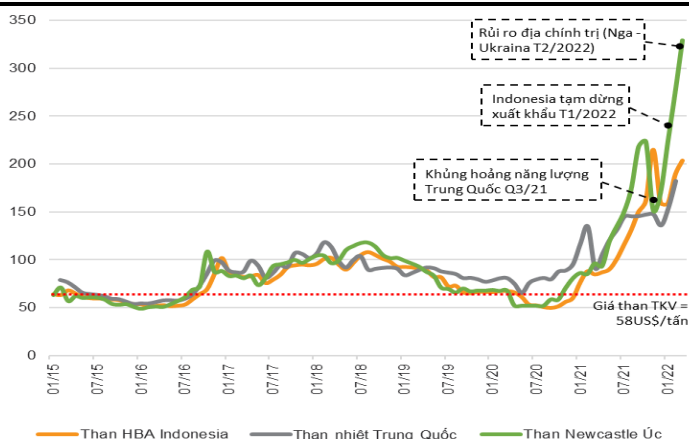
Hình 37: Tổng giá trị đầu tư nhiệt điện giảm trong năm 2021 sau khi thoái vốn QTP



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

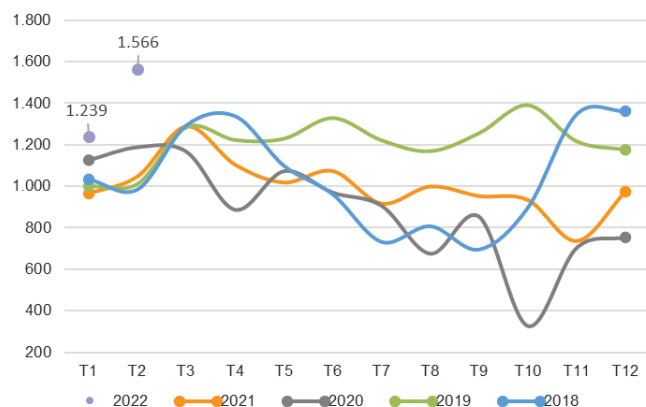
Nhóm công ty điện than dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ từ năm 2022

Hình 38: Giá than toàn cầu tăng mạnh từ Q3/21 do một số sự kiện trên thị trường thế giới từ cuối năm 2021 (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg, TKV

Hình 39: Giá bán điện bình quân trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng mạnh trong 2T22 (Đơn vị: VND/kWh)



Nguồn: VNDIRECT Research, GENCO 3

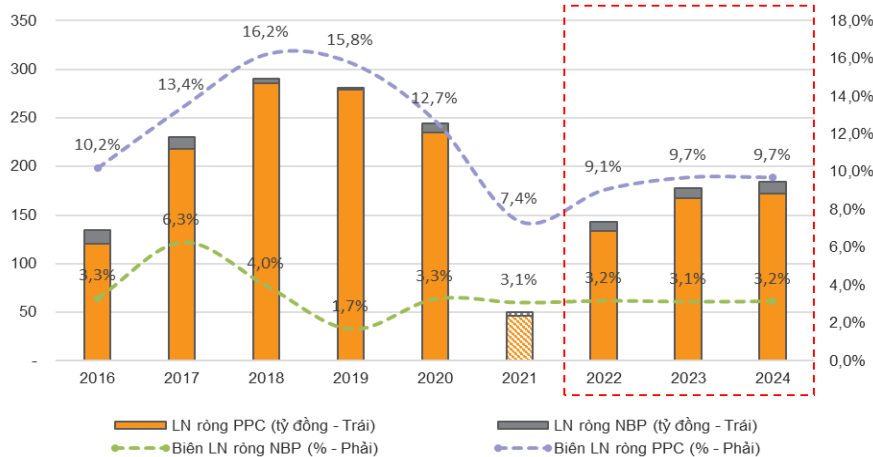
Giá than quốc tế đã tăng, phản ứng theo một số sự kiện đáng chú ý từ cuối năm 2021, bao gồm tác động địa chính trị gần đây của cuộc xung đột Nga - Ukraine kể từ T2/22. Hiện tại giá than thế giới đã tăng đáng kể do nhu cầu phục hồi kinh tế mạnh mẽ sau Covid trên thế giới khiến giá than tăng khoảng 2-3 lần so với Q3/21, trong đó bao gồm hai nhà xuất khẩu lớn của Việt Nam là Australia và Indonesia 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. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá than thế giới sẽ giảm dần do các bước đàm phán tích cực gần đây giữa Nga và Ukraine. Hơn nữa, TKV cũng đang tích cực gia tăng sản lượng khai thác để đảm bảo nhu cầu than trong thời gian tới.

Bên cạnh kỳ vọng tích cực về nguồn cung và giá than, chúng tôi kỳ vọng một số yếu tố vĩ mô sẽ củng cố triển vọng tích cực cho sản lượng của PPC và NBP trong năm 2022, nhờ:

- Thủy điện sẽ bước ra khỏi pha thời tiết thuận lợi từ T5/2022, dẫn tới nhu cầu cho nhiệt điện than cao hơn.
- Nhiệt điện duy trì vai trò là nguồn điện chạy nền chính, đảm bảo sự đầy đủ và ổn định của hệ thống điện.

- Sản lượng hợp đồng điện (Qc) áp dụng cho nhà máy nhiệt điện là 80%, tạo điều kiện cho nhà máy điện tăng sản lượng huy động cho thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) với tổng (Qm) là 20%.

Hình 40: LN ròng từ nhiệt điện tăng trở lại từ năm 2022 sau kết quả âm đậm trong năm 2021



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Chúng tôi dự kiến tổng LN ròng nhiệt điện của REE sẽ tăng 184% svck lên 142 tỷ đồng vào năm 2022 và 24% svck lên 177,47 tỷ đồng vào năm 2023 với sự đóng góp chủ yếu từ PPC (90% tổng LN nhiệt điện):

- Nhờ Tổ máy số 5 trở lại hoạt động và Tổ máy số 6 dự kiến hoàn thành sửa chữa trong nửa đầu năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sản lượng PPC phục hồi 54% svck lên 4.130 triệu kWh. Vào năm 2023, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ được cải thiện khi hai tổ máy chính 5 và 6 (thuộc Phả Lại 2) sẽ có thể hoạt động trong cả năm, nâng sản lượng sản xuất PPC thêm 14% svck lên 4.720 triệu kWh, bù đắp hiệu suất thấp của Phả Lại 1.
- NBP sẽ tiếp tục hoạt động như một nhà máy nhiệt điện phụ trợ vào năm 2022, góp phần vào việc vận hành phủ đỉnh ngoài dự kiến và ổn định hệ thống điện. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng NBP phục hồi 16% svck lên 454 triệu kWh nhờ kỳ vọng tích cực về sự phục hồi của sản lượng nhiệt điện, sau khi tăng lên 510 triệu kWh vào năm 2023.

Chúng tôi tổng hợp tổng sản lượng đóng góp theo sở hữu của REE và LN ròng theo từng loại hình điện trong giai đoạn 2022-24 như sau:

Hình 41: Tổng sản lượng theo sở hữu và đóng góp LN ròng của các loại năng lượng trong giai đoạn 2021-24

	2021	2022	%svck	2023	%svck	2024	%svck
Tổng sản lượng (triệu kWh)	4.363,19	4.741,15	9%	5.110,96	8%	5.286,72	3%
Thủy điện	3.036,68	2.759,90	-9%	2.848,14	3%	2.830,97	-1%
Điện mặt trời	113,00	178,50	58%	204,00	14%	204,00	0%
Điện gió	134,20	329,07	145%	394,67	20%	394,67	0%
Điện than	762,30	1.130,52	48%	1.289,64	14%	1.448,76	12%
Điện bán lẻ	317,00	343,16	8%	374,52	9%	408,32	9%
LN ròng (tỷ đồng)	978,21	1.210,34	24%	1.458,09	20%	1.506,66	3%
Thủy điện	736,09	656,92	-11%	721,33	10%	769,37	7%
Điện mặt trời	90,04	192,90	114%	242,66	26%	229,31	-6%
Điện gió	88,27	198,05	124%	297,36	50%	301,22	1%
Điện than	50,20	142,71	184%	177,47	24%	183,91	4%
Điện bán lẻ	13,61	19,77	45%	19,26	-3%	22,84	19%

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Màng nước: Màng kinh doanh mang lại dòng tiền và lợi nhuận ổn định

REE liên tục đầu tư vào phân khúc nước sạch trong những năm gần đây

Ngành nước đóng vai trò thiết yếu trong nhu cầu hằng ngày, đáp ứng nhu cầu sản xuất và sinh hoạt, tốc độ tăng trưởng của phân khúc nước hàng năm thường ổn định và liên quan chặt chẽ với tốc độ đô thị hóa và phát triển của nền kinh tế. Do đó, REE đã liên tục mở rộng danh mục đầu tư vào phân khúc nước với tổng giá trị đầu tư tăng trưởng kép 23% từ 831 tỷ đồng trong 2016 lên 2.059 tỷ đồng vào năm 2021. Hiện tại, REE đang sở hữu tổng cộng 9 công ty liên kết tại hai thành phố lớn là Hà Nội (1) và TP HCM (6) và một điểm đến du lịch nổi tiếng – Nha Trang, Khánh Hòa, với chuỗi giá trị được chia thành ba nhóm trong ngành nước, bao gồm:

- Công ty xử lý nước sạch (BOO, SWIC, THW, VCW).
- Công ty phân phối và cung cấp nước sạch (TDW, GDW, NBW, KHW).
- Từ Q2/21, REE đã hợp nhất TKPLUS (TK+) làm việc trong lĩnh vực tư vấn xây dựng công trình và giải pháp liên quan đến xử lý nước sạch

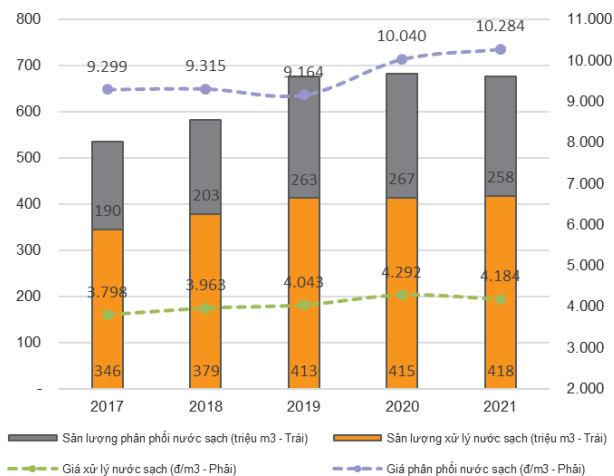
Hình 42: REE sở hữu danh sách hàng loạt các công ty nước, hoạt động trong ba phân ngành chính

Công ty	Địa điểm	REE sở hữu (%)	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (m3/ngày)	Tỷ lệ thất thoát (%)	Địa bàn kinh doanh
Công ty xử lý nước sạch				1.200.000		
B.O.O Thủ Đức (BOO)	Thủ Đức	42,1%	303,7	300.000		Quận 2,7,9, Nhà Bè và thành phố Thủ Đức
Thủ Đức III (SWIC)	Thủ Đức	40,0%	321,5	300.000		
Tân Hiệp II (THW)	Tân Hiệp	32,0%	123,4	300.000		Phía Tây khu vực TPHCM
Sông Đà (VCW)	Hà Nội	36,0%	900,8	300.000		Khu vực Tây Nam Hà Nội
Công ty phân phối nước sạch						
Cấp nước Thủ Đức (TDW)	Thủ Đức	44,2%	79,0		12,0%	Quận 2,9 và Thành phố Thủ Đức
Cấp nước Gia Định (GDW)	Gia Định	20,1%	34,1		15,4%	Quận Bình Thạnh, Phú Nhuận, 1 phần Q3 và Gò Vấp
Cấp nước Nhà Bè (NBW)	Nhà Bè	20,0%	41,5		13,1%	Quận 4,7 và Nhà Bè
Công ty xử lý và phân phối						
Cấp nước Khánh Hòa (KHW)	Khánh Hòa	43,9%	256,0	120.000	15,7%	TP Nha Trang, Diên Khánh, Cam Lâm và huyện Khánh Sơn
Công ty tư vấn						
TKPLUS	TPHCM	65,0%				

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

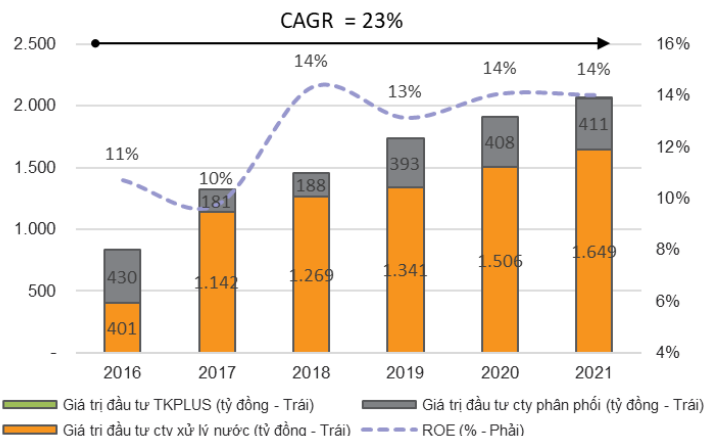
Đối với giá nước sạch, giá nước phân phối ở từng địa phương do Ủy ban nhân dân quản lý và không chịu sự quản lý chung của chính phủ như giá điện. Ngoài ra, giá nước sạch bán lẻ thường được điều chỉnh phù hợp theo từng kế hoạch của từng địa phương khoảng 3-6% mỗi năm. Đặc biệt tại các khu vực thành phố lớn, sau khi giữ nguyên giá bán lẻ từ năm 2015-19, giá nước sạch TP HCM bắt đầu tăng 6% trong năm 2020 theo lộ trình giá của Chính phủ. Từ năm 2022, giá nước sạch tiếp tục tăng 6% so với mức giá không đổi vào năm 2021 nhằm hỗ trợ Covid. Mặt khác, Hà Nội vẫn giữ giá nước ổn định theo quyết định của Ủy ban nhân dân từ năm 2013, một số công ty hiện kiến nghị điều chỉnh tăng giá nước theo lộ trình do chi phí tăng cao và hiện tại đang chờ phê duyệt.

Hình 43: Sản lượng nước tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2017-19 sau đó chậm lại trong hai năm Covid 2020-21



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

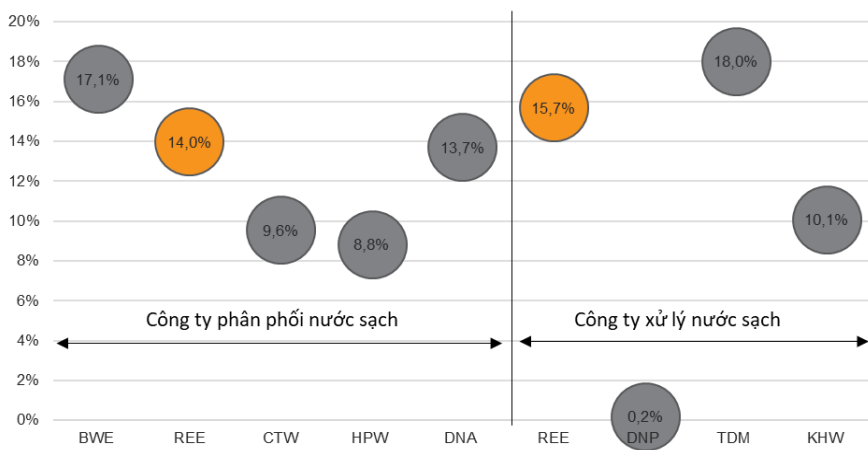
Hình 44: Giá trị đầu tư vào phân khúc nước tăng 23% CAGR từ năm 2016-21 và ROE cũng cải thiện từ 11% lên 14%



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Theo quan sát của chúng tôi, mảng nước của REE có tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ (ROE) khá ổn định, cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành ở cả hai chuỗi giá trị, xử lý nước và cấp nước, trong đó, mảng xử lý và cấp nước của REE có ROE ước tính vào khoảng 15,7% và 14,0%, chỉ thấp hơn hai công ty ở tỉnh Bình Dương là BWE (17,1%) và TDW (18,0%) - khu vực có giá nước trung bình cao hơn nhiều do tập trung nhiều khu công nghiệp.

Hình 45: Phân khúc nước của REE có ROE vẫn ở mức khá cao so với các công ty nước cùng ngành



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

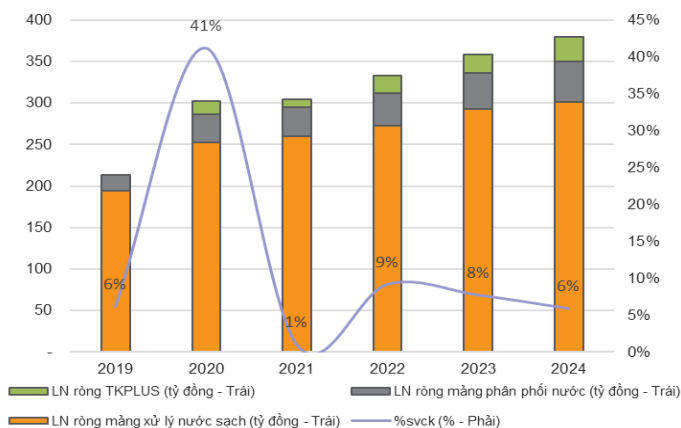
Sản lượng mảng nước sẽ có mức tăng trưởng ổn định từ năm 2022

Chúng tôi đánh giá các yếu tố ảnh hưởng đến từng mảng kinh doanh với sự khác biệt cụ thể như sau:

- Đối với công ty xử lý nước: yếu tố ảnh hưởng lớn nhất đến kết quả kinh doanh là vốn đầu tư nhà máy, chi phí khấu hao, vị trí đặt gần nguồn nước và giá bán sản lượng đầu ra cho các công ty phân phối. Các nhà máy xử lý nước sạch thường có doanh thu và sản lượng ổn định với tốc độ tăng trưởng tương đối chậm. Tỷ suất lợi nhuận của công ty trong ngành khá cao, khoảng 35-40% nhờ đặc tính tồn kho thấp do nước sản xuất được phân phối ngay sau khi xử lý.

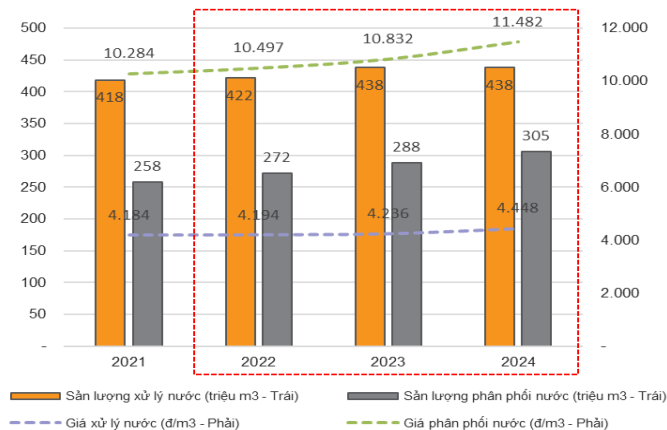
- Đối với công ty cấp nước: hoạt động của công ty phụ thuộc nhiều vào tỷ lệ thất thoát nước và mật độ dân số trong khu vực phân phối. Các công ty phân phối nước thường xuyên phải chịu chi phí bảo trì và nâng cấp đáng kể do hệ thống cấp nước, đường ống chủ yếu là đã cũ kỹ và xuống cấp.

Hình 46: Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận ròng ổn định cho mảng nước trong giai đoạn 2022-2024



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 47: Các nhà máy xử lý nước sẽ sớm đạt mức công suất tối đa, do đó tiềm năng tăng giá sẽ là động lực tăng trưởng chính



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Từ năm 2022, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng mảng nước có thể chậm lại sau khi các công ty xử lý nước đạt công suất tối đa. Chúng tôi giả định nhu cầu sản lượng nước sạch sẽ tăng với tốc độ CAGR 6% trong giai đoạn 2021 - 2030, theo Hiệp hội Cấp thoát nước Việt Nam (VWSA). Hơn nữa, theo lộ trình giá nước của Hà Nội và những kiến nghị vừa qua về nhu cầu tăng giá nước, chúng tôi dự đoán giá nước bán lẻ ở Hà Nội sẽ có thể tăng 3% mỗi năm trong 2022-2023. Mặt khác, TP HCM hiện tại đã được hưởng lợi từ việc tăng giá nước sạch 6% kể từ tháng 1/2022, chúng tôi kỳ vọng giá nước sạch sẽ tiếp tục tăng thêm 6% nữa từ năm 2023 theo đúng lộ trình của khu vực. Do đó, lợi nhuận ròng mảng nước sẽ tăng lần lượt 9%/8% svck trong năm 2022-2023 lên 333 tỷ đồng và 359 tỷ đồng với giả định công suất tối đa cho các công ty xử lý nước từ năm 2023.

Hình 48: Tóm tắt KQKD mảng nước theo sở hữu của REE

	2021	2022	%svck	2023	%svck	2024	%svck
Sản lượng (triệu m3)	231,20	246,81	7%	258,41	5%	264,06	2%
Xử lý nước sạch	148,08	158,00	7%	164,27	4%	164,27	0%
Phân phối nước sạch	83,12	88,81	7%	94,14	6%	99,79	6%
LN ròng (tỷ đồng)	304,98	333,03	9%	358,83	8%	374,00	6%
Xử lý nước sạch	259,82	272,76	5%	292,32	7%	301,45	3%
Phân phối nước sạch	35,16	38,92	11%	43,95	13%	48,60	11%
Công ty tư vấn	10,00	21,36	114%	22,55	6%	23,95	6%

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Tăng trưởng hợp đồng ký mới sẽ là điểm tựa cho sự phục hồi mảng M&E trong năm 2022

Hiện tại trong mảng cơ điện REE tập trung vào ba lĩnh vực: nhà thầu cơ điện, nhà phân phối điều hòa không khí và nhà thầu EPC điện mặt trời. Phân khúc cơ điện lạnh gặp phải sự cạnh tranh gay gắt từ các công ty tư nhân khiến giá gói thầu giảm dần qua các năm để thu hút khách hàng, dẫn đến doanh thu và tỷ suất lợi nhuận ròng đều giảm từ năm 2017-2021. Tuy nhiên, Việt Nam đang bước vào chu kỳ đầu tư công mới, trong đó REE sẽ là đơn vị hưởng lợi với ước tính 60% thị phần cơ điện trong phân khúc đầu tư công và công ty có bề dày

kinh nghiệm về nhà thầu cơ điện cho rất nhiều dự án lớn. Chúng tôi tin rằng REE có nhiều tiềm năng trúng thầu một số gói thầu cơ điện từ các dự án sân bay lớn như sân bay quốc tế Long Thành và nhà ga T3 Tân Sơn Nhất với bề dày kinh nghiệm trong phân khúc này. Do đó, chúng tôi dự báo giá trị backlog ký mới trong giai đoạn 2022-2023 tiếp tục tăng với tốc độ tăng trưởng kép 20% lên lần lượt là 4.508 tỷ đồng và 5.410 tỷ đồng.

Hình 49: REE có kinh nghiệm là nhà thầu cơ điện cho nhiều dự án cảng hàng không

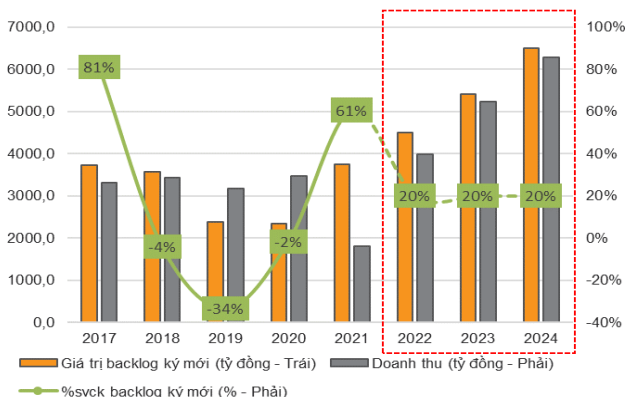
Dự án	Thời gian thi công	Gói thầu
Sân bay Quốc tế Nội Bài	06/2000 - 12/2001	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Cảng Hàng không Liên Khương	12/2007 - 12/2009	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất	11/2004 - 09/2007	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Nhà ga hành khách T2 Nội Bài	08/2012 - 12/2014	Cung cấp, lắp đặt hệ cơ, thông gió & BMS
Nhà ga quốc tế T2 Tân Sơn Nhất	GĐ1: 05/2015 - 10/2016	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện và thiết bị nhà ga
	GĐ2: 07/2017 - 08/2018	
Cảng Hàng không Quốc tế Đà Nẵng	04/2016 - 09/2017	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Cảng Hàng không Quốc tế Cam Ranh	02/2017 - 05/2018	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Cảng Hàng không Quốc tế Phú Bài*	07/2021 - 11/2022	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Chúng tôi kỳ vọng mảng cơ điện sẽ lấy lại đà tăng trưởng trong năm 2022 với động lực từ giá trị backlog ký mới tăng mạnh. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của Reetech sẽ được hưởng lợi từ hoạt động M&E sôi động khi thị trường bất động sản và đầu tư công trở lại trạng thái tăng trưởng sau một năm trì trệ. Ngoài ra, công ty cũng thực hiện một số chiến lược xây dựng thương hiệu và mạng lưới phân phối về phía Bắc và Đông Nam Bộ để thúc đẩy doanh số bán hàng. Hoạt động của nhà thầu năng lượng mặt trời trên mái nhà cũng dự kiến sẽ tăng lên khi công ty có kế hoạch lắp đặt và vận hành thêm điện mặt trời trên mái nhà 100MWp trong năm 2022:

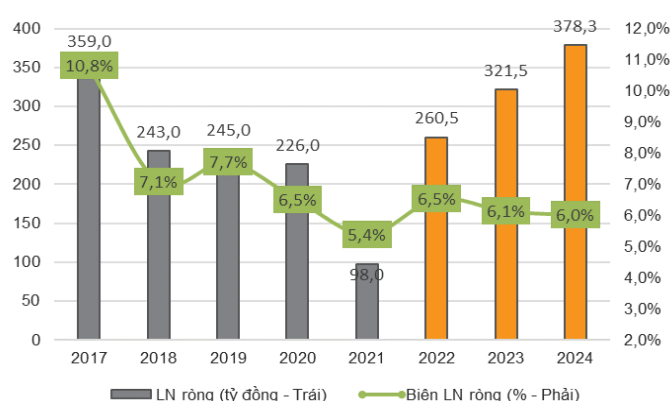
- Từ năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu tăng mạnh 98,6% svck lên 3.607 tỷ đồng cho tổng mảng M&E. Chúng tôi cũng kỳ vọng LN ròng sẽ tăng mạnh lên 260,5 tỷ đồng (+140,7% svck), tuy nhiên, chúng tôi dự đoán rằng biên LN ròng sẽ duy trì ở mức thấp (6,5%), do giá hàng hóa dự báo sẽ tiếp tục nhiều biến động, gây ra bởi sự gián đoạn chuỗi cung ứng do những yếu tố khó lường từ rủi ro địa chính trị trong thời gian gần đây.
- Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng ổn định 20% so với cùng kỳ lên 5.230 tỷ đồng. Chúng tôi vẫn duy trì biên LN ròng thấp là 6,1% do cạnh tranh trong ngành và biến động giá nguyên vật liệu và thiết bị không chắc chắn, do đó, LN ròng sẽ tăng 23,4% svck lên 321,5 tỷ đồng.

Hình 50: Giá trị hợp đồng ký mới tăng mạnh 61% svck trong 2021, và sẽ là động góp chính cho tăng trưởng doanh thu trong 2022



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 51: LN ròng 2022 đạt 260 tỷ đồng trong khi biên LN ròng tiếp tục ở mức thấp khoảng 6,5%



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

E.town 6 là động lực tăng trưởng cho mảng bất động sản cho thuê

Hình 52: Danh mục các tòa nhà cho thuê văn phòng của REE

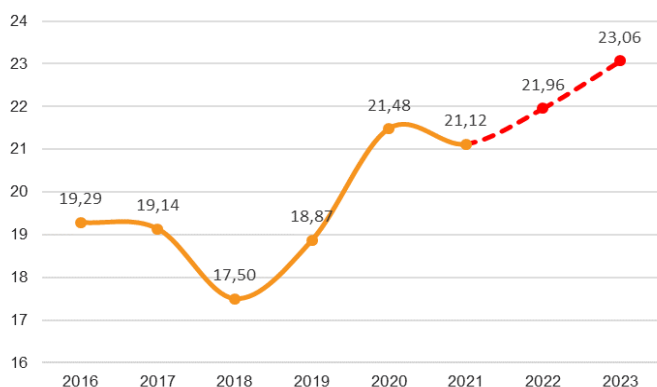
Tòa nhà	Diện tích (m2)	Năm vận hành	Tổng mức đầu tư
E.town central	34.000	2017	1.178
REE tower	18.000	2011	347
E.town 1	30.000	2002	na
E.town 2	26.633	2007	222
E.town 3	15.000	Q4/2008	157
E.town 5	30.000	2019	353
E.town 6	40.000	Q4/2023	1.400

Nguồn: VNDIRECT Research

REE tập trung phát triển bất động sản với hai phân khúc chính là văn phòng cho thuê và phát triển dự án. Hai mảng này đều mang lại tỷ suất lợi nhuận cao, khoảng 50% nhờ giá vốn và chi phí quản lý thấp.

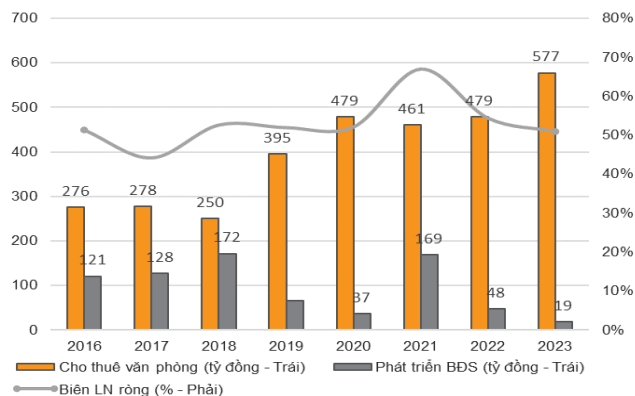
- REE hiện đang sở hữu danh mục gồm 7 cao ốc văn phòng hạng B, tất cả đều nằm trên trục đường đông dân cư của Thành phố Hồ Chí Minh (Tp.HCM), một khu phức hợp bao gồm nhiều cao ốc văn phòng và đang hoạt động tốt với tỷ lệ lấp đầy cao khoảng 98% hàng năm ngay cả trong giai đoạn giãn cách xã hội.
- Tuy nhiên, trong khi hoạt động cho thuê dần phát ổn định và bền vững, thì lĩnh vực phát triển dự án chưa thực sự hiệu quả do một số thách thức pháp lý và khó khăn trong việc mở rộng quỹ đất. Trong năm 2021, REE không ghi nhận dự án nào và tập đoàn đã hoàn tất việc thoái vốn của CTCP Đầu tư và Phát triển Hạ tầng Việt Nam (VIID), đem lại khoản lợi nhuận sau thuế khoảng 163 tỷ đồng.

Hình 53: Giá cho thuê văn phòng sẽ tăng ổn định trong năm 2022-23 (Đơn vị: USD/m2)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 54: Dự phóng lợi nhuận ròng mảng bất động sản giai đoạn 2022-23



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Trong năm 2022, chúng tôi dự báo LN ròng giảm 14% svck từ mảng bất động sản xuống 528 tỷ đồng do khoản lợi nhuận đột biến từ thương vụ thoái vốn ghi nhận trong năm 2021. Từ năm 2023, chúng tôi kỳ vọng LN ròng phục hồi 13% svck lên 595 tỷ đồng khi E.town 6 đi vào vận hành, trong đó:

- LN ròng năm 2022 từ mảng phát triển dự án sẽ giảm 70% svck sau khi ghi nhận lợi nhuận thoái vốn năm 2021. Trong năm nay, REE đã ký hợp đồng đầu tư 51% với liên doanh với SaigonRes (SGR) để cùng phát triển bất động sản nhà ở thương mại dự án tại Phú Hội (Nhơn Trạch, Đồng Nai). Tổng diện tích đất dự án là 7,9ha, tổng chi phí xây dựng dự kiến là 1.000 tỷ đồng và dự án sẽ mang lại cho REE khoảng 50 tỷ đồng vào năm 2022. Từ năm 2023, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận khiêm tốn khoảng 20 tỷ đồng do đóng góp khiêm tốn từ SGR (công ty liên kết REE sở hữu 29.9%).
- Đối với phân khúc văn phòng cho thuê, REE đã bắt đầu xây dựng E.town 6 từ năm 2020 và dự kiến đi vào hoạt động từ Q4/2023. E.town 6 sẽ là tòa nhà văn phòng hạng B mới, với tổng diện tích cho thuê lên đến 40.000m2, được trang bị thêm nhiều tiện ích hiện đại theo thông tin từ ban lãnh đạo. Tòa nhà, khi mở cửa từ 2023, sẽ đóng góp vào tổng diện tích cho thuê của REE đạt khoảng 190.000m2 (+25%) với mức giá cho thuê dự kiến cao hơn khoảng 25-27 USD/m2/tháng. Chúng tôi giả định giá thuê sẽ tăng khoảng 3-4% đối với cao ốc văn phòng hạng B do: 1) Nhu cầu văn phòng hạng B tăng cao do xu hướng chuyển đổi của khách hàng từ hạng A để giảm giá thành. 2) Tỷ lệ lấp đầy văn phòng

hạng B tại TP.HCM vẫn ở mức cao 92% trong thời gian Covid (CBRE), và chúng tôi kỳ vọng nguồn cung hạn chế từ năm 2022 do nhu cầu tăng đột biến trở lại, 3) Giá thuê các tòa nhà của REE đang ở mức khoảng 21 USD/m2/tháng, thấp hơn giá thuê Hạng B trung bình của TP.HCM là 25,5 USD/m2/tháng. Nhìn chung, LN ròng 2022-2023 sẽ tăng lần lượt 4% svck và 18% svck lên 479 tỷ đồng và 655 tỷ đồng.

Tổng hợp dự phóng KQKD cho giai đoạn 2022-2023

Chúng tôi tổng hợp KQKD của REE như sau:

- Trong năm 2022-2023, mảng cơ điện sẽ tiếp tục đóng góp lớn vào doanh thu của REE, theo sau là ngành điện và bất động sản. Mặt khác, mảng nước mang lại doanh thu khiêm tốn nhờ công ty con TKPLUS. Doanh thu toàn công ty sẽ tăng 49% svck và 19% svck lên lần lượt là 9,045 tỷ đồng và 10,797 tỷ đồng trong năm 2022-2023.
- Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp tăng 30% svck chủ yếu do hợp nhất VSH.
- Doanh thu hoạt động tài chính giảm 65% svck trong năm 2022 khi năm 2021 công ty ghi nhận lãi một lần từ việc thoái vốn QTP vào năm 2021, sau đó tăng trở lại 25% sau khi tăng trưởng tiền gửi.
- Chi phí tài chính tiếp tục giữ ở mức cao đạt 690 tỷ đồng do nợ vay tăng mạnh từ các dự án mới đi vào hoạt động và hợp nhất VSH trong 2021.
- LN từ công ty Idlk tăng 48% svck/10% svck lên 846 tỷ đồng và 930 tỷ đồng trong 2022-23 với đóng góp chính từ điện và nước.

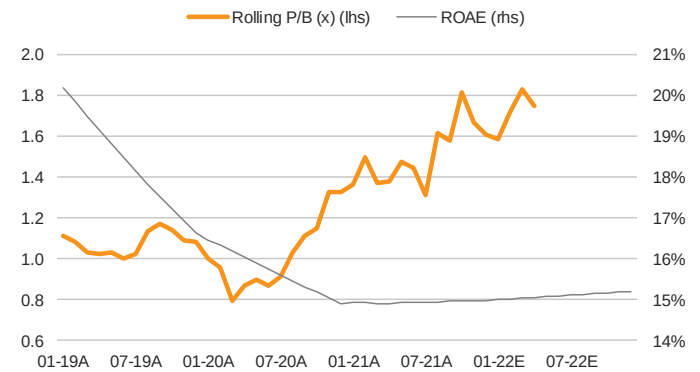
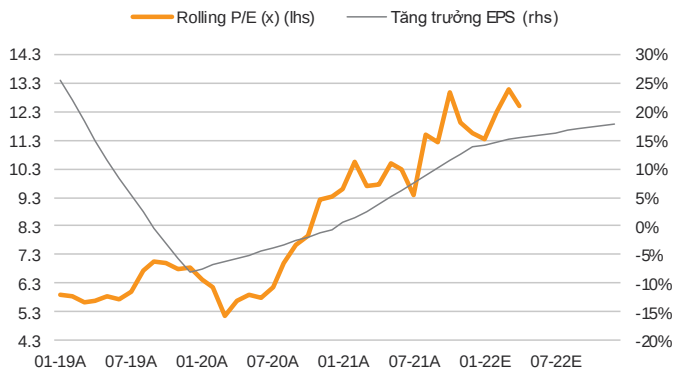
LN ròng của REE sẽ tiếp tục được đóng góp chính bởi các ngành thiết yếu điện, cho thuê văn phòng, theo sau là nước và cơ điện lạnh. Trong đó, LN ròng 2022 sẽ tăng 19% svck nhờ những tín hiệu tăng trưởng tích cực từ mảng điện và sự phục hồi mạnh mẽ của mảng cơ điện. Từ năm 2023, mảng cho thuê văn phòng dự kiến sẽ ghi nhận sự tăng trưởng LN ròng mạnh khi E.town 6 đi vào hoạt động. Tổng hợp lại, LN ròng năm 2022-23 sẽ tăng 19% svck và 18% svck lần lượt đạt 2.232 tỷ đồng và 2.636 tỷ đồng. Trong đó, mảng điện sẽ tiếp tục có đóng góp lớn nhất, theo sau là bất động sản, nước và cơ điện. Trong năm 2022, REE dự kiến sẽ trả cổ tức tiền mặt 10% (1.000đ/cp) và cổ tức bằng cổ phiếu 15% (100:15), theo đó, cty sẽ chi lần lượt 309 tỷ đồng và 463 tỷ đồng cho 2 đợt trả cổ tức.

Hình 55: Tổng hợp dự phóng KQKD cho giai đoạn 2022-2024

Tỷ đồng	2021	2022	%svck	2023	%svck	2024	%svck
Doanh thu	6.048,21	9.045,53	50%	10.797,21	19%	12.140,58	12%
Điện	3.201,21	3.996,31	25%	4.296,58	8%	4.422,82	3%
Nước	92,00	97,52	6%	103,37	6%	109,57	6%
Cơ điện lạnh	1.816,00	3.982,42	119%	5.229,74	31%	6.275,69	20%
BDS	939,00	969,28	3%	1.167,52	20%	1.332,49	14%
LN gộp	2.364,12	3.078,84	30%	3.616,22	17%	3.915,31	8%
Chi phí bán hàng và QLDN	456,87	596,68	31%	711,79	19%	813,27	14%
Doanh thu tài chính	464,84	160,81	-65%	201,10	25%	304,23	51%
Chi phí tài chính	706,21	690,53	-2%	691,74	0%	664,63	-4%
LN từ liên doanh liên kết	571,94	846,06	48%	930,17	10%	939,37	1%
Lợi nhuận sau thuế	2.135,86	2.544,88	19%	3.033,67	19%	3.345,59	10%
Lợi ích cổ đông thiểu số	281,20	335,05	19%	399,40	19%	440,47	10%
LN ròng	1.875,00	2.232,81	19%	2.636,03	18%	2.814,19	7%
Điện	873,00	1.132,79	30%	1.382,70	22%	1.420,21	3%
Nước	274,00	311,68	14%	336,27	8%	350,05	4%
Cơ điện lạnh	98,00	260,49	166%	321,51	23%	378,33	18%
BDS	630,00	527,86	-16%	595,55	13%	665,61	12%
EPS (đ/cp)	5.981,64	7.041,73	19%	8.474,80	18%	9.386,71	7%

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	5.810	8.939	10.659
Giá vốn hàng bán	(3.498)	(5.869)	(7.070)
Chi phí quản lý DN	(372)	(462)	(536)
Chi phí bán hàng	(85)	(161)	(180)
LN hoạt động thuần	1.855	2.446	2.872
EBITDA thuần	1.534	1.531	1.924
Chi phí khấu hao	322	915	948
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.855	2.446	2.872
Thu nhập lãi	465	161	198
Chi phí tài chính	(706)	(691)	(753)
Thu nhập ròng khác	13	23	26
TN từ các Cty LK & LD	774	846	930
LN trước thuế	2.401	2.786	3.272
Thuế	(265)	(268)	(317)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(281)	(335)	(390)
LN ròng	1.855	2.183	2.565
Thu nhập trên vốn	1.855	2.183	2.565
Cổ tức phổ thông	(86)	(310)	(310)
LN giữ lại	1.769	1.873	2.255

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.831	2.246	2.799
Đầu tư ngắn hạn	864	921	1.397
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.986	4.185	5.163
Hàng tồn kho	799	1.410	1.819
Các tài sản ngắn hạn khác	276	282	380
Tổng tài sản ngắn hạn	6.756	9.044	11.559
Tài sản cố định	16.464	16.202	15.908
Tổng đầu tư	6.311	7.157	8.088
Tài sản dài hạn khác	2.296	2.369	2.660
Tổng tài sản	31.826	34.773	38.215
Vay & nợ ngắn hạn	1.324	750	732
Phải trả người bán	860	861	1.076
Nợ ngắn hạn khác	2.173	2.817	3.354
Tổng nợ ngắn hạn	4.356	4.428	5.162
Vay & nợ dài hạn	10.650	10.718	10.589
Các khoản phải trả khác	464	788	972
Vốn điều lệ và	3.101	3.101	3.101
LN giữ lại	8.962	10.862	13.124
Vốn chủ sở hữu	13.301	15.448	17.712
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.055	3.391	3.780
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	31.826	34.773	38.215

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	2.401	2.786	3.272
Khấu hao	895	915	948
Thuế đã nộp	(230)	(268)	(317)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.045)	(749)	(1.228)
Thay đổi VLĐ	(283)	(1.145)	(727)
LC tiền thuần HKKD	1.738	1.540	1.948
Đầu tư TSCĐ	(3.912)	(654)	(654)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	0
Các khoản khác	1.291	161	198
Thay đổi tài sản dài hạn khác	611	(65)	(483)
LC tiền từ HĐĐT	(2.009)	(558)	(939)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	121	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.416	(506)	(147)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(1)	248	2
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(86)	(310)	(310)
LC tiền thuần HĐTC	1.450	(568)	(456)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	652	1.831	2.246
LC tiền thuần trong năm	1.179	415	553
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1.831	2.246	2.799

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	31,9%	24,4%	24,1%
Vòng quay TS	0,22	0,27	0,29
ROAA	7,1%	6,6%	7,0%
Đòn bẩy tài chính	2,12	2,32	2,20
ROAE	15,0%	15,2%	15,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	187,6	170,9	176,8
Số ngày nắm giữ HTK	83,4	87,7	93,9
Số ngày phải trả tiền bán	89,7	53,6	55,5
Vòng quay TSCĐ	0,60	0,55	0,66
ROIC	6,5%	7,2%	7,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	2,0	2,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,4	1,7	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,7	0,8
Vòng quay tiền	181,2	205,0	215,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	3,0%	53,9%	19,2%
Tăng trưởng LN từ HKKD	49,7%	31,9%	17,4%
Tăng trưởng LN ròng	13,9%	17,7%	17,5%
Tăng trưởng EPS	13,9%	17,7%	17,5%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>