

**CÔNG TY CỔ PHẦN CƠ ĐIỆN LẠNH (HOSE: REE)
NĂNG LƯỢNG TỎA SÁNG**

Khuyến nghị

MUA

Giá hiện tại:	56,200
Giá mục tiêu:	68,500
Tỷ suất cổ tức	0%
Tiềm năng tăng giá	21.9%

Ngày viết báo cáo:	19/03/2021	Cơ cấu cổ đông	
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	309	Platinum Victory Pte. Ptd	29.9%
Vốn hóa (tỷ đồng)	17,368	Nguyễn Thị Mai Thanh	12.2%
Thanh khoản TB 30 phiên	921,373	Apollo Asia Fund	5.9%
Sở hữu nước ngoài	49.0%	VIETFUND Management	5.5%

Chuyên viên phân tích:

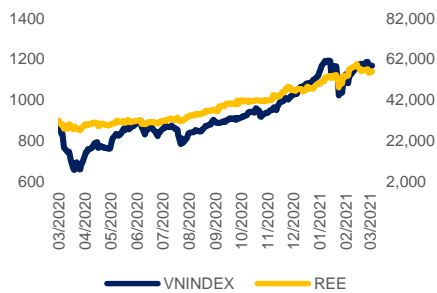
Phạm Nguyên Long
(Tiện ích, Hàng không)
longpn@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

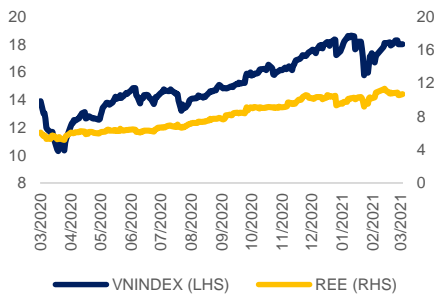
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 63,500 VNĐ
Giá chốt lỗ: 49,500 VNĐ

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Định giá

- BSC khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu REE với **giá mục tiêu 68,500 đồng/cp** cho năm 2021 (+21.9% so với giá ngày 19/03/2020) dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP).

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo DTT và LNST 2021 lần lượt đạt **6,591 tỷ đồng (+16.9% yoy)** và **LNST = 2,045 tỷ đồng (+19.4% yoy)**, EPS FW 2021 = **6,289 VNĐ/CP** với giả định: (1) Các dự án cơ điện công trình (M&E) ký mới +20% yoy; (2) Giá cho thuê văn phòng tại các tòa nhà cho thuê +5% so với năm 2020 và (3) Sản lượng mảng thủy điện đạt 4.8 tỷ kWh (+34% yoy) nhờ hiện tượng La Nina.

Quan điểm đầu tư

- Hoạt động M&E và văn phòng cho thuê với tỷ suất lợi nhuận ổn định là “cổ máy in tiền” đem đến dòng tiền đều đặn cho REE.
- Mảng Phát điện tăng trưởng mạnh trong năm 2021 nhờ hiện tượng La Nina và công suất tăng thêm từ các nhà máy mới hoạt động.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng mảng Thủy điện và quá trình xây dựng các nhà máy điện năng lượng tái tạo.
- Dự án Thượng Kon Tum chậm tiến độ hoạt động, làm sụt giảm sản lượng điện được huy động trong năm.

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong năm 2020, REE ghi nhận DTT đạt **5,640 tỷ đồng (+15.3% yoy)** nhờ (1) doanh thu mảng điện **+49.2% yoy** do La Nina quay trở lại và (2) doanh thu mảng M&E **+9.5%** nhờ các dự án EPC điện mặt trời áp mái.
- LNST của REE đạt **1,714 tỷ (-0.3% yoy)** do (1) DT tài chính đạt 221 tỷ VNĐ (-49% yoy) và (2) **Chi phí tài chính đạt 475 tỷ VNĐ (+23% yoy)** do tăng lỗ CLTG trong năm.
- REE **không chi trả cổ tức cho năm 2020** để sử dụng cho nguồn vốn đầu tư cho các dự án điện, nước và BĐS trong năm 2021.

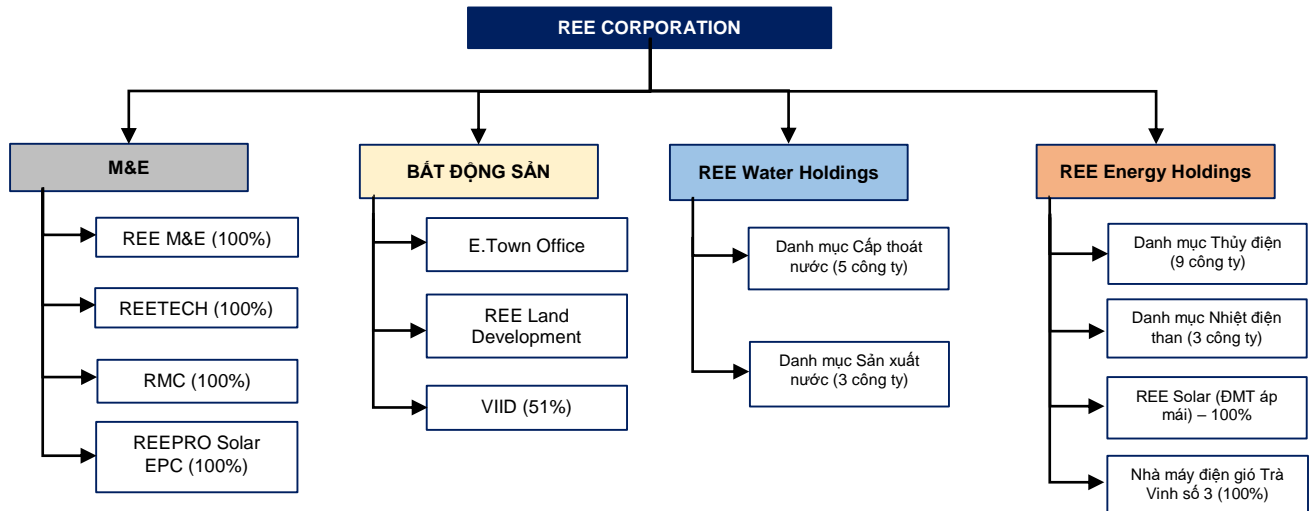
	2020	2021F	VN-Index
PE (x)	10.5	8.8	18.3
PB (x)	1.5	1.4	2.5
PS (x)	3.0	2.6	2.0
ROE (%)	15%	17%	13.7%
ROA (%)	9%	10%	2.2%
EV/ EBITDA (x)	7.5	7.7	17.3

	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu	5,101	4,890	5,640	6,591
Lợi nhuận gộp	1,228	1,246	1,606	2,066
Lợi nhuận sau thuế	1,885	1,720	1,714	2,045
EPS	5,754	5,286	5,251	6,289
Tăng trưởng EPS	30%	-8%	-1%	20%
Nợ/VCSH	32%	51%	46%	41%

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP NĂM 2020

THAY ĐỔI CẤU TRÚC QUẢN TRỊ CÔNG TY

Trong năm 2020, REE đã thực hiện tái cấu trúc mô hình quản trị, theo đó REE đã thực hiện tái cấu trúc doanh nghiệp bằng cách chia thành 4 holdings do REE sở hữu 100%, và quản lý riêng biệt 4 mảng của công ty như sau:



Nguồn: REE, BSC Research

So với mô hình cũ, BSC kỳ vọng rằng **mô hình quản trị mới sẽ hỗ trợ cho các mảng kinh doanh của REE hoạt động tốt hơn** do (1) REE có thể quản trị các công ty thành viên dễ dàng và minh bạch hơn, (2) các công ty con có thể dễ dàng huy động vốn cho từng mảng riêng biệt và (3) các công ty con có thể tiến hành IPO, đem về nguồn lợi nhuận để tái đầu tư cho Công ty mẹ trong tương lai.

CẬP NHẬT KQKD NĂM 2020

Trong năm 2020, REE ghi nhận DTT = **5,640 tỷ VNĐ (+15.3% yoy)**, tương đương **94% KH** năm nhờ (1) Doanh thu mảng điện **+49.2% yoy** thủy điện được ưu tiên huy động và (2) doanh thu mảng M&E **+9.5% yoy** do REE thực hiện hợp đồng EPC cho các dự án điện mặt trời tái tạo.

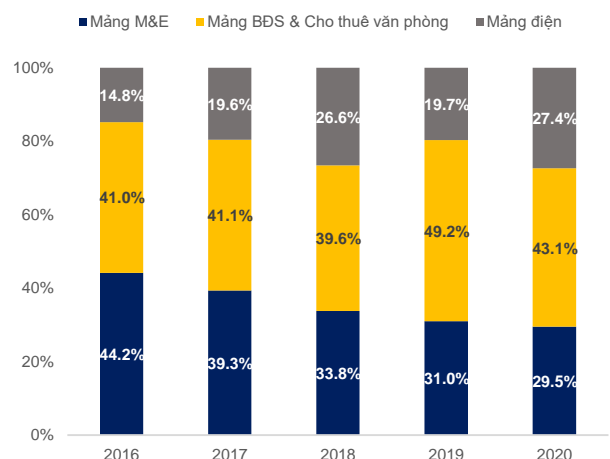
Về cơ cấu LNG, mảng BĐS & Cho thuê văn phòng đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong năm 2020 nhờ **biên LNG cải thiện lên mức 70%**, so với mức **66%** của năm 2019.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của REE (tỷ VNĐ)



Nguồn: REE, BSC Research

Hình 2: Cơ cấu LNG của REE



Nguồn: REE, BSC Research

Trong khi DTT tăng trưởng so với cùng kỳ, LNST của công ty giảm nhẹ, chỉ đạt **1,714 tỷ VNĐ (-0.3% yoy)** do:

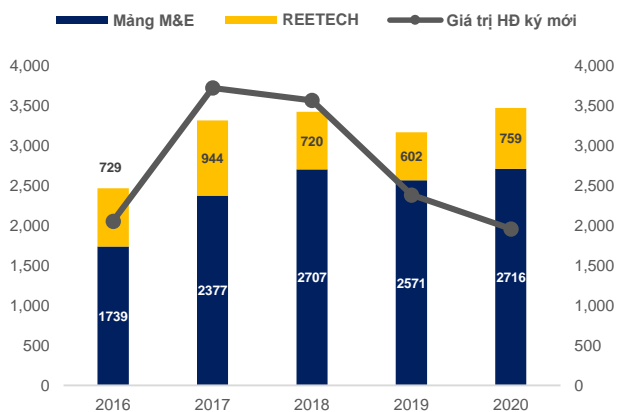
- Doanh thu tài chính đạt **221 tỷ VNĐ (-49.8% yoy)** do doanh thu từ lãi tiền gửi **-33% yoy** và lãi từ thanh lý các khoản đầu tư **-89% yoy** (năm 2019 **phát sinh 87 tỷ VNĐ thu nhập bất thường** từ chuyển nhượng nhà máy Vũng Áng).
- Chi phí tài chính đạt **475 tỷ VNĐ (+23% yoy)** do chênh lệch tỷ giá trong năm **ghi nhận lỗ 53 tỷ VNĐ** (lỗ tỷ giá năm 2019 ghi nhận ở mức thấp 385 triệu VNĐ).

MẢNG M&E – NĂM BẮT THỜI CƠ

Doanh thu mảng M&E tăng trưởng 10% bất chấp ảnh hưởng từ dịch Covid-19. Doanh thu M&E năm 2020 đạt 3,475 tỷ VNĐ (+9.5% yoy), trong đó doanh thu mảng cơ điện công trình (M&E) đạt 2,716 tỷ VNĐ (+5.6% yoy) và doanh thu mảng REE TECH đạt 759 tỷ VNĐ (+26% yoy) do:

- REE tiếp tục ký các dự án cung cấp & lắp đặt hệ thống cơ điện tại TP.HCM (như dự án The Metropole Thủ Thiêm, dự án Đường sắt đô thị số 1, v.v.). Giá trị hợp đồng cơ điện ký mới trong năm 2020 đạt **2,981 tỷ VNĐ**.
- Doanh thu mảng REE TECH ghi nhận nguồn thu từ các dự án EPC cho điện mặt trời áp mái khoảng **366 tỷ VNĐ (+66% yoy)** nhờ bùng nổ xu hướng lắp đặt điện mặt trời áp mái trong năm 2020. Theo ghi nhận của BSC, REE đã thực hiện hơn **35 dự án (tổng công suất 62 MWp)** trong năm vừa qua.

Hình 3: Cơ cấu doanh thu mảng M&E (tỷ VNĐ)



Nguồn: REE, BSC Research

Bảng 1: Các dự án M&E đang thực hiện của REE

DỰ ÁN	GÓI THẦU	TRIỂN KHAI	HOÀN THÀNH
Trụ sở Trung tâm giao hàng - TKV		Tháng 05/2020	Tháng 07/2021
The Metropole Thủ Thiêm - The Galleria Residences		Tháng 04/2020	Tháng 03/2021
Tuyến Đường sắt đô thị số 1 TPHCM	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện	Tháng 04/2020	Tháng 11/2021
Tổ hợp Asiana Capella		Tháng 10/2019	Tháng 03/2021
Trung tâm bến du thuyền Hoàng Gia		Tháng 10/2019	Tháng 09/2021

Nguồn: REE, BSC Research

Chúng tôi dự báo mảng M&E trong GD 2021-2025 sẽ tăng trưởng với **CAGR = 15.7%/năm** do:

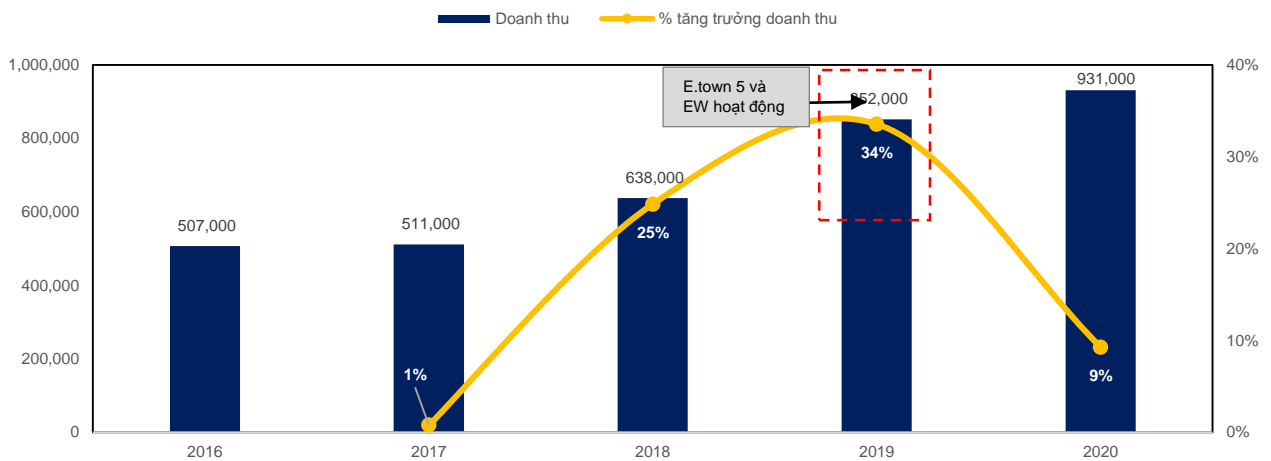
- Thị trường Bất động sản phục hồi giúp tổng giá trị HĐ ký mới tăng trưởng 20%/năm.** Mảng M&E chiếm khoảng 20-50% giá trị hợp đồng nên mảng này phụ thuộc vào thị trường BĐS. Trong giai đoạn vừa qua, các chính sách hỗ trợ thị trường BĐS (VD: Luật Xây dựng sửa đổi 2020, Nghị định 25/2020/NĐ-CP, v.v.) đã được ban hành, cho thấy dấu hiệu thị trường BĐS hồi phục mạnh trong năm 2021 (Báo cáo ngành: [Link](#)). Do đó, BSC dự báo tổng giá trị hợp đồng ký mới năm 2021 sẽ tăng 20% so với cùng kỳ, ước đạt 3,577 tỷ VNĐ.
- Tăng tỷ trọng các dự án EPC dành cho điện mặt trời áp mái với biên LN cao hơn biên LN của mảng M&E truyền thống.** Theo ước tính của BSC, biên LNST của các dự án EPC điện mặt trời áp mái nằm trong khoảng 15-20%, lớn hơn đáng kể so với biên LNST của mảng M&E truyền thống (6-7%). Với việc đã thực hiện hơn 35 dự án EPC trong năm 2020 cũng như đã đầu tư vào các dự án ĐMT của riêng mình, chúng tôi cho rằng REE có khả năng để gia tăng biên LN của các dự án EPC.

Trong năm 2021, BSC dự phóng doanh thu và LNST của mảng M&E lần lượt đạt mức **3,980 tỷ VNĐ (+14.5% yoy)** và **299 tỷ VNĐ (+33.0% yoy)** dựa trên các giả định: (1) giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2021 **+20% yoy** và (2) tiến độ thực hiện backlog trong năm **+5% yoy** do năm 2020 chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19.

MẢNG VĂN PHÒNG CHO THUÊ – LỢI NHUẬN CAO & DÒNG TIỀN ỔN ĐỊNH

LNST mảng Văn phòng cho thuê năm 2020 +11% yoy nhờ tỷ lệ lấp đầy ổn định ~ 98%. Doanh thu và LNST năm 2020 lần lượt đạt mức 931 tỷ VNĐ (+9.3% yoy) và 112 tỷ VNĐ (+11.1% yoy) nhờ tỷ lệ lấp đầy tòa nhà văn phòng cho thuê duy trì ~ 98% - cao hơn so với mặt bằng chung văn phòng cùng hạng (92-94%), đồng thời có thêm đóng góp cả năm của tòa nhà E.town 5 (đi vào hoạt động năm 2019).

Hình 4: Doanh thu mảng cho thuê văn phòng (tỷ VNĐ)



Nguồn: REE, BSC Research

BSC cho rằng hoạt động cho thuê văn phòng của REE sẽ tiếp tục **tăng trưởng với CAGR = 9.1%/năm trong GD 2021-2025** do:

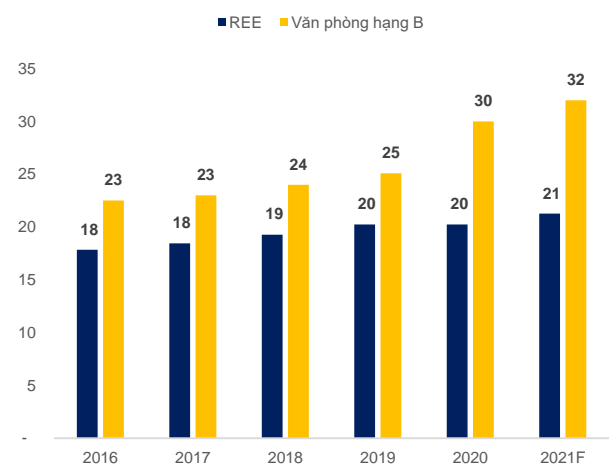
- Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở ngưỡng 98-100%.** Hiện tại, REE đang vận hành 150,000 m² diện tích văn phòng hạng B tại các quận nội thành TP.HCM (Quận 1-3-4-5 và Tân Bình) với giá cho thuê ở mức 20-25 USD/m²/tháng, thấp hơn 25-30% trung bình văn phòng cùng hạng. Với vị trí thuận lợi và giá cho thuê thấp hơn mặt bằng chung, BSC cho rằng tỷ lệ lấp đầy diện tích cho thuê của REE sẽ **luôn được duy trì ở mức 98-100%** trong các năm tiếp theo.

Bảng 2: Các tòa nhà cho thuê hiện tại của REE

Tòa nhà	Hạng văn phòng	Diện tích (m ²)	Giá cho thuê 2021 (ước tính) (USD/m ² /tháng)
Cụm E.town Cộng Hòa	B	100,010	20-22
E.town Central	B	34,000	27
Tòa nhà IDC	B	2,000	20
Maison Building	B	1,353	21
Reecorp Building	B	3,370	20
REE Tower	B	18,482	23
Ree Bà Hòn	B	1,574	21

Nguồn: REE, BSC Research

Hình 6: Giá cho thuê văn phòng của REE thấp hơn so với mặt bằng chung (ĐV: USD/m²/tháng)



Nguồn: Colliers International, BSC Research

- **Giá cho thuê văn phòng tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn.** Theo [Báo cáo Q4/2020](#) của Colliers International, giá cho thuê văn phòng hạng B tại TP.HCM trong các năm tới tiếp tục tăng thêm 5-10%/năm do nguồn cung mới các dự án văn phòng cho thuê ở mức hạn chế. Do đó, BSC giả định rằng giá cho thuê văn phòng của REE cũng sẽ **tăng ở mức 5-6%/năm** theo xu hướng chung của cả ngành.
- Ngoài ra, diện tích cho thuê của REE dự kiến **tăng thêm 25% vào năm 2023** khi có thêm **40,000 m² diện tích cho thuê của tòa nhà E.town 6** (quy mô 16 tầng nổi và 7 tầng hầm). Dự án dự kiến bắt đầu xây dựng trong năm 2021 và hoàn thành vào năm 2023. Với giả định giá cho thuê của E.town 6 ở **mức 22 USD/m²/tháng**, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đem mức lợi nhuận **khoảng 120 tỷ VNĐ** kể từ năm 2024, tương ứng với 15% LNST hiện tại của mảng cho thuê văn phòng.

Trong năm 2021, BSC đưa ra dự báo doanh thu và LNST mảng cho thuê văn phòng lần lượt **đạt 999 tỷ VNĐ (+7.4% yoy)** và **513 tỷ VNĐ (+7.4% yoy)** với giả định: (1) tỷ lệ lấp đầy tại các tòa văn phòng đạt 98-100% và (2) giá cho thuê tăng 5% so với năm 2020.

Bảng 3: KQKD mảng cho thuê văn phòng 2020-2025

(ĐV: tỷ VNĐ)	2020	2021E	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	931	999	1,059	1,247	1,431	1,545
% tăng trưởng	9.3%	7.3%	6.0%	17.8%	14.8%	8.0%
LNST	478	520	551	686	816	881
% tăng trưởng	21.0%	8.8%	6.0%	24.5%	19.0%	8.1%

(Nguồn: BSC Research)

MẢNG SẢN XUẤT ĐIỆN – KỶ VỌNG TĂNG TRƯỞNG TỪ THỦY ĐIỆN & NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO

REE sở hữu danh mục đầu tư mảng điện công suất lớn. Sau khi thực hiện tái cơ cấu, REE Energy sẽ trực tiếp sở hữu danh mục đầu tư mảng điện bao gồm 5 công ty con và 10 công ty liên kết (trong đó có 7 công ty thủy điện và 3 công ty nhiệt điện than). Tổng cộng, REE có cổ phần liên doanh liên kết tại các công ty điện với tổng công suất khoảng 2,600 MW.

Bảng 4: Danh mục đầu tư mảng Điện của REE

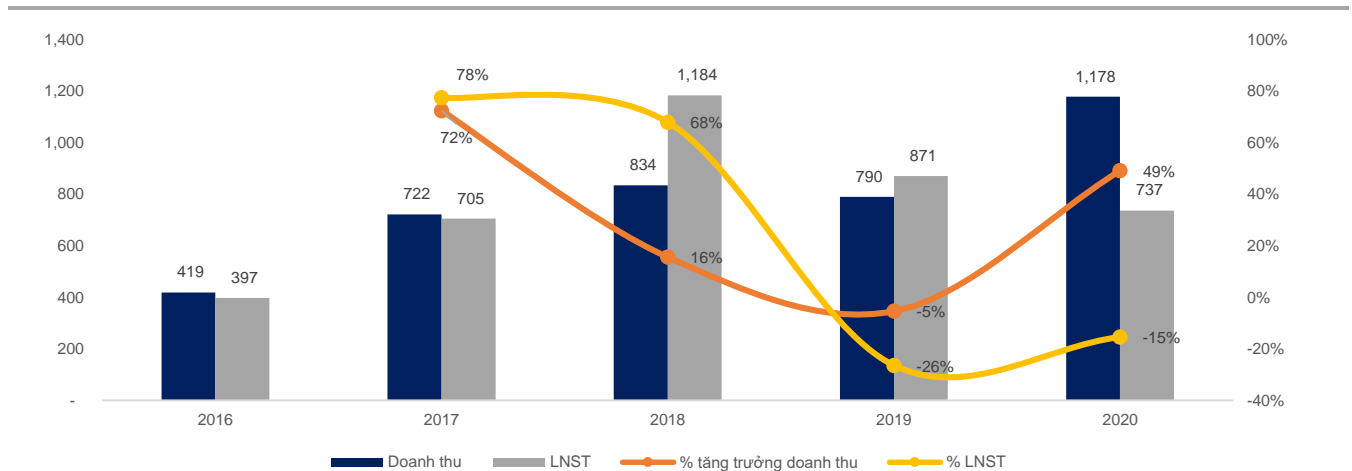
Công ty	Mã CP	Tỷ lệ sở hữu	Nhà máy	Loại hình	Năm vận hành	Công suất (MW)
CÔNG TY CON						
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	60.4%	TĐ Thác Bà	Thủy điện	1971	120
CTCP Thủy điện Mường Hum	MHP	49.1%	TĐ Mường Hum	Thủy điện	2011	32
CTCP Phong điện Thuận Bình	TBW	50%	Điện gió Phú Lạc	Điện gió	2016	24
CTCP Điện NT Trà Vinh	DTV	66.3%		Phân phối điện		
CTCP Điện NLMT REE	REE SE	99.9%	Điện mặt trời áp mái	Điện mặt trời	2020	71
CÔNG TY LIÊN KẾT						
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	22.7%	TĐ A Lưới	Thủy điện	2012	170
			ĐMT Cư Jut	ĐMT	2019	50
			TĐ Đa Siat		2009	13.5
CTCP Thủy điện Miền Nam	SHP	11.1%	TĐ Đa Dâng 2	Thủy điện	2010	34
			TĐ Đa Mbri		2010	75

Công ty	Mã CP	Tỷ lệ sở hữu	Nhà máy	Loại hình	Năm vận hành	Công suất (MW)
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	42.6%	TĐ Thác Mơ	Thủy điện	1995	220
			TĐ Vĩnh Sơn		1994	66
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	VSH	49.5%	TĐ Sông Hinh	Thủy điện	2001	70
			TĐ Thượng Kon Tum		2021	220
CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng - IDICO	ISH	34.3%	TĐ Srok Phu Miêng	Thủy điện	2006	51
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	SBH	25.8%	TĐ Sông Ba Hạ	Thủy điện	2009	220
CTCP Thủy điện Bình Điền	BDH	25.5%	TĐ Bình Điền	Thủy điện	2009	44
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	24.1%	NĐ Phả Lại 1	NĐT	1983	440
			NĐ Phả Lại 2		2001	600
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	NBP	29.5%	NĐ Ninh Bình	NĐT	1974	100
Tổng cộng				Thủy điện		1,336
				NĐT		1,140
				NLTT		145

(Nguồn: REE, BSC Research)

Trong năm 2020, doanh thu mảng điện đạt **1,178 tỷ VNĐ (+49.2% yoy)**, tương đương với 103.8% kế hoạch do hợp nhất các công ty con, gồm: CTCP Phong điện Thuận Bình, CTCP Thủy điện Mường Hum và CTCP Năng lượng Mặt trời REE vào KQKD của công ty.

Hình 7: Doanh thu và LNST mảng điện (tỷ VNĐ)

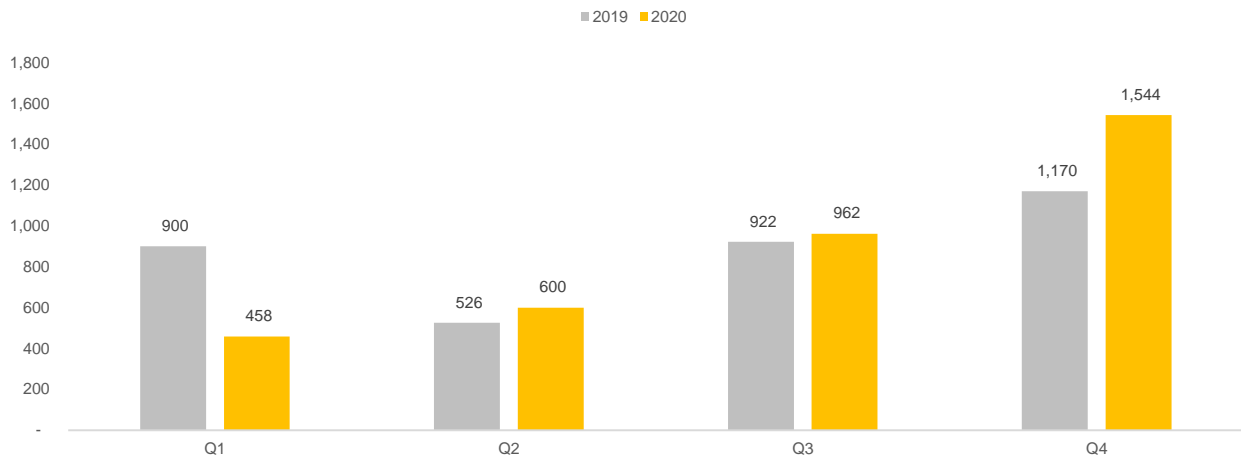


Nguồn: REE, BSC Research

THỦY ĐIỆN – TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC NHỜ LA NINA

Doanh thu và LNST của các nhà máy thủy điện (NMTĐ) trong năm 2020 lần lượt ở mức **697 tỷ VNĐ (+8.7% yoy)** và **570 tỷ VNĐ (+8.8% yoy)**. Sản lượng thủy điện được huy động của REE năm 2020 đạt **3.6 tỷ kWh (+1% yoy)** do các NMTĐ của REE chịu ảnh hưởng của đợt khô hạn kéo dài vào đầu năm.

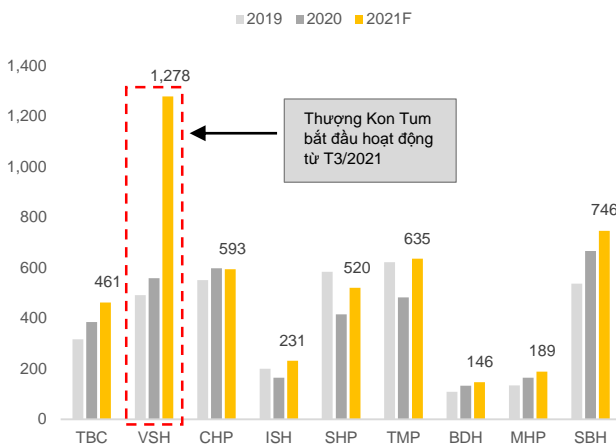
Hình 8: Sản lượng thủy điện của REE theo quý (triệu kWh)



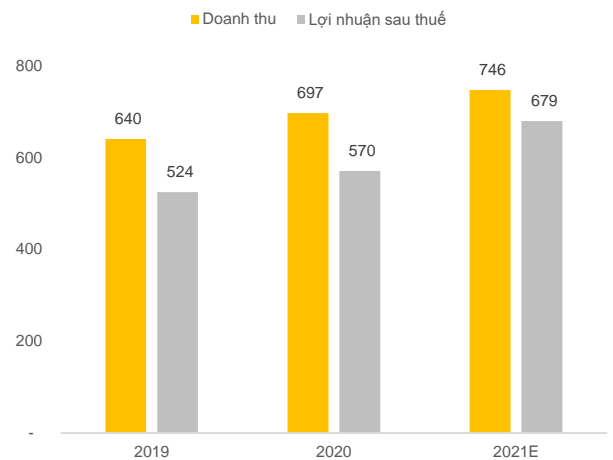
Nguồn: REE, BSC Research

Sản lượng thủy điện được phục hồi trong nửa cuối năm 2020 do lượng mưa tăng trở lại, trong đó **riêng Q4/2020** ghi nhận sản lượng thủy điện **đạt 1.5 tỷ kWh (+32% yoy)**. Lượng nước về hồ trong năm 2021 được dự báo sẽ ở mức cao do La Nina vẫn tiếp tục diễn ra.

Hình 9: Sản lượng các NMTĐ của REE (triệu kWh)



Hình 10: DT và LNST của các NMTĐ thủy điện (tỷ VNĐ)



Nguồn: REE, BSC Research

Trong năm 2021, BSC dự báo doanh thu và LNST của mảng thủy điện lần lượt đạt **746 tỷ VNĐ (+18.7% yoy)** và **679 tỷ VNĐ (+19% yoy)**, tương ứng sản lượng thủy điện được huy động năm 2021 đạt **4.9 tỷ kWh (+38% yoy)** dựa trên các giả định:

- **Các NMTĐ có đủ nước để phát điện trong cả năm 2021** do lượng nước về hồ đều ở mức cao. Theo đó, sản lượng thủy điện năm 2021 (không tính Thượng Kon Tum) ước tính đạt **4.3 tỷ kWh (+20.3% yoy)**.
- Nhà máy Thượng Kon Tum (220MW) dự kiến bắt đầu hoạt động **vào cuối tháng 3/2021**. Sản lượng điện thương mại dự kiến trong năm 2021 của nhà máy Thượng Kon Tum **đạt khoảng 640 triệu kWh**, tương đương với **18% đóng góp** vào sản lượng tăng trong năm 2021.

Bảng 5: Dự báo KQKD các công ty thủy điện của REE (ĐV: tỷ VNĐ)

Tên công ty	Mã CK	Năm 2021				
		DTT	LNG	Biên LNG	LNST	Biên LNST
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	485	263	54%	201	41%
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	SBH	766	410	54%	429	56%
CTCP TĐ Vĩnh Sơn - Sông Hình	VSH	1,054	620	59%	97	9% (*)
CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng	ISH	244	119	49%	74	30%
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	868	507	58%	345	40%
CTCP Thủy điện Miền Nam	SHP	449	157	35%	101	22%
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	640	378	59%	243	38%

(*) Biên LNST của VSH giảm do Công ty bắt đầu ghi nhận chi phí lãi vay của dự án Thượng Kon Tum cho năm 2021 (447 tỷ VNĐ).

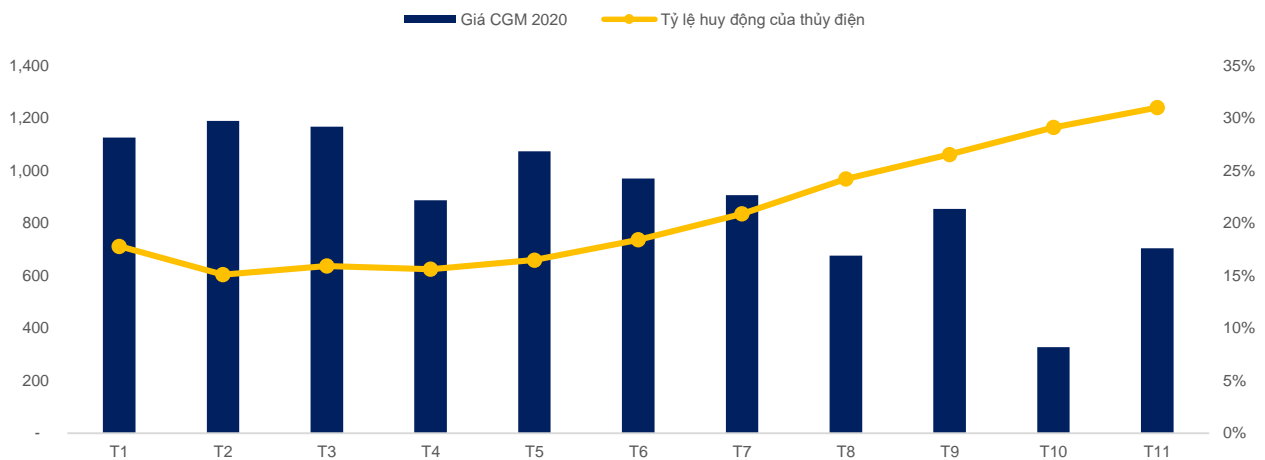
(Nguồn: BSC Research)

NHIỆT ĐIỆN THAN – TRIỂN VỌNG KÉM KHẢ QUAN

Trong năm 2020, lợi nhuận sau thuế REE nhận được từ mảng nhiệt điện than ghi nhận ở **mức 244 tỷ VNĐ (-21% yoy)**, do:

- Sản lượng điện từ 2 nhà máy nhiệt điện Phả Lại (PPC) và nhiệt điện Ninh Bình (NBP) giảm xuống mức **5.7 tỷ kWh (-5.4% yoy)**.
- Giá bán điện trên thị trường CGM duy trì dưới mức 1,000 VNĐ/kWh do thủy điện được ưu tiên huy động, dẫn đến doanh thu bán điện trên thị trường CGM giảm sút đáng kể. Do diễn biến La Nina sẽ tiếp tục diễn ra, BSC cho rằng giá bán điện trên thị trường CGM sẽ ở dưới mức 1,000 VNĐ/kWh trong năm 2021.

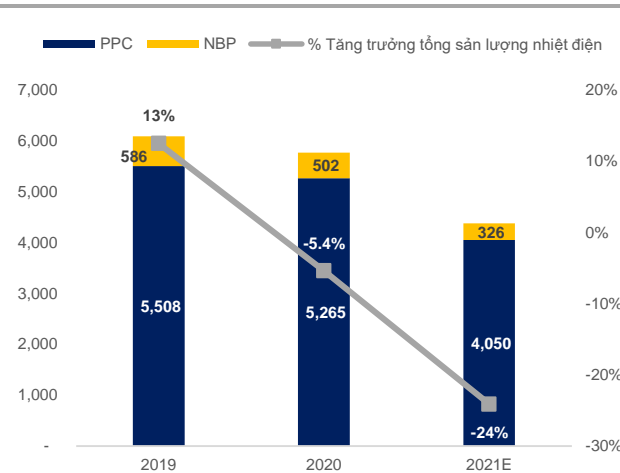
Hình 11: Giá bán điện trên thị trường CGM năm 2020 (VNĐ/kWh)



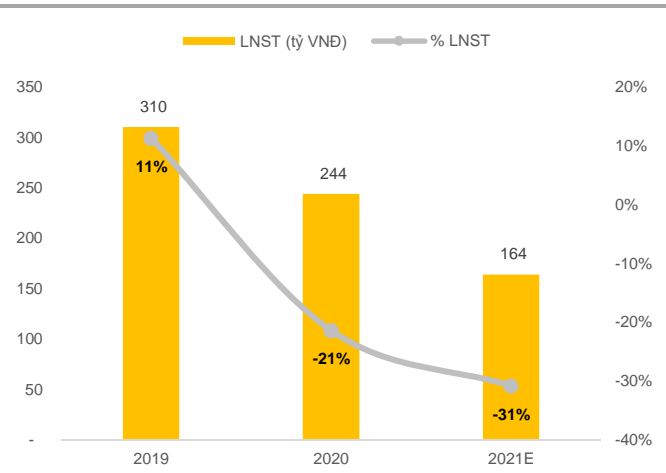
Nguồn: EVN, BSC Research

Theo định hướng của EVN, thủy điện và năng lượng tái tạo được huy động nhiều hơn trong năm 2021, do vậy sản lượng nhiệt điện than sẽ được huy động ít hơn. Trong đó, sản lượng điện các nhà máy của REE (PPC và NBP) ước **đạt 4.3 tỷ kWh (-24% yoy)**. BSC ước tính LNST REE nhận được từ mảng nhiệt điện than trong năm 2021 có thể đạt mức **164 tỷ VNĐ (-31% yoy)**, với sự sụt giảm chính đến từ PPC (-32.9% yoy).

Hình 12: Sản lượng điện của các NMNĐ (triệu kWh)



Hình 13: LNST nhận được từ các NMNĐ (tỷ VNĐ)



Nguồn: REE, BSC Research

Bảng 6: Dự báo KQKD các công ty nhiệt điện của REE

Tên công ty	Mã CK	Doanh thu thuần			LNST		
		2020	2021E	%	2020	2021E	%
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	7,929	5,420	-32%	1,008	676	-33%
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	NBP	1,038	787	-24%	34	22	-35%

Nguồn: REE, BSC Research

ĐIỆN NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO – TÍCH CỰC TRIỂN KHAI CÁC DỰ ÁN

- Dự án điện gió ngoài khơi Trà Vinh số 3 (tổng công suất 48 MW), có tổng mức đầu tư **khoảng 2,120 tỷ VNĐ** đang được thi công để hoạt động trước thời hạn giá FIT = 9.8 US cents/kWh cho các dự án điện gió ngoài khơi. BSC dự báo sản lượng điện của dự án Trà Vinh số 3 trong năm 2021 ước đạt 42 triệu kWh/năm (hiệu suất 40%), tương ứng với mức **DT và LNST năm 2021 lần lượt khoảng 100 tỷ VNĐ và 15 tỷ VNĐ**.
- REE đang tiếp tục triển khai các dự án điện mặt trời áp mái với mục tiêu **hoàn thành 150 MWp công suất vào cuối năm 2021 và đạt mục tiêu 500 MWp vào năm 2024**. Dựa trên giả định REE sẽ hoàn thành đúng tiến độ 150 MWp nêu trên, BSC ước tính DT và LNST của các dự án điện mặt trời áp mái trong năm 2021 **lần lượt đạt 175 tỷ VNĐ và 26 tỷ VNĐ**.

MĂNG NƯỚC – TĂNG TRƯỞNG ĐỀU ĐẶN

REE sở hữu danh mục đầu tư mảng Nước lớn với nhiều nhà máy nước tại Hà Nội và Hồ Chí Minh.

- Ba nhà máy B.O.O Thủ Đức, NMN Thủ Đức III, NMN Tân Hiệp II có tổng công suất thiết kế 900,000 m3/ngày, tương đương 41% công suất xử lý nước sạch thiết kế của TP. Hồ Chí Minh.
- NMN Sông Đà với công suất 300,000 m3/ngày, chiếm khoảng 20% công suất cung cấp nước của TP. Hà Nội. Ngoài ra, giai đoạn 2 của VCW (bổ sung thêm 300.000 m3/ngày) vẫn đang chờ chính phủ phê duyệt.

Bảng 7: Danh mục đầu tư mảng nước sạch của REE

Công ty	Mã CP	Sở hữu của REE	Lĩnh vực	Công suất
CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà	VCW	36.0%	Sản xuất nước sạch	300,000 m3/ngày
CTCP Đầu tư và KD Nước sạch Sài Gòn	SWIC	30.0%	Sản xuất nước sạch	300,000 m3/ngày
CTCP B.O.O Nước Thủ Đức	B.O.O Thủ Đức	42.0%	Sản xuất nước sạch	300,000 m3/ngày
CTCP Đầu tư nước sạch Tân Hiệp	TH2	32.0%	Sản xuất nước sạch	300,000 m3/ngày
CTCP Cấp nước Thủ Đức	TDW	44.2%	Cấp nước	
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW	20.0%	Cấp nước	
CTCP Cấp nước Nhà Bè	NBW	20.0%	Cấp nước	
CTCP Cấp thoát nước Khánh Hòa	KHW	43.9%	Sản xuất nước & Cấp nước	

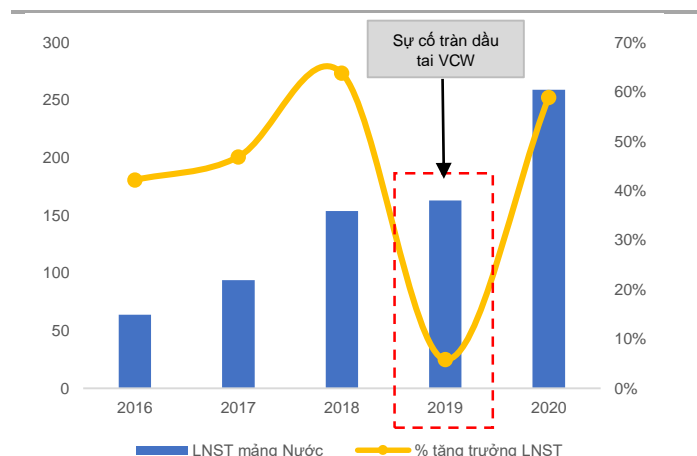
Nguồn: REE, BSC Research

LNST từ mảng Nước năm 2020 **đạt mức 259 tỷ VND (+58.9% yoy)**, vượt 37% so với kế hoạch nhờ:

- Khoản lợi nhuận thu được từ CTCP Nước sạch Sông Đà (VCW) **đạt 71 tỷ VND (+42% yoy)** do trong năm 2020, VCW không phải ghi nhận chi phí khắc phục sự cố tràn dầu (77 tỷ VND) như trong năm 2019.
- Giá bán nước tại các tỉnh, thành phố lớn **tăng 5-8% so với cùng kỳ** (xem bảng 3).

Mảng nước là một trong những mảng kinh doanh đóng góp ổn định vào cơ cấu LN của REE nhờ (1) nhu cầu cao tại các tỉnh thành phố lớn và (2) giá bán nước thường được điều chỉnh tăng hàng năm theo lộ trình. Do đó, trong năm 2021, BSC dự báo lợi nhuận năm 2021 REE nhận được từ mảng cấp thoát nước **ước đạt 304 tỷ VND (+18,7% YoY)**, trực tiếp **đóng góp 15.8% LNST** toàn Công ty, dựa trên giả định giá bán nước sạch tiếp tục tăng 5-8%/năm theo lộ trình tại các tỉnh, thành phố như TP.HCM, Hà Nội hay Khánh Hòa.

Hình 13: LNST mảng Nước tăng trưởng hàng năm (tỷ VND)



Nguồn: REE, BSC Research

Bảng 8: Giá bán nước sinh hoạt tại Hà Nội, TP.HCM và Khánh Hòa

Đơn giá nước sinh hoạt (VNĐ/m ³)	2020	2021	2022
TDW	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
TH2	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
B.O.O Thủ Đức	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
GDW	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
NBW	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
SWIC	6,000 - 11,900	6,300 - 12,300	6,700 - 13,000
KHW	2,580 - 5,160	2,790 - 5,580	N/A
VCW	5,973 - 15,990	5,973 - 15,990	N/A

Nguồn: Website các công ty, BSC Research

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2021

BSC dự phóng KQKD năm 2021 của REE với DTT và LNST lần lượt đạt **6,591 tỷ VNĐ (+16.9% yoy)** và **2,045 tỷ VNĐ (+19.4% yoy)** với các giả định:

- Các dự án cơ điện công trình (M&E) ký mới +20% yoy nhờ thị trường BĐS hồi phục và tiếp tục ký được dự án EPC cho lĩnh vực điện mặt trời áp mái.
- Giá cho thuê văn phòng tại các tòa nhà cho thuê +5-6% yoy.
- Sản lượng mản thủy điện **đạt 4.8 tỷ kWh (+34% yoy)** nhờ lượng nước về hồ lớn và dự án Thượng Kon Tum đi vào hoạt động kể từ tháng 3.
- Nhà máy điện gió Trà Vinh số 3 hoạt động bắt đầu từ Quý 3/2021, giúp sản lượng điện gió năm 2021 **tăng thêm 42 triệu kWh**.

Bảng 9: Dự báo kết quả kinh doanh REE năm 2021

	2018	2019	2020E	2021F
Doanh thu	5,101	4,890	5,640	6,591
M&E	3,427	3,173	3,474	3,980
BDS	839	927	987	1,015
Sản xuất điện	834	790	1,178	1,595
Lợi nhuận gộp	1,228	1,246	1,606	2,066
Biên LNG	24%	25%	28%	31%
Chi phí bán hàng & QLDN	(313)	(300)	(366)	(411)
Doanh thu tài chính	304	442	222	233
Chi phí tài chính	(111)	(386)	(475)	(460)
Lãi/lỗ khác	12	11	22	26
Lợi nhuận từ công ty liên kết	999	907	915	842
LNTT	2,118	1,920	1,924	2,296
LNST	1,885	1,720	1,714	2,045
EPS	5,754	5,286	5,251	6,289

Nguồn: REE, BSC Research

ĐỊNH GIÁ

Dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP), BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu REE, dựa trên giá trị hợp lý cho cổ phiếu REE là **68,500 VND/cp, upside 21.9%** so với mức giá tham chiếu ngày 19/03/2020 là 56,200 VND/cp.

Bảng 10: So sánh định giá từng mảng hoạt động

Mã CP	Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	ROE TTM (%)	ROA TTM (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
Thủy điện							
AVC VN Equity	CTCP THỦY ĐIỆN A VƯƠNG	84	14.0%	12.4%	10.7	1.5	15.1
SBA VN Equity	CTCP SÔNG BA	42	12.9%	7.9%	9.5	1.2	7.2
S4A VN Equity	CTCP THỦY ĐIỆN SẾ SAN 4A	50	16.4%	8.2%	13.5	2.2	10.2
DRL VN Equity	CTCP THỦY ĐIỆN – ĐIỆN LỰC 3	23	48.2%	41.6%	9.2	4.0	7.6

DNH VN Equity	CTCP THỦY ĐIỆN ĐA NHIM - HẠM THUẬN - ĐÀ MI	459	16.9%	11.3%	16.1	1.9	12.9
Trung bình			21.7%	16.3%	11.8	2.2	10.6
Trung vị			16.4%	11.3%	10.7	1.9	10.2
Nhiệt điện than							
NTPC IN Equity	NTPC LTD	14,619	10.1%	3.2%	9.4	0.9	9.7
TPIPP TB Equity	TPI POLENE POWER PCL	1,213	16.1%	11.0%	8.2	1.3	8.2
HUBC PA Equity	HUB POWER COMPANY	692	39.2%	11.1%	3.5	1.3	6.0
SJVN IN Equity	SJVN LTD	1,418	14.4%	10.8%	6.9	0.9	5.1
POWR IJ Equity	CIKARANG LISTRINDO TBK PT	780	17.5%	8.6%	9.2	1.2	5.2
Trung bình			19.4	9.0	7.4	1.1	6.8
Trung vị			16.1	10.8	8.2	1.2	5.9
Sản xuất nước							
BWE VN Equity	CTCP NƯỚC – MÔI TRƯỜNG BÌNH DƯƠNG	268	19.1%	7.4%	9.5	1.8	7.7
TDM VN Equity	CTCP NƯỚC THỦ DẦU MỘT	130	10.7%	7.3%	16.8	1.8	11.0
TTW TB Equity	TTW PCL	1,554	12.8%	22.1%	10.8	3.5	11.8
MWC PM Equity	MANILA WATER COMPANY	625	5.5%	2.9%	6.9	0.5	8.1
1542 HK Equity	TAIZHOU WATER GROUP CO-H	95	13.4%	3.3%	5.8	0.8	9.9
Trung bình			12.3%	8.6%	10.0	1.7	9.7
Trung vị			12.8%	7.3%	9.5	1.8	9.9

Nguồn: Bloomberg, Fiipro, BSC Research

Bảng 11: Tổng hợp định giá

	LNST (triệu VNĐ)	Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị
Mảng M&E	299,343	P/E	9.0x	2,694,084
Thủy điện	699,838	P/E	12.0x	8,398,061
Nhiệt điện than	164,147	P/E	7.0x	1,149,026
Sản xuất nước	304,347	P/E	10.0x	3,043,466
Cho thuê văn phòng	541,203	P/E	11.0x	5,953,238
Tổng				21,237,875
Số lượng cổ phiếu (triệu)				310
Giá trị cổ phiếu (VNĐ/CP)				68,509

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu thuần	5,101	4,890	5,640	6,591
Giá vốn hàng bán	(3,873)	(3,644)	(4,034)	(4,525)
Lợi nhuận gộp	1,228	1,246	1,606	2,066
Chi phí bán hàng	(99)	(78)	(83)	(93)
Chi phí QLDN	(215)	(222)	(284)	(318)
Lãi/lỗ HĐKD	2,106	1,910	1,901	2,270
Doanh thu tài chính	304	442	222	233
Chi phí tài chính	(111)	(386)	(475)	(460)
Chi phí lãi vay	(225)	(409)	(416)	(430)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	999	907	915	842
Lãi/lỗ khác	12	11	22	26
Lợi nhuận trước thuế	2,118	1,920	1,924	2,296
Thuế thu nhập DN	(233)	(200)	(210)	(251)
LN sau thuế	1,885	1,720	1,714	2,045
CĐTS	101	81	85	102
LNST - CĐTS	1,784	1,639	1,628	1,943
EBITDA	2,504	2,512	2,662	3,048
EPS	5,754	5,286	5,251	6,289

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
(Lỗ)/LNST	1,885	1,720	1,714	2,045
Khấu hao và phân bổ	161	183	322	322
Thay đổi vốn lưu động	1,026	1,133	1,626	(147)
Điều chỉnh khác	(1,253)	(970)	(619)	(1,498)
LCTT từ HĐKD	90	319	613	722
Tiền chi mua TSCĐ	(340)	(295)	(1,394)	(327)
Đầu tư khác	120	(1,335)	567	(323)
LCTT từ HĐ Đầu tư	(220)	(1,630)	(827)	(650)
Tiền chi trả cổ tức	(602)	(620)	(604)	-
Tiền từ vay ròng	199	1,605	(70)	(560)
LCTT từ HĐ Tài chính	(403)	985	(674)	(560)
Dòng tiền đầu kỳ	2,397	1,865	1,540	652
Tiền trong kì	(533)	(325)	(888)	(488)
Dòng tiền cuối kỳ	1,865	1,540	652	164

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
Tiền & TĐT	1,865	1,540	652	163
Đầu tư ngắn hạn	1,139	1,221	1,329	1,329
Phải thu ngắn hạn	1,966	2,138	3,082	3,145
Tồn kho	969	987	808	849
TS ngắn hạn khác	49	113	139	132
TS ngắn hạn	5,988	5,999	6,009	5,617
TS hữu hình	1,676	3,589	4,433	4,753
Khấu hao	(1,261)	(1,762)	(1,914)	(2,088)
TS dở dang dài hạn	153	68	276	166
ĐT dài hạn	6,992	9,214	9,287	9,767
TS dài hạn khác	285	588	550	511
TS dài hạn	9,512	13,624	14,522	14,893
Tổng Tài sản	15,500	19,623	20,530	20,510
Nợ phải trả	1,797	2,217	2,068	1,992
Vay ngắn hạn	1,111	888	1,265	1,138
Nợ ngắn hạn khác	148	164	111	112
Tổng Nợ ngắn hạn	3,057	3,269	3,443	3,242
Vay dài hạn	2,070	4,739	4,335	3,901
Nợ dài hạn khác	445	513	540	576
Tổng Nợ dài hạn	2,515	5,252	4,874	4,874
Tổng Nợ	5,571	8,521	8,318	8,117
Vốn góp	3,101	3,101	3,101	3,101
Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
LN chưa phân phối	4,928	6,006	7,115	9,042
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	610	705	760	818
Tổng Vốn chủ sở hữu	9,928	11,102	12,213	12,394
Tổng nguồn vốn	15,500	19,623	20,530	20,510
SLCP lưu hành	309	309	309	309

Chỉ số (%)	2018	2019	2020	2021F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	2.0	1.8	1.7	1.7
Hsố TT nhanh	1.6	1.5	1.5	1.5
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	21%	29%	27%	25%
Hệ số Nợ/VCSH	32%	51%	46%	41%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	119	98	81	67
Số ngày phải thu	111	153	169	172
Số ngày phải trả	186	201	194	164
CCC	43	50	56	75
Tỷ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	24%	25%	28%	31%
Lợi nhuận LNST	37%	35%	30%	31%
ROE	20%	16%	15%	17%
ROA	13%	10%	9%	10%
Định Giá				
PE	9.6	10.4	10.5	8.8
PB	1.8	1.6	1.5	1.4
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	2%	-4%	15%	17%
Tăng trưởng EBIT	28%	-1%	0%	16%
Tăng trưởng LNNT	23%	-9%	0%	19%
Tăng trưởng EPS	30%	-8%	-1%	20%

Nguồn: REE, BSC Research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

