

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (HOSE: REE)



MUA - Giá mục tiêu: VND 71,500 (+17%)

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA với REE với giá mục tiêu là 71.500 đồng (tăng 17% so với mức tham chiếu ngày 20/08/2021) bằng phương pháp định giá từng phần SOTP kết hợp với chiết khấu dòng tiền FCFE, phản ánh kỳ vọng về triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của ngành thủy điện sau khi sát nhập VSH và dòng tiền lớn về dài hạn đến từ cho thuê văn phòng e.Town 6, dự kiến hoàn thành vào 04/2023.

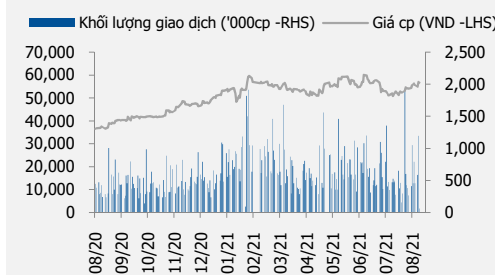
Cập nhật thông tin

- Kết thúc Q2/2021, REE bứt phá với **doanh thu hợp nhất tăng 14.1% so với cùng kỳ, đạt 2,819 tỷ đồng, LN tăng mạnh 26.9%, đạt 799 tỷ đồng**, nhờ hợp nhất kết quả kinh doanh với VSH và Công ty TNHH TK Cộng. Chúng tôi dự báo doanh thu REE sẽ đạt mức 5,640 tỷ đồng cho năm 2021 (+18% YoY) dựa trên giả định tình hình thủy văn khả quan cho tới cuối năm.
- Bất chấp tình hình dịch bệnh, **tỷ lệ lấp đầy** của tất cả các tòa nhà cho thuê của REE (tổng diện tích hơn 150,000 m2) **duy trì trên 99%**, trong đó e.Town Central & REE Tower (2 tòa nhà với mức giá cho thuê cao nhất của REE) có tỷ lệ lấp đầy ở mức 100%.
- REE SE đã ký hợp đồng tăng tổng công suất vận hành thương mại năng lượng pin mặt trời lên **102 MWp. LN 6T2021 từ điện mặt trời đạt 41.1 tỷ đồng, tăng 1.8 lần** so với cùng kỳ.
- Tổng nợ vay từ các ngân hàng Việt Nam của REE đang ở mức hơn 5,500 tỷ đồng, với chính sách giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ doanh nghiệp trong thời điểm dịch Covid bùng phát, mức trung bình giảm 1% sẽ tác động tích cực tới chi phí lãi vay của REE trong thời gian tới.

Quan điểm đầu tư

- Nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum đi vào vận hành từ tháng 4/2021 đã đẩy sản lượng điện thương phẩm của mảng thủy điện nửa đầu 2021 tăng 71% so với cùng kỳ. Tình hình thủy văn thuận lợi và EVN vẫn đang ưu tiên huy động nguồn thủy điện sẽ là nhân tố thúc đẩy doanh thu thủy điện tiếp tục khởi sắc trong quý 3/2021.
- REE đang đàm phán lại với EVN về giá hợp đồng mua bán điện PPA cho dự án Thượng Kon Tum trong quý này. Nếu thỏa thuận thành công và mức giá đạt được là 1,200 – 1,300 đồng/kWh, giá mục tiêu có thể tăng lên 72,000 đồng/cổ phiếu.
- Dòng tiền ổn định đến từ mảng cho thuê văn phòng và việc không chi trả cổ tức năm 2020 sẽ là nguồn lực để REE đầu tư thêm cho mảng năng lượng tái tạo. e.Town 6 đã được khởi công vào đầu năm 2021 và dự kiến sẽ có doanh thu vào nửa sau 2023. Theo dự phóng của chúng tôi, e.Town 6 có thể đóng góp trên 200 tỷ đồng vào doanh thu của REE mỗi năm.
- Dự án Thượng Kon Tum và các dự án phong điện và điện mặt trời sẽ được nhận mức ưu đãi về thuế 10% trong 15 năm.
- Mảng sản xuất và cấp nước của REE có lợi nhuận ổn định qua các năm. Thêm vào đó, việc đa dạng danh mục đầu tư vào các công ty/dự án ở mảng năng lượng: thủy điện, nhiệt điện, phong điện và điện mặt trời giúp duy trì lợi nhuận trong những thời kỳ thời tiết không thuận lợi cho thủy điện và điện mặt trời.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
REE (%)	40%	27%	61%
VN-Index (%)	- 4%	-9%	3%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại	VND 61.300
Giá mục tiêu	VND 71.500
Upside	17%
Bloomberg	REE VN
Vốn hóa	17,549 tỷ VND 765 triệu USD
Biến động giá trong 52 tuần	VND 35,250 – VND 60,000
Giá trị giao dịch bình quân	31 tỷ VND 1 triệu USD
Sở hữu nước ngoài tối đa	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	49%

Đơn vị: tỷ đồng	2020A	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	5,640	6,594	7,362	8,272
EBIT	1,239	1,606	1,794	2,328
LNST	1,714	2,072	2,031	2,700
EPS (VND)	4,975	5,336	5,230	6,953
Tăng trưởng EPS (%)	-2%	7%	-2%	33%
P/E (x)	4.7	11.5	11.7	8.8
EV/EBITDA (x)	4.9	8.1	6.6	5.6
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	0%	0%	0%	2%
P/B (x)	0.6	1.3	1.1	1.0
ROE (%)	13%	12%	10%	12%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	46%	73%	54%	43%

Nguồn: MBS Research

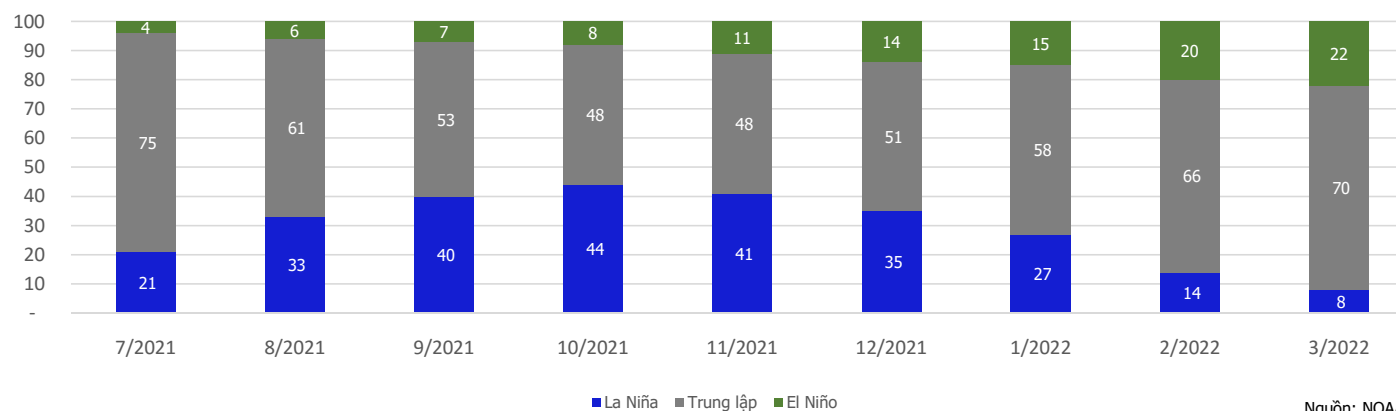
Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (HOSE: REE)



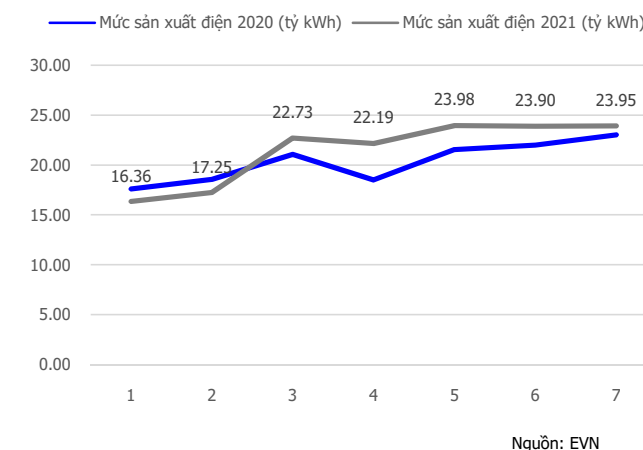
I. Triển vọng ngành điện

- Bất chấp dịch bệnh, **sản lượng điện thương phẩm toàn EVN** tháng 7/2021 đạt 20.55 tỷ kWh, tăng 5.27% so với cùng kỳ, lũy kế 7 tháng đạt 132.30 tỷ kWh, **tăng 7.86% so với cùng kỳ năm 2020**. Theo EVN công bố, bước vào giai đoạn đỉnh điểm của mùa nóng, sản lượng tiêu thụ điện bình quân của toàn miền Bắc trong tuần đầu tháng 8 ở mức 379 triệu kWh/ ngày, cao hơn tới 25% so với cùng kỳ năm 2020. Trong khi đó, ở khu vực phía Nam, sau 19/7 – thời điểm thực hiện giãn cách xã hội ở nhiều tỉnh phía Nam, sản lượng tiêu thụ trung bình ngày chỉ đạt 263.2 triệu kWh, giảm 20% so với thời điểm trước giãn cách.
- Sản lượng nhiệt điện than vẫn duy trì dẫn đầu, chiếm 50.7% (-6.06% cùng kỳ) sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống. **Sản lượng dồi dào từ nguồn năng lượng tái tạo đã làm giảm tỷ trọng của nhiệt điện**, tỷ trọng sản xuất của năng lượng tái tạo đã tăng từ mức 4.5% của 7T2020 lên 17.35%, với hơn 87% sản lượng điện sản xuất của mảng này đến từ điện mặt trời.
- Giá dầu FO – nguyên liệu chính cho điện khí vào đã tăng hơn 48% so với đầu năm** với đà tăng được duy trì từ tháng 3 trở lại đây. Do tác động xấu của đợt tăng giá này, chi phí sản xuất của các nhà máy điện khí tăng cao trong năm 2021, khiến giá bán bình quân của điện khí đã vượt điện than từ đầu năm tới nay. Giá điện khí cao hướng EVN chuyển sang sử dụng nguồn thủy điện và nhiệt điện để thay thế trong năm nay.
- Thị trường mua bán điện trong những năm tới dự kiến vẫn còn **dư địa để tăng trưởng khi cung – cầu điện trong nước chưa cân bằng**. Nhu cầu phụ tải điện của hệ thống điện miền Nam chiếm khoảng 50% tổng nhu cầu cả nước, nhưng nguồn điện tại chỗ chưa đáp ứng đủ và phải truyền tải từ miền Bắc và miền Trung qua đường dây 500kV. Hệ thống điện bị phụ thuộc quá nhiều vào đường dây 500kV, **luôn phải truyền tải một sản lượng rất lớn từ khu vực miền Bắc và miền Trung vào miền Nam, dẫn đến tổn thất đáng kể về điện năng**. Vì các nhà máy thủy điện và nhiệt điện phân bố tập trung ở khu vực phía Bắc, sự phát triển của các nhà máy điện gió và điện mặt trời ở khu vực phía Nam sẽ giảm tải gánh nặng cho hệ thống truyền tải điện, cũng như giảm tỷ lệ hao hụt điện năng do truyền tải.
- Dự báo trong những năm tới, khi kinh tế hồi phục mang tới **dòng tiền FDI cho đầu tư công nghiệp, nhu cầu sử dụng điện tại các khu công nghiệp sẽ tăng tạo cơ hội cho ngành điện**.

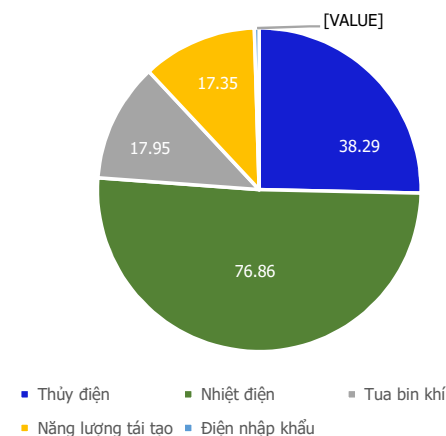
Dự báo xác suất các điều kiện thủy văn



Mức sản xuất điện toàn hệ thống



Tỷ lệ huy động các nguồn sx điện (tỷ kWh)



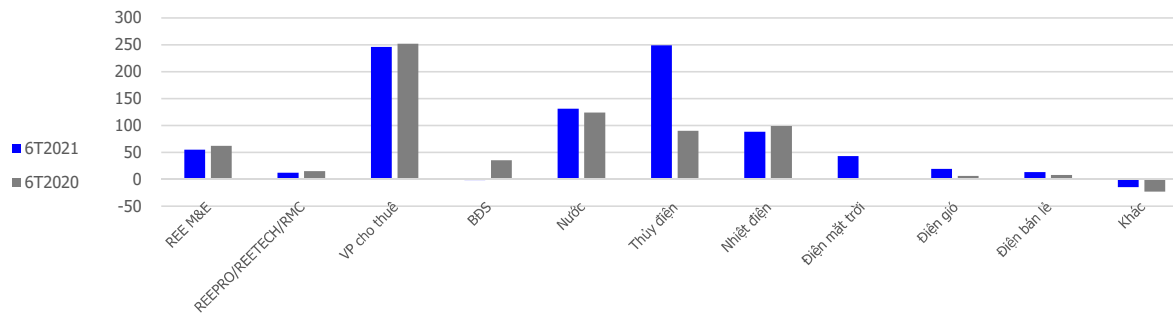
Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (HOSE: REE)



II. Cơ cấu doanh thu của REE

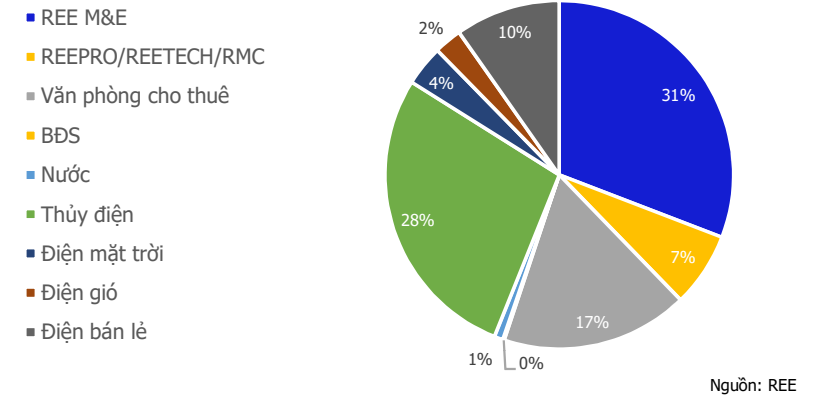
- Doanh thu từ REE M&E vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của REE, nhưng tỷ trọng này đã giảm 14% so với cùng kỳ. **REE M&E đang phát triển chậm lại trong những năm gần đây với mức tăng trưởng -5% vào năm 2019 và 5.6% vào năm 2020. Năm nay, chúng tôi dự báo doanh thu của REE M&E sẽ giảm hơn 10% so với 2020** trong tình hình đại dịch Covid-19 bùng phát dữ dội. Mặt khác, LN của mảng này ở mức thấp so với doanh thu, phản ánh chi phí sản xuất kinh doanh lớn nhưng không mang lại lợi nhuận phù hợp của REE M&E.
- Tỷ trọng của mảng thủy điện trong cơ cấu doanh thu đã tăng hơn 2.8 lần** sau khi hợp nhất VSH, và cũng là mảng có LN cao nhất trong 6T2021. Chúng tôi cho rằng **thủy điện sẽ là nguồn doanh thu trọng yếu của REE** trong thời gian tới, có **mức lợi nhuận cao** do chi phí sản xuất thấp hơn so với nhiệt điện hay năng lượng tái tạo.
- Mảng cho thuê văn phòng vẫn giữ được mức doanh thu khả quan nhờ **tỷ lệ lấp đầy trên 99%** của các tòa nhà cho thuê của REE. Đây là mảng có dòng tiền ổn định nhất của REE khi tỷ lệ lấp đầy chỉ dao động quanh mức 98%-99% giữa các năm và giữa các tòa nhà.
- Mảng cấp nước tuy chiếm tỷ trọng không lớn, chỉ 1% trong tổng doanh thu nhưng là mảng có LN cao thứ 3 của REE. **Chi phí đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất và cung cấp nước sạch khá thấp** và ít biến động so với nhiệt điện hay thủy điện.
- Tuy doanh thu của REE PRO đã giảm gần 50% so với 2020, kéo theo tỷ trọng trong tổng doanh thu giảm từ 12% xuống 7% trong 6T2021, REE PRO ghi nhận LN tăng 48.7%, chủ yếu đến từ dự án năng lượng mặt trời của REE SE năm 2020. REE PRO là nhà thầu EPC cho 65 MWp năng lượng pin mặt trời của dự án này.
- Nhiệt điện ghi nhận mức LN sụt giảm 11% do kết quả kinh doanh kém khả quan của PPC trong năm 2021. Quyết định giảm bớt cổ phần tại QTP của REE có thể xem như bước chuyển dịch nguồn vốn từ mảng nhiệt điện sang thủy điện trong thời gian tới.
- Điện mặt trời có mức LN tăng gấp 4 lần cùng kỳ sau khi toàn bộ 86 MWp năng lượng mặt trời áp mái đi vào hoạt động trong tháng 12/2020. Sản lượng điện mặt trời chủ yếu sẽ tập trung vào quý 2 và quý 3 hàng năm theo yếu tố mùa.
- Điện gió chưa có doanh thu đáng kể do 3 nhà máy Trà Vinh số 3, Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2 chưa hoàn thành.

Biến động LN 6T2020 – 6T2021



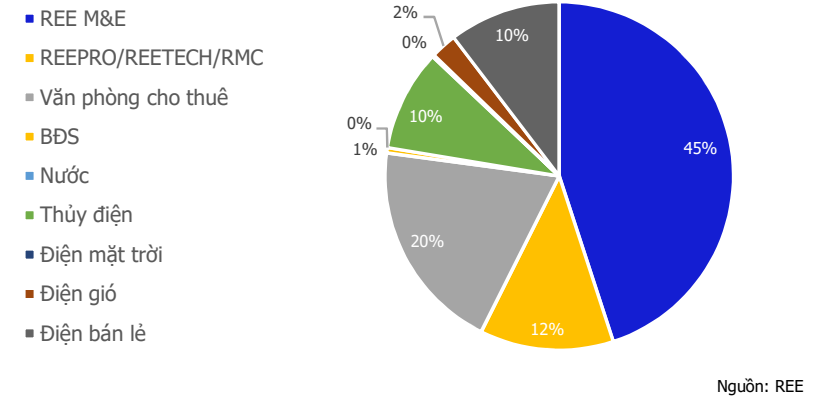
Nguồn: REE

Cơ cấu doanh thu 6T2021



Nguồn: REE

Cơ cấu doanh thu 6T2020



Nguồn: REE

III. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

1. Thủy điện

Bảng KQKD các công ty con và công ty liên kết của REE trong 6T2021

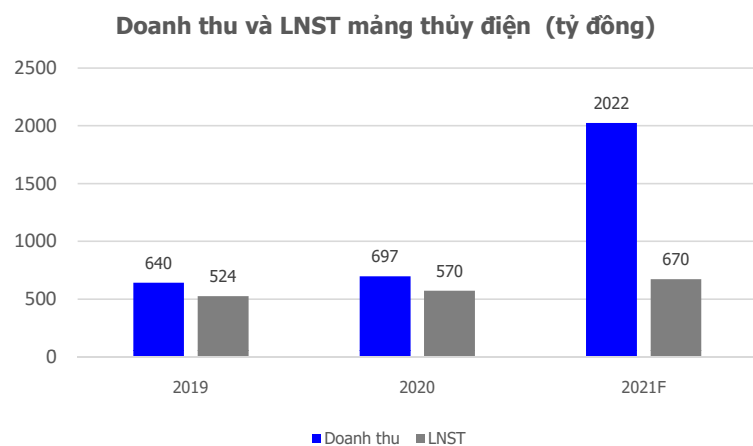
Công ty	Mã CP	Tỷ lệ sở hữu	Công suất (MW)	Sản lượng 6T2021 (triệu kWh)	Doanh thu 6T2021 (tỷ đồng)	Doanh thu 6T2020 (tỷ đồng)	% thay đổi	Lưu ý
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	VSH	50.45%	356.0	746	688.79	91.10	656.06%	Nhà máy Thượng Kon Tum đi vào hoạt động: - Sản lượng tăng 569.32 triệu kWh - Chi phí sản xuất tăng 210.85 tỷ đồng tương đương 224% so với cùng kỳ - Chi phí tài chính tăng 108.28 tỷ đồng tương đương 5346% so với cùng kỳ
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	60.42%	154.8	211	286.43	232.79	23.04%	Sản lượng điện thương phẩm tăng 37% so với cùng kỳ - Nhà máy Thủy điện A Lưới gặp sự cố vào đầu tháng 1/2021 và mới hoạt động trở lại vào giữa quý 2/2021. - Trong quý 1/2021 sản lượng điện chỉ đến từ nhà máy điện mặt trời Cư Jút, doanh thu quý 1/2021 giảm 58% so với cùng kỳ. - Chi phí khấu hao thời gian tới dự kiến tăng mạnh sau khi chuyển 112 tỷ đồng XDDB dở dang sang TSCĐ trong quý 2/2021
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	22.68%	220.0	119	194.53	224.34	-13.29%	
CTCP Thủy điện Miền Nam	SHP	11.09%	122.5	202	203.03	173.65	16.92%	Sản lượng điện thương phẩm tăng 37% so với cùng kỳ Doanh thu tăng đến từ Nhà máy điện mặt trời Thác Mơ (Công suất 50 MWp), bắt đầu vận hành từ cuối tháng 12/2020 với giá FIT là \$7.09 cents/kWh.
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	42.63%	220.0	254	265.50	172.27	54.12%	
CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng - IDICO	ISH	34.30%	51.0		6175.30	74.86	0.59%	
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	SBH	25.76%	220.0	134	182.09	144.41	26.10%	
CTCP Thủy điện Bình Điền	BDH	25.50%	44.0					

- 6T2021: Sản lượng thủy điện đạt mức **1810 triệu kWh (+71% cùng kỳ)**, doanh thu từ thủy điện đạt **785 tỷ đồng (+237% cùng kỳ)**, LN ghi nhận là **249 tỷ đồng (+175% cùng kỳ)**
- Nhà máy Thượng Kon Tum chính thức vận hành thương mại vào 04/2021 đã mang lại hơn **329.6 triệu kWh trong quý 2 2021**.
- Giá bán hiện tại của nhà máy Thượng Kon Tum là **912 đồng/kWh**. Do mức vốn đầu tư vào dự án là hơn 3000 tỷ đồng, cao hơn so với dự kiến ban đầu, REE đang thỏa thuận lại về biểu giá PPA với EVN. Hệ thống tính giá hợp đồng của Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (A0) có thông số đầu vào là các thông tin của dự án, trong đó quan trọng nhất là tổng mức đầu tư ban đầu. Giá bán điện hợp đồng phải đảm bảo đủ để bù đắp chi phí tối thiểu của dự án và cho mức tỷ suất sinh lời nội bộ không quá 12%. Theo REE, công ty sẽ đề xuất với EVN tăng giá bán lên khoảng **1,200-1,300 đồng/kWh**, cùng cơ cấu đặc biệt cho phép tăng giá bán lên 1,400 đồng/kWh trong vài năm đầu của dự án trước khi trở lại mức bình thường. Hiện thỏa thuận giữa REE và EVN dự kiến diễn ra trong quý 3/2021, **giá bán mới sẽ áp dụng từ quý 4/2021.**
- Các nhà máy thủy điện của REE có mức tích nước tại các hồ cao, kết hợp với điều kiện thủy văn thuận lợi trong 6T2021, triển vọng thủy điện khả quan cho tới cuối năm do quý 3 – mùa mưa thường là quý có sản lượng thủy điện cao nhất trong năm.
- Phần lớn các nhà máy thủy điện có công suất lớn của công ty tập trung ở miền Bắc và miền Trung, hoạt động tốt và có sản lượng cao hơn so với các nhà máy khu vực phía Nam (ISH, TMP). Nhà máy điện mặt trời Thác Mơ với công suất 50 MWp mới bắt đầu có doanh thu trong năm 2021 là bước chuyển mình cho các doanh nghiệp sản xuất điện miền Nam để đa dạng nguồn cung điện hơn, tránh tập trung không hiệu quả vào thủy điện.

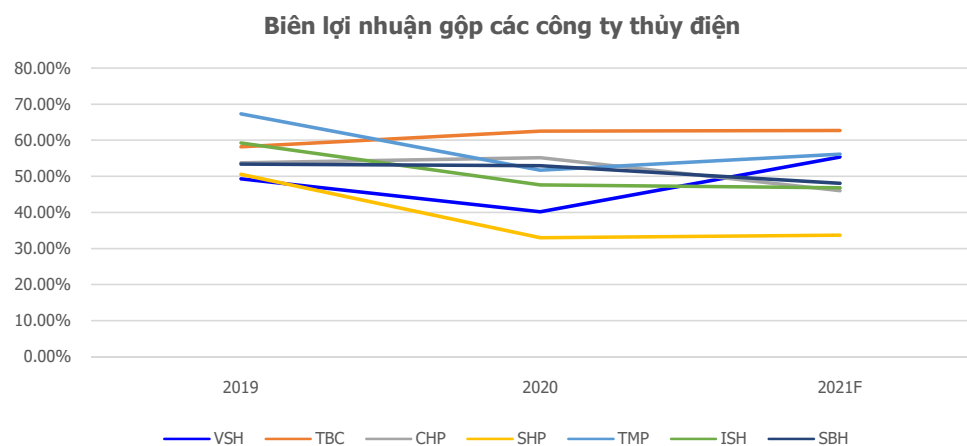
III. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

1. Thủy điện

Triển vọng ngành Thủy điện trong những năm tới



Nguồn: REE, MBS Research



Nguồn: REE, MBS Research

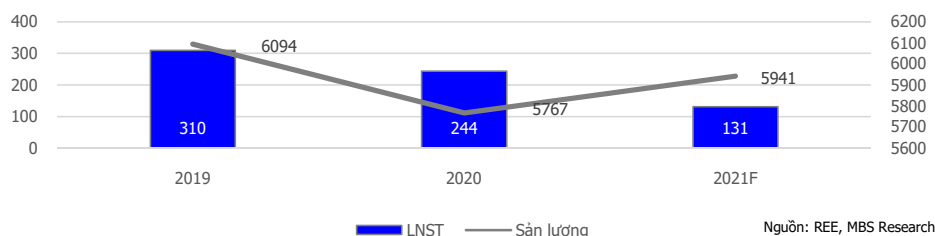
- Theo dự báo về hiện tượng ENSO của Viện Nghiên cứu quốc tế khí hậu và xã hội Mỹ (NOAA), Enso tiếp tục có xu hướng chuyển dần từ La Nina sang trạng thái trung tính từ tháng 7 đến tháng 10/2021 với xác suất khoảng 48-75%, sau đó tiếp tục duy trì trạng thái trung tính nhưng nghiêng về pha nóng vào những tháng đầu 2022. **Xác suất xảy ra El Nino cao hơn vào năm 2022**, và hiện tượng này sẽ kéo dài từ 11-24 tháng. Sản lượng thủy điện trong năm 2022 dự kiến sẽ giảm dưới tác động của El Nino và tăng nhẹ trở lại vào giữa năm 2023.
- Dự án Thượng Kon Tum mới đi vào hoạt động sẽ được hưởng mức thuế ưu đãi 10% trong 10 năm tiếp theo**, cải thiện lợi nhuận và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cho REE.
- Thủy điện có mức chi phí nguyên liệu đầu vào chỉ chiếm khoảng 3% chi phí sxkd. Do vậy, các doanh nghiệp thủy điện **ít chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu đầu vào** (than, dầu, khí) như nhiệt điện và điện khí. Chiếm tỷ trọng cao nhất trong chi phí sxkd của thủy điện là chi phí khấu hao và sửa chữa máy móc, và giá thành sản xuất của thủy điện là thấp nhất trong nhóm ngành điện, so với nhiệt điện, điện khí hay năng lượng tái tạo khác.
- Thời gian vận hành tối đa của thủy điện trong 1 năm là khoảng hơn 4000 giờ, trong khi thời gian vận hành trung bình của nhiệt điện là khoảng hơn 6000 giờ một năm. Vì vậy, chi phí cố định bình quân của các nhà máy thủy điện cao hơn các nhà máy nhiệt điện, nhưng do chi phí nguyên vật liệu đầu vào lớn của nhiệt điện, **tổng chi phí phát điện bình quân của các nhà máy nhiệt điện cao hơn thủy điện và nhận được mức giá bán điện cao hơn**. Trong những năm nhiệt điện hoạt động không hiệu quả, EVN sẽ ưu tiên huy động nguồn điện giá rẻ từ thủy điện.
- Thủy điện có thể giảm và tăng công suất nhanh trong ngày do có khả năng khởi động nhanh, đặc biệt là khi chạy không tải. Đặc tính này có thể giúp thủy điện chạy hết công suất vào khung giờ cao điểm trong ngày, vốn là khung giờ không hoạt động của điện mặt trời và giảm công suất vào thời gian điện mặt trời đang chạy.
- Biên lợi nhuận gộp của nhóm các công ty thủy điện của REE chủ yếu từ 50-65%**, cao hơn hẳn nhiều lần so với biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp nhiệt điện và doanh nghiệp điện khí (10-15%).

Nguồn: REE

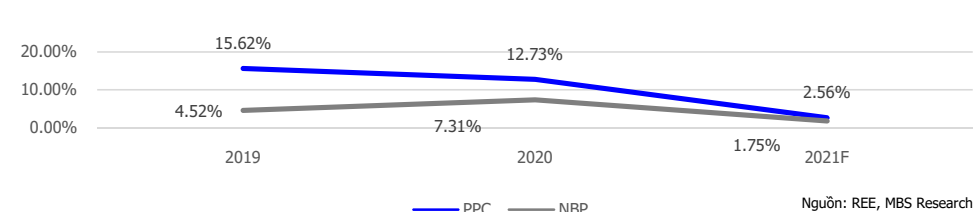
III. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

2. Nhiệt điện

Sản lượng và LNST mảng nhiệt điện (tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp các công ty nhiệt điện



Tình hình kinh doanh 6T2021

- 6T2021: Sản lượng nhiệt điện đạt mức **1820 triệu kWh (-48% cùng kỳ)**, LN ghi nhận là **88 tỷ đồng (-11% cùng kỳ)**
- REE đã giảm tỷ lệ sở hữu tại QTP xuống còn 1.7% vào tháng 5/2021 để lấy nguồn vốn tập trung cho năng lượng tái tạo. Công ty cũng bày tỏ quan điểm không có ý định thoái vốn tại PPC, do mức cổ tức nhận được ổn định hàng năm và cũng như vị trí thuận lợi của PPC trong việc truyền tải điện năng. Hiện tại, 2 công ty liên kết đóng góp cho lợi nhuận mảng Nhiệt điện của REE là **PPC (24.14%)** và **NBP (29.45%)** đều có kết quả kinh doanh kém trong 6T2021: **LNST của NBP chỉ đạt 1.24 tỷ đồng (-95% cùng kỳ)** còn **LNST của PPC là 259 tỷ đồng (-38% cùng kỳ)**
- Trong quý 2/2021, NBP vẫn chưa ký được hợp đồng mua bán điện với EVN** nên đang tạm tính theo giá cố định trong giấy ủy quyền từ EVN với mức thấp. Bên cạnh đó, sản lượng điện giảm 35% so với cùng kỳ cũng là một yếu tố dẫn tới LNST sụt giảm mạnh của NBP. Dự kiến sau khi NBP ký được hợp đồng mua bán điện cùng EVN sẽ tăng doanh thu bằng cách hồi tố, kết quả kinh doanh sẽ khả quan hơn.
- Kết thúc 6T2021, PPC ghi nhận lỗ gộp gần **46 tỷ** do sản lượng điện sản xuất sụt giảm mạnh còn **1,786 triệu kWh (-49% cùng kỳ)**, **doanh thu chỉ đạt 2,297 tỷ đồng (-49% cùng kỳ)**. Tuy doanh nghiệp đã dự báo trước và đặt kế hoạch kinh doanh ở mức rất thấp: Doanh thu kế hoạch 2021: 5,658 tỷ đồng (-31% cùng kỳ); LNTT: 415 tỷ đồng (-59% cùng kỳ), nhưng hiện tại, của PPC mới đạt 41% kế hoạch doanh thu của năm.
- Doanh thu hoạt động tài chính của PPC tăng 83% chủ yếu nhờ khoản 282 tỷ đồng cổ tức đến từ HND** cho 25.97% cổ phần. Khoản lãi cổ tức này đã kéo PPC thoát lỗ dù giá vốn hàng bán cao hơn doanh thu liên tiếp 2 quý trong năm 2021. Ngoài HND, **PPC còn nắm giữ 16.35% vốn cổ phần tại QTP và dự kiến sẽ được nhận cổ tức 10% trong năm nay**, tương đương 73.58 tỷ đồng. QTP và HND là 2 doanh nghiệp nhiệt điện có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2021 bất chấp mức cạnh tranh cao từ các nhà máy thủy điện và năng lượng tái tạo khác.
- PPC có số dư nợ vay bằng 0, do đó không phát sinh chi phí lãi vay trong kỳ. Bên cạnh đó, PPC có khoản hoàn nhập dự phòng chứng khoán kinh doanh hơn 23 tỷ đồng trong năm nay, tổng chi phí tài chính đang mang dấu âm.
- Tuy hoạt động kinh doanh đang lỗ trong năm nay, dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của PPC vẫn đạt 238 tỷ so với mức -38 tỷ cùng kỳ năm 2020. PPC hiện đang duy trì lượng tài sản có tính thanh khoản khá lớn, với hơn 306 tỷ đồng tiền mặt và 976 tỷ đồng tiền gửi ngắn hạn tại ngân hàng. Do đó, về ngắn hạn, chúng tôi đánh giá PPC không gặp khó khăn về dòng tiền.
- Hiện tại 2 nhà máy của PPC đều đã hết khấu hao, chi phí khấu hao đang ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- PPC đã trả cổ tức đợt 4 cho năm 2020 với mức trả 12.5%, dự tính số tiền trả cổ tức là khoảng 400 tỷ. Tuy kết quả kinh doanh không tốt trong năm 2021, PPC vẫn duy trì tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt cao, **tổng mức cổ tức năm 2020 PPC đã chia cho cổ đông đạt 44.64%**. Theo dự tính, **REE đã nhận được gần 97 tỷ tiền cổ tức từ PPC trong tháng 7** vừa rồi.
- Do không còn nợ vay và mức khấu hao thấp, mức chia cổ tức bằng tiền mặt lớn vốn làm tăng EV, chỉ số P/B và EV/EBITDA của PPC duy trì ở mức cao so với các công ty nhiệt điện khác.

III. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

2. Nhiệt điện

Triển vọng trong thời gian tới

- Những nguyên nhân khiến sản lượng điện của PPC sụt giảm trong thời gian vừa qua:
 - ❖ 2021 là năm có nguồn cung điện dồi dào đến từ thủy điện (thủy văn thuận lợi) và năng lượng tái tạo (đặc biệt là điện mặt trời), EVN giảm huy động từ nhiệt điện
 - ❖ Nhà máy Phả Lại 1 đã xuống cấp, sản lượng đầu ra thấp. Trong khi đó, Phả Lại 2 đang gặp sự cố phải sửa chữa.
- Tỷ lệ sản lượng điện năng thanh toán theo hợp đồng (Qc) của PPC đã bị hạ xuống mức thấp, chỉ còn 80%**, tương ứng với sản lượng được giao là **3,238 triệu kWh**, giảm 32% so với 2020.
- 2 nhà máy hiện tại PPC của PPC đang có tổng công suất hơn 1,040 MW, đều đã xuống cấp và chịu chi phí sửa chữa lớn, đặc biệt là nhà máy Phả Lại 1. Nhà máy Phả Lại 1 với công suất 440 MW có tuổi thọ gần 40 năm, đã qua nhiều lần đại tu nhưng các thiết bị chính như tua bin, máy phát, lò hơi và hệ thống lọc bụi đều đã xuống cấp, sản lượng than tiêu thụ và sản lượng điện tự dùng cao. Chi phí biến đổi cao làm tăng giá điện từ nhà máy này, khó cạnh tranh trên thị trường điện. **Năm 2021, sản lượng kế hoạch cho Phả Lại 1 chỉ là 726 triệu kWh, giảm gần 70%** so với sản lượng thực tế của nhà máy trong năm 2020. Ngoài ra, **Phả Lại 1 đã chuyển từ tổ máy chạy nền sang chạy lưng** (tổ máy phát điện có hệ số tải trung bình năm lớn hơn 25% và nhỏ hơn 60%) cũng trong năm nay.
- Nhà máy Phả Lại 2 có công suất 600 MW, bắt đầu được vận hành vào 2003 và là nhà máy chủ lực của PPC. Hiện tại, **1 trong 2 tổ máy tại nhà máy Phả Lại 2 đã ngưng hoạt động từ tháng 4/2021** do sự cố kỹ thuật. PPC đang tiến hành sửa chữa tổ máy này, theo kế hoạch sẽ hoàn thành và đưa tổ máy vào sử dụng lại vào tháng 9/2021. Tuy nhiên, hiện tại chưa có thông tin gì về tình trạng sửa chữa của tổ máy, rất có thể tổ máy sẽ không kịp đi vào hoạt động lại vào tháng 9/2021. Nếu PPC chậm trễ trong việc sửa chữa này, EVN có thể sẽ tiếp tục giảm bớt sản lượng hợp đồng Qc của PPC.
- Dây chuyền sản xuất PPC được hoàn thiện theo công nghệ lọc bụi tĩnh điện ESP đã cũ để lọc tro từ khí thải, thiếu các thiết bị khử lưu huỳnh trong khói thải (FGD) cũng như hệ thống giám sát phát thải liên tục (CEMS) để khử các chất độc hại SO₂, NO_x trong khí thải. Việc **đầu tư cho hệ thống xử lý khí thải để bảo vệ môi trường** cũng như các chi phí vận hành và bảo dưỡng tăng thêm giai đoạn sau sẽ lấy đi một phần lợi nhuận của PPC trong những năm tới.
- Theo như kế hoạch từ năm 2020, PPC sẽ tiến hành đại tu 2 tổ máy 1 và 5 với tổng ngân sách 567 tỷ đồng. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19, tiến độ sửa chữa đã chậm lại, chỉ kịp đại tu tổ máy 1 trong năm 2020 với chi phí 352.4 tỷ đồng. Dự kiến việc đại tu tổ máy 5 sẽ bắt đầu vào 1/7/2021. **Đại tu được xử lý chậm trễ ảnh hưởng tới sản lượng đầu ra cũng như làm tăng thêm chi phí sửa chữa của PPC trong năm 2021 và có thể là năm 2022 tới đây.**
- 85% chi phí sản xuất kinh doanh của PPC là chi phí nguyên liệu đầu vào, trong đó nguyên liệu chính là than, được cung cấp bởi TKV và Tổng Công ty Đông Bắc và là than pha trộn giữa than khai thác trong nước và than nhập khẩu. PPC không ký hợp đồng mua bán than dài hạn với TKV như các doanh nghiệp điện khác, nhưng vẫn được TKV đảm bảo đủ nguồn cung than do là công ty con của EVN. 2 nhà cung cấp than riêng biệt sẽ đảm bảo nguồn cung cũng như cạnh tranh về giá than cho PPC. Giá than trong nước do TKV và Tổng Công ty Đông Bắc cung cấp hiện đang thấp hơn ở mức của thế giới trong khi vẫn phải duy trì lượng than nhập khẩu lớn từ Indonesia và Australia. Từ đầu năm đến nay, giá than thế giới đã tăng gấp hơn 2 lần từ \$87 lên \$171 ở thời điểm hiện tại. Trong khi đó, **Bộ Công Thương vừa ra khuyến cáo các doanh nghiệp Việt Nam trong việc mua than từ thị trường Indonesia. Bộ Tài Nguyên và Khoáng sản Indonesia đã công bố danh sách 34 doanh nghiệp khai thác, kinh doanh than của nước này "tạm thời bị cấm xuất khẩu" do vi phạm quy định về nghĩa vụ tỷ lệ bán than tại nội địa** khi không hoàn thành nghĩa vụ cung cấp than theo hợp đồng cho công ty nhà nước. Indonesia vốn là nước có tiềm năng tài nguyên trữ lượng than và cũng là nước sản xuất than lớn nhất Đông Nam Á, có tiềm năng phong phú các loại than lò hơi (than bitum, than á bitum), phù hợp với các nhà máy nhiệt điện. Trong những năm gần đây xuất khẩu than năng lượng của nước này tăng mạnh với giá thấp hơn so với than của Australia có cùng nhiệt trị, nên việc nhập khẩu than từ Indonesia để phục vụ cho nhu cầu của các nhà máy điện có tính khả thi kinh tế cao hơn so với nhập khẩu than từ thị trường khác. **Việc hạn chế than xuất khẩu để ưu tiên cho sử dụng trong nước của Indonesia sẽ tăng giá than nhập khẩu cho Việt Nam, tạo áp lực tăng giá than cho TKV và Tổng Công ty Đông Bắc, ảnh hưởng mạnh đến chi phí đầu vào cho PPC.**
- Hiện dự báo cho tình hình thủy văn vào cuối năm 2021 đang là trung tính và chuyển hướng sang El Nino** trong năm 2022, có thể kéo dài sang năm 2023. Bất lợi cho ngành thủy điện lại là cơ hội để cơ hội cho ngành nhiệt điện nói chung và PPC nói riêng, do tính ổn định của năng lượng tái tạo không cao, không đảm bảo sản xuất kinh doanh.
- Tỷ trọng điện mặt trời trong hệ thống ở mức cao theo xu hướng hiện tại (17-20%) đã gây ra tình trạng thừa công suất ở khung giờ trưa (10h-14h) và thiếu công suất ở khung giờ cao điểm tối (18-20h). **Yếu tố vận hành theo khung giờ của điện mặt trời làm ảnh hưởng đến sản xuất của các nhà máy nhiệt điện, các nhà máy phải điều chỉnh công suất tương ứng bằng cách tắt và khởi động lại các tổ máy, tăng chi phí phát điện và tăng cả nguy cơ xảy ra sự cố ở các tổ máy.** Theo thống kê của cơ quan điều độ, số lần khởi động tổ máy nhiệt điện do thừa nguồn năm 2019 là 74 lần, tăng lên 192 lần năm 2020 và 334 lần chỉ trong 4 tháng đầu năm 2021. Điện than muốn nhóm lò cần ít nhất 3 giờ, nhiều hơn là 10 giờ, mỗi lần nhóm lò tốn kém chi phí và ô nhiễm môi trường.
- PPC đang có kế hoạch triển khai xây dựng nhà máy Phả Lại 3**, với công suất 600 MW tại Chí Linh – Hải Dương, nằm trong khuôn viên của PPC, gần các khu công nghiệp của tỉnh Hải Dương và Hải Phòng, để truyền tải điện công nghiệp. Phả Lại 3 được xem như dự án để thay thế cho nhà máy Phả Lại 1 và cũng dự kiến được đưa vào Quy hoạch điện VIII trong năm nay. Con số đầu tư cụ thể của dự án chưa được công bố, nhưng theo ước tính sẽ từ 20,000-27,000 tỷ đồng, và có thể vận hành sớm nhất vào năm 2026. Để huy động vốn cho dự án, dòng cổ tức của PPC dự báo sẽ bị ảnh hưởng trong những năm tới.

Kế hoạch kinh doanh không quá quan, triển vọng phát triển tại thời điểm hiện tại không mạnh, thiếu đi các nhân tố hỗ trợ từ nhà nước và đầu vào, hệ thống sản xuất xuống cấp, chúng tôi dự báo mảng Nhiệt điện của REE sẽ không khả quan trong thời gian tới, LNST dự báo năm 2021 là 131 tỷ đồng, năm 2022 là 155 tỷ đồng.

III. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

3. Điện mặt trời

Ưu điểm của điện mặt trời:

- **Hệ thống pin mặt trời có độ chắc chắn cao và chi cần thay thế linh kiện ở mức tối thiểu trong suốt vòng đời dự án. Các tấm pin mặt trời có tuổi thọ dài hơn 30 năm và có thể tái chế được.** Bộ biến đổi điện thông thường cần được thay thế sau 10 – 15 năm. Tốc độ xuống cấp hàng năm được xác định ở mức 0,25- 0,5% /năm đối với tổng công suất đầu ra của hệ thống, gia tăng vào cuối vòng đời của sản phẩm.
- **Vận hành và bảo dưỡng các nhà máy điện mặt trời được thực hiện đơn giản** vì không có các phần tử quay, không bị hao mòn và không bị rách, trừ hệ thống điều chỉnh hướng theo mặt trời. Các bộ biến đổi điện chỉ phải thay thế một hoặc hai lần trong cả tuổi thọ vận hành của hệ thống.
- Những nhà máy pin mặt trời quy mô lớn có thể được lắp đặt trên mặt đất ở chỗ không có mục đích sử dụng thương mại (như bãi chôn lấp rác, khu vực hạn chế tiếp cận hoặc khu vực bị ô nhiễm hóa học).
- Điện được sản xuất ban ngày là thời gian nhu cầu điện thường cao nhất.

Nhược điểm của điện mặt trời:

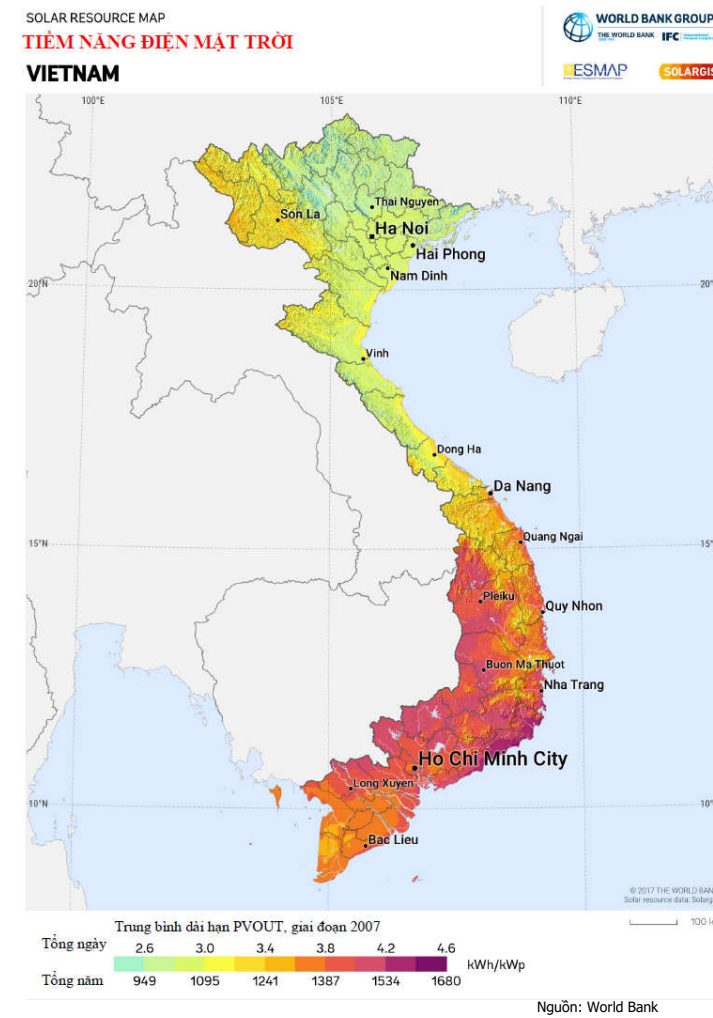
- Hệ thống pin mặt trời có **chi phí ban đầu tương đối cao và hệ số công suất thấp.**
- Chỉ sản xuất điện khi có mặt trời, có nghĩa là **cần điều tiết sản lượng điện hoặc tích trữ điện.**
- **Dự báo công suất của các nhà máy điện mặt trời khó khăn do sự bất định đầu vào của bức xạ mặt trời**
- Điện mặt trời là không có quán tính nên không thể hỗ trợ điều tần như những nhà máy điện truyền thống.

Theo REE, tiềm năng về năng lượng tái tạo ở miền Nam vẫn dồi dào, do nguồn cung điện chưa đáp ứng đủ cũng như ít nhà máy thủy điện với công suất lớn nằm tại địa bàn này. Khí hậu miền Nam đặc biệt phù hợp để triển khai các dự án pin mặt trời, như chúng ta có thể thấy ở ảnh bên. Trong tương lai, doanh nghiệp dự tính sẽ chọn lọc khách hàng cho mảng đầu tư điện mặt trời, tập trung hơn vào nhóm khách hàng có công suất tiêu thụ điện thấp vào giờ cao điểm.

Hiện tại, hệ số công suất bình quân của pin mặt trời đạt 16,5% và **tổng sản lượng 6T2021 đạt 61.3 triệu kWh.** REE SE đã mới ký hợp đồng thêm 16.3 MWp, nâng **tổng công suất từ 86 MWp vào cuối năm 2020 lên 102 MWp.** Giá FIT 2 cho điện mặt trời áp mái ở mức 8.38 cents/kWh, được áp dụng đến 31/12/2020, các chủ đầu tư đều đang chờ giá FIT 3 mới. Năm 2021, REE đặt mục tiêu đầu tư thêm 60 MWp với mức đầu tư dự kiến trên 800 tỷ đồng vào pin mặt trời và nâng con số này lên 70-80 MWp cho những năm tới để đạt mục tiêu 500 MWp vào năm 2025. Việc triển khai pin mặt trời của REE đang có sự trì hoãn so với dự kiến do chưa có giá FIT 3.

Trong trung hạn, chiến lược năng lượng mặt trời của REE được tập trung vào cung cấp cho các khu công nghiệp để giảm bớt sự phụ thuộc vốn có của điện mặt trời vào chính sách huy động và phát điện của EVN cũng như chính sách về phí. REE đang cân nhắc những cơ hội M&A để mở rộng phát triển mảng điện mặt trời. Tỷ lệ IRR hiện tại cho các dự án pin mặt trời của REE là 20% và công ty muốn duy trì tỷ lệ này ở mức tối thiểu 15% trong khi tiếp tục tăng công suất.

Mảng điện mặt trời của REE phụ thuộc nhiều vào chính sách và triển khai của nhà nước, tình hình dịch bệnh Covid-19 cũng như việc giá FIT 3 chưa được công bố có thể sẽ khiến REE không đạt được mục tiêu đầu tư thêm 60 MWp điện mặt trời trong năm 2021. Giải pháp về lâu dài của điện mặt trời là khả năng lưu trữ điện để phát tiếp tục trong những khung giờ thấp điểm của bức xạ mặt trời. Nếu vấn đề về điều tiết sản lượng và tích trữ điện của điện mặt trời không được giải quyết, về dài hạn, chúng tôi cho rằng tăng trưởng của điện mặt trời sẽ chậm lại và mất dần đi sự ưu tiên từ phía nhà nước.



Số giờ đầy tải (kWh/kW_p) đối với pin mặt trời ở Việt Nam.

III. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

4. Phong điện

Ưu điểm của phong điện:

- Chi phí ổn định và có thể dự báo được do chi phí vận hành thấp và không mất chi phí nhiên liệu.
- Công nghệ có tính mô đun cho phép mở rộng công suất theo nhu cầu, tránh phát triển quá nhiều và bị kẹt vì các chi phí.
- Thời gian thực hiện ngắn so với hầu hết các công nghệ khác.
- Phong điện phát triển ở khu vực phía Nam cũng góp phần giảm bớt sự thiếu hụt nguồn cung điện tại địa bàn này.

Nhược điểm của phong điện:

- Đóng góp công suất khiêm tốn so với các nhà máy nhiệt điện.
- Chỉ có thể phát triển ở những vùng hoang vu không bị địa hình và nhà cửa xung quanh cản gió với diện tích lớn. Mật độ dân số cao của Việt Nam khiến phong điện khó triển khai hơn. Với khoảng cách giữa các tua bin là 6-8 lần đường kính của rotor, thì tổng diện tích đất chiếm của một trang trại điện gió là 0,2 m²/W. Tuy nhiên, sau khi lắp đặt, hơn 90% tổng diện tích đất vẫn có thể sử dụng cho mục đích khác, như nông nghiệp. Do đó diện tích trực tiếp sẽ là < 0,02 m²/W.
- Do tính chất bất định của tốc độ gió trong tương lai nên dự báo sản lượng điện phát có thể là một thách thức

REE đang đặt mục tiêu đầu tư **3,900 tỷ đồng cho 3 dự án điện gió với tổng công suất 102.1 MW dự kiến đi vào hoạt động vào 11/2021**, chi tiết như sau:

Dự án	Địa điểm	Diện tích	Công suất	Sản lượng	Giá điện	Mức đầu tư dự kiến
Nhà máy điện gió tại Trà Vinh số 3 tại vị trí V1-3	Huyện Duyên Hải, tỉnh Trà Vinh	1,226 ha	48 MW	158 triệu kWh/năm	9.8 cent/kWh	2,000 tỷ đồng – giải ngân 79 triệu USD trong năm 2021
Nhà máy điện gió Phú Lạc 2	Huyện Tuy Phong, Tỉnh Bình Thuận	400 ha	25.2 MW	70 triệu kWh/năm	8.5 cent/kWh	
Nhà máy điện gió Lợi Hải 2	Huyện Thuận Bắc, tỉnh Ninh Thuận	523 ha	28.9 MW	100 triệu kWh/năm	8.5 cent/kWh	1,900 tỷ đồng – giải ngân 68 triệu USD trong năm 2021

- REE ước tính đạt 185 tỷ đồng lợi nhuận cho mảng phong điện vào năm 2022. Lợi nhuận từ mảng phong điện sẽ bù lại cho mảng thủy điện có nguy cơ giảm sút trong năm 2022.
- Nhà máy điện gió tại Trà Vinh số 3 là nhà máy điện gió gần bờ, có chi phí đầu tư thấp hơn so với điện gió xa bờ nhưng cao hơn điện gió trên bờ, và cũng có mức công suất cao hơn 2 nhà máy điện gió trên bờ còn lại là Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2.
- Do diễn biến xấu của dịch Covid-19 gần đây, thời điểm hoàn thành và vận hành của các nhà máy phong điện có thể chậm trễ so với dự kiến ban đầu và sẽ lùi sang 2022.

Chúng tôi đánh giá phong điện là mảng kinh doanh tiềm năng của REE trong những năm tới với chi phí vận hành thấp và thời gian xây dựng nhanh hơn các nhà máy điện khác. Tuy nhiên, do công suất thấp của phong điện, cùng với chi phí đầu tư xây dựng cao và việc Việt Nam hiếm có nguồn gió trên bờ tốt, chúng tôi dự đoán mảng Phong điện sẽ không có mức tăng trưởng đột phá hay chiếm tỷ trọng dẫn đầu trong doanh thu của REE.

III. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

5. Sản xuất và cấp nước

Bảng KQKD các công ty con và công ty liên kết của REE trong 6T2021

Công ty	Mã CP	Lĩnh vực	Tỷ lệ sở hữu	Công suất (m3/ngày)	Sản lượng 2020 (triệu m3)	Tỷ lệ thất thoát nước 2020 (%)	Doanh thu 6T2021 (tỷ đồng)	Doanh thu 6T2020 (tỷ đồng)	% thay đổi
CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà	VCW	Xử lý nước	42.6%	300,000	103.215	N/A	255.46	261.79	-2.42%
CTCP Đầu tư và KD Nước sạch Sài Gòn	SWIC	Xử lý nước	30%	300,000	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP B.O.O Nước Thủ Đức	B.O.O Thủ Đức	Xử lý nước	42%	300,000	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP Đầu tư nước sạch Tân Hiệp	TH2	Xử lý nước	32%	265,000	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP Cấp nước Thủ Đức	TDW	Phân phối nước sạch	44.2%		96.652	12%	543.24	498.19	9.04%
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW	Phân phối nước sạch	20.1%		53.852	15.36%	298.15	277.77	7.34%
CTCP Cấp nước Nhà Bè	NBW	Phân phối nước sạch	20%		72.008	13.12%	392.006	370.874	5.7%
CTCP Cấp thoát nước Khánh Hòa	KHW	Phân phối nước sạch	43.8%		404.575	15.74%	149.92	172.35	-13.02%

- Sang quý 2/2021, **REE hợp nhất thêm công ty TK TNHH Cộng**, chuyên cung cấp các dịch vụ tư vấn về kỹ thuật, nghiên cứu kỹ thuật và tư vấn đầu tư trong lĩnh vực cấp nước và xử lý nước.
- Trong 6T2021, các công ty xử lý nước và phân phối nước sạch của REE **hoạt động tương đối ổn định. LNST đạt 131 tỷ đồng (+5.4% cùng kỳ)**. Tổng sản lượng nước được xử lý là **206.4 triệu m3 (+0.9% cùng kỳ)**, còn tổng sản lượng nước được phân phối là **132.3 triệu kWh (-0.6% cùng kỳ)**.
- Sản lượng nước phân phối giảm **0.9% chủ yếu là do KHW giảm 16% sản lượng** so với cùng kỳ do nhu cầu sử dụng nước tại các cơ sở du lịch tại Khánh Hòa giảm mạnh bởi hoạt động du lịch ngưng lại dưới tác động của Covid-19.
- Trong quý 1/2021, công suất phát nước bình quân của của Nhà máy xử lý nước Tân Hiệp II tăng từ 250,000 m3/ngày lên 265,000 m3/ngày do có cam kết do có cam kết tiếp nhận nước tăng thêm từ SAWACO.
- 90% tổng lượng nước của VCW được bán cho 3 khách hàng chính là Viwaco, Hawaco và Nước sạch Hà Đông, sau đó được phân phối cho toàn bộ phía Tây Nam Hà Nội và mở rộng theo chuỗi đô thị Miếu Môn – Xuân Mai - Hòa Lạc - Sơn Tây
- Hiện tại VCW đang đẩy nhanh việc đầu tư dự án giai đoạn 2 để nâng công suất lên 600,000 m3/ngày và phát triển dự án tuyến ống truyền tải cấp 2 - hệ thống đường ống nối có chức năng điều hòa lưu lượng cho các tuyến ống chính và bảo đảm sự làm việc an toàn của hệ thống cấp nước. Cả 2 dự án này đang xin phê duyệt từ cơ quan có thẩm quyền.
- Giá nước sạch thường được điều chỉnh để tăng hàng năm theo lộ trình, trung bình 5-8%/năm.
- Theo quan sát của chúng tôi, doanh thu và sản lượng nước sạch của các nhà máy ổn định và không biến đổi nhiều qua các năm, đi theo xu hướng tăng chậm. Sản lượng tồn kho gần như bằng 0 của ngành do lượng nước sản xuất ra được tiêu thụ ngay giúp ngành nước sạch có biên lợi nhuận cao hơn các ngành sản xuất khác.
- Kinh tế càng phát triển, tốc độ đô thị hóa cao thì nhu cầu nước sạch phục vụ đời sống ngày càng tăng, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp phát triển.

Chúng tôi đánh giá ngành sản xuất và cấp nước là một ngành có doanh thu ổn định và ít biến động, nguồn cầu lớn và liên tục mở rộng theo các chuỗi đô thị. Do đó, lợi nhuận từ mảng kinh doanh này sẽ là nguồn lực lâu dài để đầu tư các dự án của REE.

III. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

6. BĐS và văn phòng cho thuê

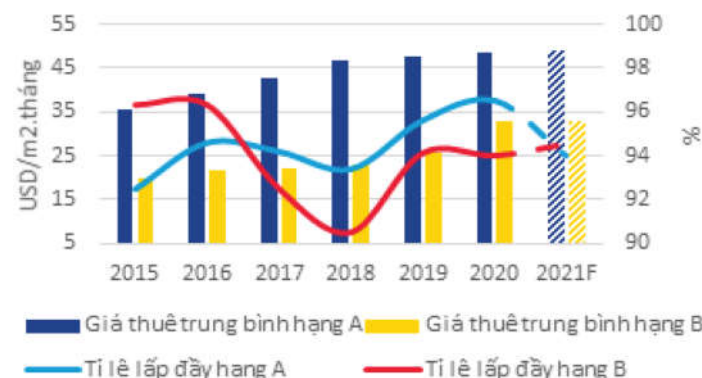
BDS

- Kết quả kinh doanh của mảng BĐS trong năm 2020 và 6T2021 khá âm ảm. **Năm 2020 và 6T2021, REE Land không có nhiều hoạt động cũng như không chào bán sản phẩm mới ra thị trường.**
- Doanh thu mảng này chủ yếu đến từ chuyển nhượng, nhưng **trong quý 2/2021, SGR đã không có thêm dự án mới** nào dưới ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19.
- REE Land đang nắm giữ khoảng 7 ha đất tại Hóc Môn** từ một dự án không thể triển khai và đang có **ý định thanh lý thu hồi vốn** từ mảnh đất này với ước tính giá trị thu về khoảng **100 tỷ đồng**.
- Doanh thu mảng BĐS 6T2021 chỉ đạt 4 tỷ đồng (-56.4% cùng kỳ)** và hiện đang **lỗ sau thuế -2 tỷ đồng (-105.38% cùng kỳ)**. Dưới diễn biến xấu và tình trạng cách ly kéo dài trong quý 3 2021, **chúng tôi dự đoán REE sẽ không nhận được lợi nhuận từ mảng BĐS trong năm nay.**

Cho thuê VP

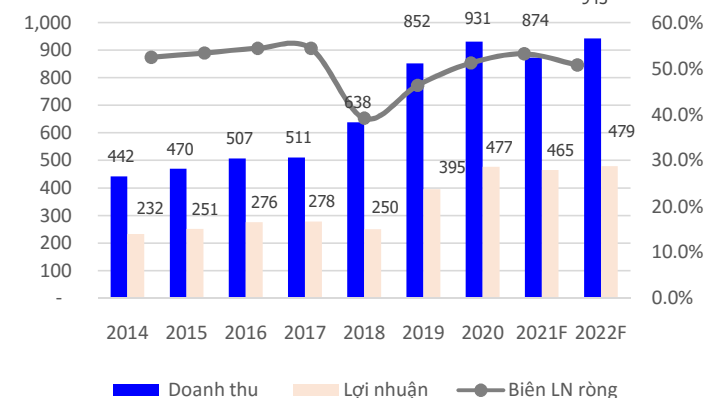
- Trái ngược với mảng BĐS, bất chấp tình hình dịch bệnh, **tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà văn phòng của REE vẫn duy trì trên 99%**. Trong đó, **tỷ lệ lấp đầy tại 2 tòa nhà có giá thuê cao hơn của REE là e.Town Central và REE Tower ở mức 100%**.
- Tỷ lệ lấp đầy các tòa nhà văn phòng của REE ở mức cao qua các năm và duy trì ở mức 97 – 100% theo từng tòa nhà.** Theo thống kê từ Colliers, tỷ lệ lấp đầy này cao hơn tỷ lệ lấp đầy trung bình của văn phòng hạng B tại Hồ Chí Minh. Do đó, dòng tiền từ cho thuê văn phòng của REE ổn định qua các năm, tạo điều kiện đầu tư cho các dự án khác.
- Sau 2 năm kể từ khi e.Town 5 hoàn thành và chính thức đi vào hoạt động, **REE đã khởi công dự án e.Town 6 tại quận Tân Bình với diện tích 40,000 m2 vào đầu năm 2021.** Vốn đầu tư giải ngân trong năm 2021 dự kiến là 17 triệu USD và là vốn vay từ ngân hàng HSBC.
- E.Town 6 đã được xin giấy phép xây dựng và hoàn thành xây móng và tường vây trong tháng 7/2021. Theo kế hoạch, **tòa nhà này sẽ đi vào vận hành vào quý 2 năm 2023**, nâng tổng diện tích cho thuê văn phòng của REE lên gần 200,000 m2. Theo dự tính của chúng tôi, doanh thu năm 2023 của REE ở mảng cho thuê VP có thể đạt mức hơn 1,200 tỷ đồng.
- Chúng tôi dự đoán giá cho thuê văn phòng của REE có thể giảm nhẹ từ 0.3-1% do ảnh hưởng của Covid-19 khá nặng nề tại Hồ Chí Minh. Doanh thu từ hoạt động cho thuê văn phòng dự kiến tăng nhẹ ở mức gần 1% lên 940 tỷ đồng do tỷ lệ lấp đầy đang được duy trì cao hơn 1% so với năm 2020.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy của REE sẽ duy trì ở mức 99% như hiện tại và không nâng mức giá cho thuê văn phòng dự phóng cho năm 2022 lên so với 2021 do lo ngại dịch bệnh Covid-19 sẽ làm khả năng tăng giá thuê văn phòng hạng B trở nên khó khăn hơn.
- Theo khảo sát của CBRE, trong quý 2/2021, đối với phân khúc hạng B, tỷ lệ trống ổn định và thị trường chứng kiến nhiều khách thuê trả mặt bằng tại các dự án cũ và chuyển sang các dự án mới hơn tại Quận Tân Bình, Quận 1, Quận 2, Quận 7 và Quận Bình Thạnh. Do đó, khi e.Town 6 đi vào hoạt động vào năm 2023, chúng tôi cho rằng mặt bằng tòa nhà mới với nhiều tiện ích sẽ được ưa chuộng bởi các doanh nghiệp và đạt mức tỷ lệ lấp đầy 100%.

Biểu đồ 1: Văn phòng HCM, Giá chào thuê trung bình và tỷ lệ lấp đầy



Nguồn: Colliers Việt Nam

Doanh thu và LN của mảng cho thuê VP



Nguồn: REE, MBS Research

III. Tình hình tài chính và đánh giá rủi ro

1. Tình hình tài chính

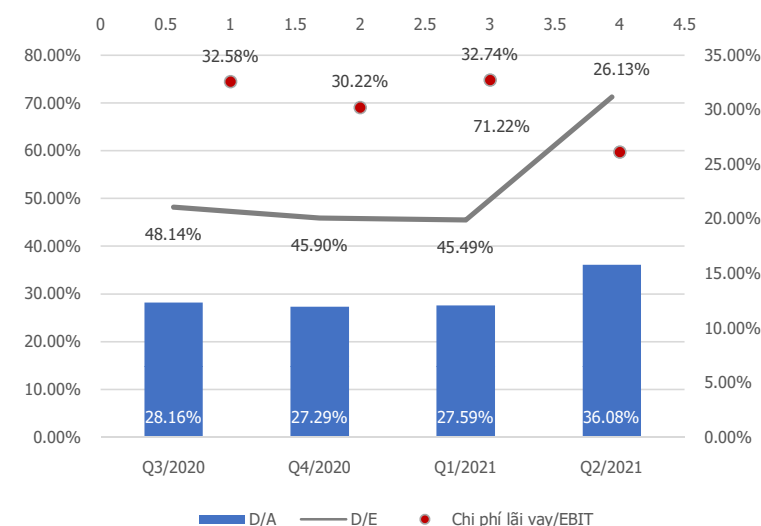
- Hiện tại, dư nợ vay của REE đang là gần 11 ngàn tỷ đồng, **sau khi hợp nhất với VSH dư nợ vay đã tăng lên 90.8%**. Chi phí **lãi vay của REE cũng tăng 133%** lên mức hơn 220 tỷ đồng chỉ cho quý 2/2021.
- Hệ số D/A tăng 8.49% so với quý 1/2021 trong khi **hệ số D/E đã tăng hơn 25.7% so với quý liền kề, chạm mức 71.22%**. Trước đó, hệ số D/A và D/E của REE được duy trì khá ổn định quanh mức 45-48.5%.
- Ngược lại, tỷ lệ chi phí lãi vay/EBIT nhờ doanh thu quý 2 tăng 38.34% đã giảm xuống chỉ còn 26.13%, giảm 6.61% so với quý trước
- REE chủ yếu vay dài hạn và phát hành trái phiếu đảm bảo bằng cổ phần PPC và các tài sản của nhà máy thủy điện VSH. Các khoản **vay dài hạn sẽ đáo hạn trong khoảng từ năm 2027 – 2035, trong đó chủ yếu sẽ tập trung đáo hạn vào 2 năm 2029 và 2030.**
- Các khoản vay dài hạn của REE được dùng để thanh toán chi phí đầu tư xây dựng thủy điện Thượng Kon Tum, nhà máy thủy điện Sông Hinh; đầu tư thêm công suất cho điện mặt trời và đầu tư cho 3 dự án phong điện đang xây dựng cũng như đầu tư cho dự án e.Town 6 đã khởi công.
- Tuy tỷ lệ D/E cao, nhưng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và hoạt động tài chính của REE vẫn dồi dào để trả lãi vay. Tại thời điểm 30/06/2021, **tiền và tương đương tiền của REE ở mức hơn 2,300 tỷ, và tiền gửi ngân hàng ngắn hạn là gần 900 tỷ.**
- Công ty cũng ghi nhận hơn 94 tỷ lợi thế thương mại từ hoạt động tăng cổ phần và hợp nhất VSH. Khoản lợi thế thương mại này ước tính được phân bổ trong 10 năm.

2. Đánh giá rủi ro

Chúng tôi đánh giá REE hiện tại đang có những rủi ro chính sau đây:

- Rủi ro tỷ giá:** REE hiện đang có gần 700 tỷ đồng dư nợ vay USD và hơn 515 tỷ đồng dư nợ vay EUR. Nếu giá đồng USD và EUR tăng mạnh, sẽ phát sinh khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện lớn cho REE.
- Hoạt động sản xuất và kinh doanh điện của REE phụ thuộc mật thiết vào chính sách về giá, huy động nguồn điện cũng như các chính sách hỗ trợ về giá nguyên liệu đầu vào của nhà nước.
- Mạng thủy điện và điện mặt trời của REE chịu **rủi ro về thay đổi thời tiết** gây bất lợi cho sản xuất.
- Các nhà máy điện có **rủi ro về sự cố kỹ thuật** gây ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất đồng thời tăng thêm lượng lớn chi phí sửa chữa máy móc.
- Tình hình dịch Covid-19 kéo dài có thể gây ra chậm tiến độ cho các dự án của REE như dự án điện gió, điện mặt trời hay dự án xây dựng e.Town 6.

Tỷ số về khả năng thanh toán



Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (HOSE: REE)



IV. Phương pháp định giá

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá từng phần SOTP và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với tỷ trọng cân bằng để định giá cổ phiếu REE.

Việc kết hợp sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền giúp phản ánh dòng tiền về dài hạn sau khi tòa nhà e.Town 6 hoàn thành và có doanh thu cho thuê văn phòng.

MBS đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu REE, dựa trên giá trị hợp lý cho cổ phiếu REE là **71,500 VND/cp**, **upside 17%** so với mức giá tham chiếu ngày 20/08/2021 là 61,300 VND/cp.

Phương pháp	Định giá	Trọng số
DCF	72,967	50%
SOTP	70,116	50%
Giá mục tiêu sau khi làm tròn	71,500	

Mảng hoạt động	LNST (tỷ đồng)	Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Sản lượng 6T2021
Thủy điện	542.27P/E		11.0	5,965
Nhiệt điện	154.79P/E		9.0	1,393
Nước	302.59P/E		10.0	3,026
Điện mặt trời	102.71P/E		10.0	1,027
Phong điện	185.00P/E		10.0	1,850
Điện bán lẻ	23.33P/E		9.0	210
BDS	503.33P/E		13.0	6,317
Cơ điện lạnh	216.91P/E		9.0	1,952
Tổng				21,967
Số lượng cổ phiếu				310,058,841
Định giá				70,116

CTCP Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (HOSE: REE)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)					Chỉ số chính				
	2020	2021F	2022F	2023F		2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	5,640	6,594	7,362	8,272	Định giá				
Giá vốn hàng bán	4,034	4,584	5,133	5,568	EPS	4,975	5,336	5,230	6,953
Lợi nhuận gộp	1,606	2,010	2,229	2,704	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	39,388	46,508	53,491	61,171
Doanh thu hoạt động tài chính	222	329	411	349	P/E	4.7	11.5	11.7	8.8
Chi phí tài chính	475	549	633	560	P/B	0.6	1.3	1.1	1.0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	366	404	435	376	Khả năng sinh lời				
Lợi nhuận trước thuế	1,924	2,328	2,282	3,033	Biên lợi nhuận gộp	28%	30%	30%	33%
Lợi nhuận sau thuế	1,714	2,072	2,031	2,700	Biên EBITDA	28%	36%	41%	44%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	1,628	1,758	1,723	2,291	Biên lợi nhuận sau thuế	30%	31%	28%	33%
					ROE	13%	12%	10%	12%
					ROA	8%	6%	6%	7%
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)					Tăng trưởng				
	2020	2021F	2022F	2023F		2020	2021F	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	6,009	5,931	7,298	6,826	Doanh thu	15%	17%	12%	12%
I. Tiền & tương đương tiền	652	1,035	1,907	892	Lợi nhuận trước thuế	0%	21%	-2%	33%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,329	806	822	839	Lợi nhuận sau thuế	0%	21%	-2%	33%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,254	1,692	1,889	2,123	EPS	-2%	7%	-2%	33%
IV. Hàng tồn kho	808	888	994	1,079	Tổng tài sản	5%	42%	4%	7%
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,967	1,510	1,686	1,894	Vốn chủ sở hữu	10%	18%	15%	14%
Tài sản dài hạn	14,522	23,139	22,934	25,474	Thanh khoản				
I. Các khoản Phải thu dài hạn	51	53	59	66	Thanh toán hiện hành	1.74	1.28	1.50	1.30
II. Tài sản cố định	2,585	12,444	12,635	12,643	Thanh toán nhanh	0.58	0.40	0.56	0.33
1. Tài sản cố định hữu hình	2,519	12,379	12,571	12,579	Nợ/tài sản	27%	36%	30%	25%
2. Tài sản cố định vô hình	66	65	64	64	Nợ/vốn chủ sở hữu	46%	73%	54%	43%
III. Bất động sản đầu tư	1,773	1,649	1,525	3,201	Khả năng thanh toán lãi vay	2.98	3.09	2.85	4.19
IV. Tài sản dở dang dài hạn	276	1,412	575	608	Hiệu quả hoạt động				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	9,288	6,928	7,484	8,291	Vòng quay phải thu khách hàng	5.0	4.2	3.9	3.9
VI. Tài sản dài hạn khác	550	654	656	665	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	73 ngày	87 ngày	95 ngày	94 ngày
Tổng tài sản	20,530	29,071	30,232	32,299	Vòng quay hàng tồn kho	4.4	5.4	5.4	5.3
Nợ phải trả	8,318	14,651	13,647	13,333	Thời gian tồn kho bình quân	82 ngày	68 ngày	67 ngày	68 ngày
I. Nợ ngắn hạn	3,443	4,631	4,877	5,233	Vòng quay phải trả nhà cung cấp	6.9	4.3	3.3	3.2
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,179	3,240	3,625	3,968	Thời gian trả tiền bình quân	53 ngày	84 ngày	112 ngày	113 ngày
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,265	1,391	1,252	1,265	Bảo cáo lưu chuyển tiền tệ				
II. Nợ dài hạn	4,874	10,020	8,770	8,100	LCTT từ HĐ kinh doanh	613	6,729	2,492	2,955
1. Các khoản phải trả dài hạn	540	941	1,053	1,155	LCTT từ HĐ đầu tư	-827	-11,353	-254	-2,894
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	4,335	9,079	7,717	6,945	LCTT từ HĐ tài chính	-674	5,008	-1,366	-1,076
Vốn chủ sở hữu	12,213	14,420	16,585	18,967	LCTT trong kỳ	-888	384	871	-1,015
1. Vốn điều lệ	3,101	3,101	3,101	3,101	Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	1,540	652	1,035	1,907
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050	Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	652	1,035	1,907	892
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	7,115	9,167	11,203	13,354					
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	760	897	1,032	1,180					
5. Vốn khác	187	205	200	281					
Tổng nguồn vốn	20,530	29,071	30,232	32,299					

Nguồn: REE, MBS Research

CONTACT: MBS EQUITY RESEARCH**Trưởng nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu****Hoàng Công Tuấn***(Tuan.HoangCong@mbs.com.vn - Tel 0915591954)***Dầu khí, Khu Công Nghiệp****Chu Thế Huynh***(Huynh.ChuThe@mbs.com.vn - Tel: 0919336595)***Vật liệu xây dựng****Hoàng Ngân Giang***(Giang.HoangNgan@mbs.com.vn - Tel 0338924954)***Hàng tiêu dùng, Công Nghệ, Bán lẻ****Trần Minh Phương***(Phuong.TranMinh@mbs.com.vn - Tel: 0869083297)***Ngân hàng****Đỗ Lan Phương***(Phuong.DoLan@mbs.com.vn - Tel: 0866714195)***Chứng khoán, Ngân hàng, BĐS****Trần Thái Bình***(Binh.TranThai@mbs.com.vn - Tel: 00336154669)***Vật liệu xây dựng, Ngân hàng****Dương Thiện Chí***(Chi.DuongThien@mbs.com.vn - Tel 0934977100)***Nhựa, Ngân hàng****Đinh Công Luyện***(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn - Tel: 0978877784)***MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | DISCLAIMER

Copyrights. MBS 2021, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2021 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HEAD OFFICE

MB Building, 21 Cat Linh, Ba Đình, Hà Nội | Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600 | Website: www.mbs.com.vn