

Ngành: Điện

Khuyến nghị

MUA

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

Giá hiện tại:	98,300	Ngày viết báo cáo:	08/06/2021	<b>Cơ cấu cổ đông</b>	
Giá mục tiêu:	112,700	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	355	Platinum Victory Pte. Ptd	32.4%
Tỷ suất cổ tức	1%	Vốn hóa (tỷ đồng)	34,119	Nguyễn Thị Mai Thanh	12.2%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>14.6%</b>	Thanh khoản TB 30 phiên	124,573	Nguyễn Ngọc Hải	5.5%
		Sở hữu nước ngoài	49.0%	HFIC	5.3%

**Chuyên viên phân tích:**

Tô Quang Vinh  
(Tiện ích)

[longpn@bsc.com.vn](mailto:longpn@bsc.com.vn)

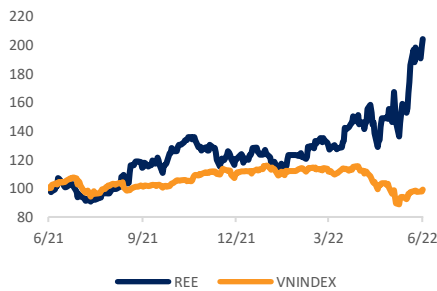
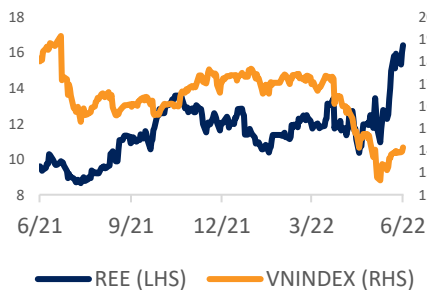
**Chuyên viên phân tích kỹ thuật:**

Phạm Thanh Thảo

[thaopt1@bsc.com.vn](mailto:thaopt1@bsc.com.vn)

Giá khuyến nghị: 113,600 VNĐ

Giá chốt lỗ: 80,600 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 112,700 đồng/cp** cho năm 2022 (+14.6% so với giá ngày 08/06/2022) dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF).

**Dự báo kết quả kinh doanh**

- BSC dự báo DTT và LNST 2022 lần lượt đạt **9,484 tỷ đồng (+63.2% yoy)** và LNST = **3,446 tỷ đồng (+61.4% yoy)**, EPS FW 2022 = **8,423 VNĐ/CP** với giả định: (1) Các dự án cơ điện công trình (M&E) ký mới +30% yoy; (2) Giá cho thuê văn phòng tại các tòa nhà cho thuê +2% so với năm 2021 và (3) Sản lượng mằng thủy điện đạt 5.6 tỷ kWh (+5.9% 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 đem đến dòng tiền đều đặn cho REE.
- Mảng Phát điện tăng trưởng mạnh trong năm 2022 nhờ hiện tượng La Nina và công suất tăng thêm từ các nhà máy mới hoạt động.

**Rủi ro đầu tư**

- Rủi ro tới từ khả năng kéo dài thời gian sửa chữa nhà máy Phả Lại 2
- Mảng M&E khả năng chịu tác động một phần nếu ngành bất động sản chậm lại

**Cập nhật doanh nghiệp**

- Trong Q1.2022, REE ghi nhận DTT đạt **2,045 tỷ đồng (+73% yoy)**, và LNST = **955 tỷ VNĐ (+102% yoy)**, nhờ (1) DTT mằng điện tăng mạnh (+287% yoy), với việc lượng điện thương phẩm của các nhà máy thủy điện tăng mạnh (+94% yoy) nhờ thủy văn tương đối thuận lợi trong các tháng đầu 2022 và (2) DTT và LNST cho thuê văn phòng tăng nhẹ (+3% yoy), với tỷ lệ lấp đầy duy trì tại mức cao (98%), dù (3) DTT M&E giảm mạnh (-55% yoy), bởi nhiều công trình chưa hoàn thành trong Q1.2022.
- REE **chi trả cổ tức cho năm 2021** với tỷ lệ là 25% (gồm 10% bằng tiền, 15% bằng cổ phiếu).

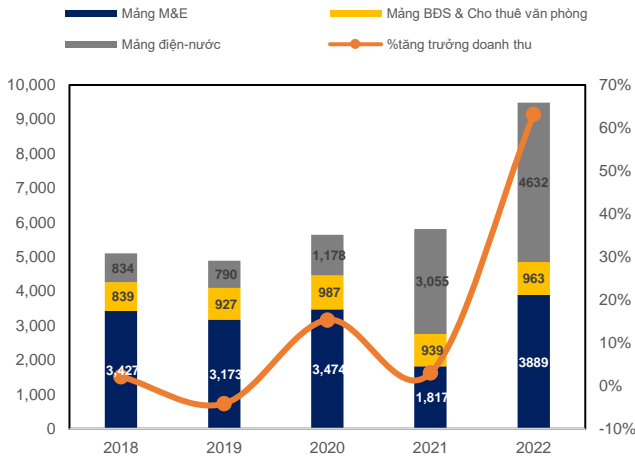
	2021	2022F	VN-Index
PE (x)	15.3	13.4	13.8
PB (x)	2.1	2.1	2.2
PS (x)	4.9	4.2	3.7
ROE (%)	13%	19%	18.4%
ROA (%)	7%	10%	6.8%
EV/ EBITDA (x)	14.1	4.7	-26.5

	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu	4,890	5,640	5,810	9,484
Lợi nhuận gộp	1,246	1,606	2,310	3,473
Lợi nhuận sau thuế	1,720	1,714	2,135	3,446
EPS	5,286	5,251	6,003	8,423
Tăng trưởng EPS	-8%	-1%	14%	40.3%
Nợ/VCSH	51%	46%	73%	23%

## CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP Q1.2022

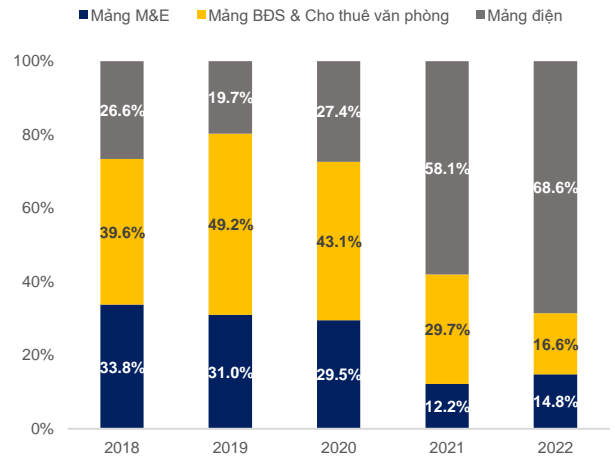
Trong Q1.2022, REE ghi nhận DTT = **2,045 tỷ VNĐ (+73% yoy)** nhờ: (1) DTT mảng điện tăng mạnh (+287% yoy), với việc lượng điện thương phẩm của các nhà máy thủy điện tăng mạnh (+94% yoy) nhờ thủy văn tương đối thuận lợi trong các tháng đầu 2022, kết với việc hợp nhất VSH bắt đầu vào tháng 4/2021, và ba nhà máy điện gió bắt đầu hoạt động trong tháng 11/2021 (công suất huy động đạt 80 triệu kWh trong Q1.2022), (2) DTT và LNST cho thuê văn phòng tăng nhẹ (+3% yoy), với tỷ lệ lấp đầy duy trì tại mức cao (98%), dù (3) DTT M&E giảm mạnh (-55% yoy), bởi nhiều công trình chưa hoàn thành trong Q1.2022.

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

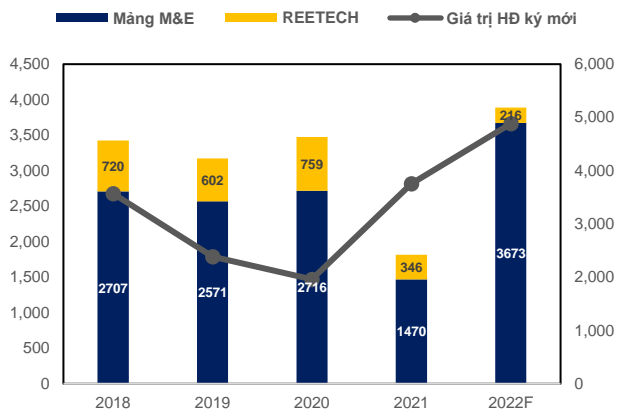
LNST cũng tăng mạnh, đạt **1,714 tỷ VNĐ (-0.3% yoy)**. Doanh thu tài chính đạt **38 tỷ VNĐ (-66% yoy)** do lãi từ thanh lý các khoản đầu tư **-96% yoy** và lãi chênh lệch tỷ giá hối đoái **-85% yoy**. Chi phí tài chính đạt **218 tỷ VNĐ (+130% yoy)** do chi phí lãi vay tăng mạnh đạt 216 tỷ VNĐ (+129% yoy).

### MẢNG M&E – TRIỂN VỌNG TRUNG HẠN

**Doanh thu mảng M&E giảm mạnh -38% yoy bởi nhiều dự án triển khai thi công tại Q1.2022.** Doanh thu M&E Q1.2022 đạt 349 tỷ VNĐ (-38% yoy), trong đó doanh thu mảng cơ điện công trình (M&E) đạt 208 tỷ VNĐ (-54% yoy), và doanh thu mảng REE TECH đạt 141 tỷ VNĐ (+31% yoy), do:

- REE đang trong giai đoạn triển khai các dự án cung cấp & lắp đặt hệ thống cơ điện (như dự án A La Carte Hạ Long, dự án Nhà ga hành khách T2 - Cảng hàng không quốc tế Phú Bài, v.v.). Giá trị hợp đồng cơ điện ký mới tại Q1.2022 đạt **4,732 tỷ VNĐ**.
- Doanh thu mảng REE TECH ghi nhận nguồn thu bán máy điều hòa không khí tăng 41.8% yoy.

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
Nhà ga hành khách T2 – Cảng hàng không quốc tế Phú Bài		Tháng 07/2021	Tháng 11/2022
A La Carte Hạ Long		Tháng 02/2021	Tháng 05/2022
Trụ sở Trung tâm giao hàng - TKV	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện	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		Tháng 04/2020	Tháng 11/2021

Nguồn: REE, BSC Research

Chúng tôi dự báo mảng M&E trong GD 2022-2026 sẽ tăng trưởng với **CAGR = 31.7%/năm** nhờ:

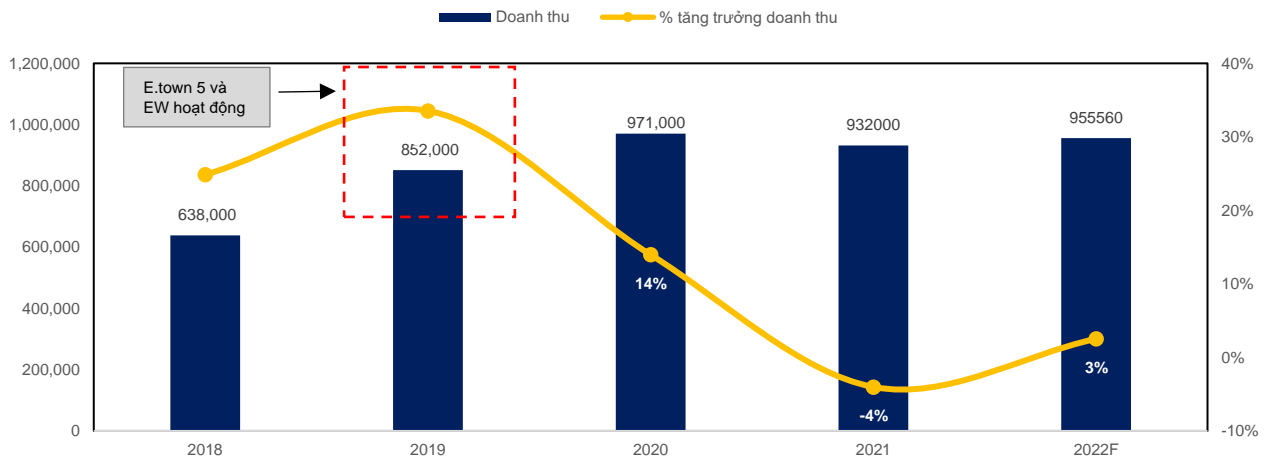
- Triển vọng ngành bất động sản tích cực trong ngắn – trung hạn, góp phần giúp giá trị ký mới hợp đồng tăng 30%. Giá trị mở bán mới có khả năng tăng mạnh, đạt mức cao nhất trong giai đoạn năm năm, là tín hiệu cho sự hồi phục của ngành bất động sản trong 2022 (tham khảo báo cáo triển vọng ngành Q2.2022). Do đó, BSC dự báo tổng giá trị hợp đồng ký mới năm 2022 sẽ tăng 30% so với cùng kỳ, ước đạt 4,883 tỷ VNĐ
- Tuy vậy, động thái tăng cường kiểm soát dòng vốn vào ngành bất động sản thông qua kênh trái phiếu, có thể tác động tiêu cực tới kỳ vọng tăng trưởng.

Trong năm 2022, BSC dự phóng DTT và LNG của mảng M&E lần lượt đạt mức **3,672 tỷ VNĐ (+149.8% yoy)** và **257 tỷ VNĐ (+152.0% yoy)** dựa trên các giả định: (1) giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2021 **+30% yoy** và (2) tiến độ thực hiện đạt 30% yoy nhờ không còn chịu ảnh hưởng dịch bệnh.

### MẢNG VĂN PHÒNG CHO THUÊ – KỲ VỌNG ỔN ĐỊNH

LNST mảng Văn phòng cho thuê Q1.2022 **+12% yoy** nhờ tỷ lệ lấp đầy ổn định ~ **98%**. Doanh thu và LNST Q1.2022 lần lượt đạt mức 251 tỷ VNĐ (+3% yoy) và 138 tỷ VNĐ (+12% yoy), với tỷ lệ lấp đầy tòa nhà văn phòng cho thuê duy trì ~ **98%**, nhờ lượng khách trở lại sau dịch bệnh Covid-19.

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 = 7.1%/năm trong GD 2022-2026** do:

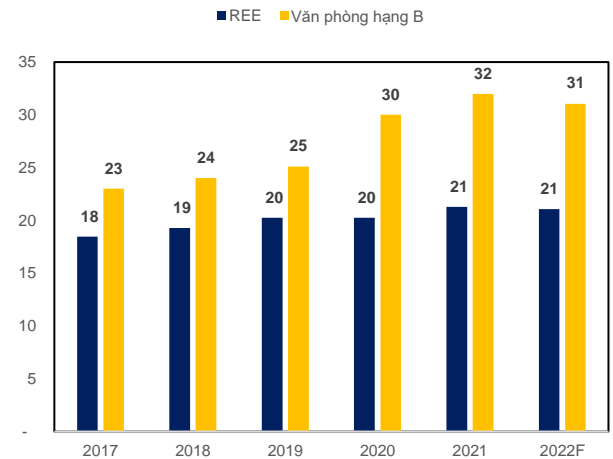
- **Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở ngưỡng 98-100%**. Hiện tại, REE đang vận hành 145,000 m<sup>2</sup> diện tích văn phòng hạng B tại các quận nội thành TP.HCM (Quận 1-3-4-5 và Tân Bình) với giá cho thuê ở mức 20-25 USD/m<sup>2</sup>/tháng, thấp hơn 20-25% trung bình văn phòng cùng hạng. Với vị trí thuận lợi 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 <sup>2</sup> )	Giá cho thuê 2022 (ước tính) (USD/m <sup>2</sup> /tháng)
Cụm E.town Cộng Hòa	B	100,010	21
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/m<sup>2</sup>/tháng)**



Nguồn: Colliers International, BSC Research

- **Giá cho thuê văn phòng tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn.** Theo [Báo cáo Q1/2022](#) của Colliers International, giá cho thuê văn phòng hạng B tại TP.HCM tiếp tục tăng thêm 15-20%/năm vào cuối năm 2023, với tỷ lệ lấp đầy duy trì tại mức cao trên 90%. Do đó, BSC giả định rằng giá cho thuê văn phòng của REE cũng sẽ **tăng ở mức 5%/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 m<sup>2</sup> diện tích cho thuê của tòa nhà E.town 6** (quy mô 16 tầng nổi và 7 tầng hầm). Dự án dự kiến hoàn thành trong Q3.2023. Với giả định giá cho thuê của E.town 6 ở **mức 22 USD/m<sup>2</sup>/tháng**, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đem mức lợi nhuận **khoảng 120 tỷ VNĐ** kể từ năm 2024, tương ứng với 25% LNST hiện tại của mảng cho thuê văn phòng.

Trong năm 2022, BSC đưa ra dự báo DTT và LNST mảng cho thuê văn phòng lần lượt **đạt 956 tỷ VNĐ (+7.6% yoy)** và **473 tỷ VNĐ (+2.5% yoy)** với giả định: (1) tỷ lệ lấp đầy tại các tòa văn phòng đạt 98-100% và (2) giá cho thuê tăng 2% so với năm 2021.

## 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 các nhà máy điện gió Phú Lạc 2, Lợi Hải 2, và Trà Vinh V1-3 được đưa vào hoạt động tại cuối 2021, REE có cổ phần tại các công ty về điện với tổng công suất đạt 2,723 MW.

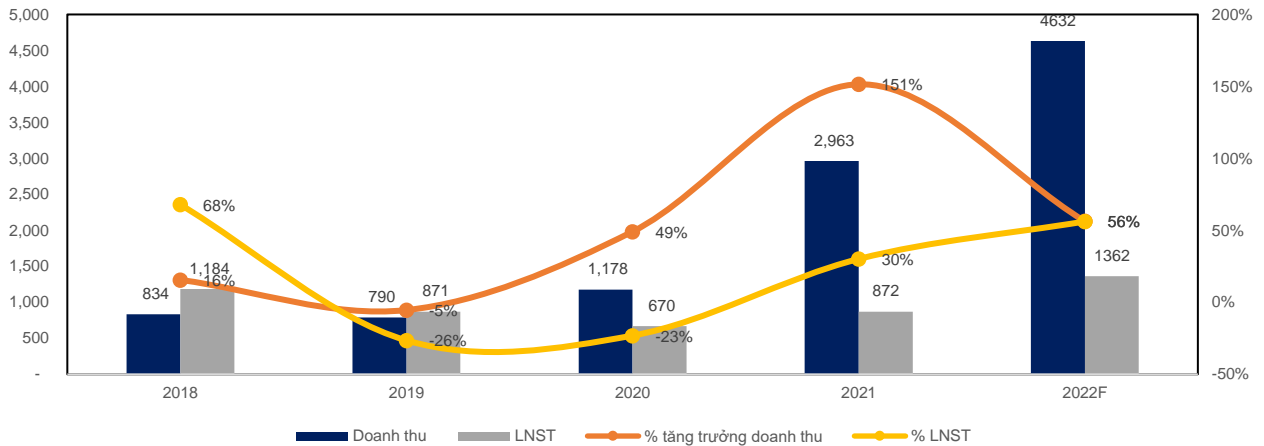
**Bảng 4: Danh mục đầu tư mảng Điện của REE**

Công ty	Mã CP	Tỷ lệ sở hữu	Nhà máy	Loại hình	Năm vận hành	Công suất (MW)
<b>CÔNG TY CON</b>						
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	60%	TĐ Thác Bà	Thủy điện	1971	120
CTCP Thủy điện Mường Hum	MHP	49%	TĐ Mường Hum	Thủy điện	2011	32
CTCP Phong điện Thuận Bình	TBW	61%	Điện gió Phú Lạc	Điện gió	2016	24
CTCP Điện NT Trà Vinh	DTV	66%		Phân phối điện		
CTCP Điện NLMT REE	REE SE	100%	Điện mặt trời áp mái	Điện mặt trời	2020	71
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	VSH	50%	TĐ Vĩnh Sơn		1994	66
			TĐ Sông Hinh	Thủy điện	2001	70
			TĐ Thượng Kon Tum		2021	220
Nhà máy điện gió Trà Vinh		100%	Nhà máy điện gió Trà Vinh V1-3	Điện Gió	2021	48
<b>CÔNG TY LIÊN KẾT</b>						
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	24%	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%	TĐ Đa Dâng 2	Thủy điện	2010	34
			TĐ Đa Mbri		2010	75
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	43%	TĐ Thác Mơ	Thủy điện	1995	220
CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng - IDICO	ISH	34%	TĐ Srok Phu Miêng	Thủy điện	2006	51
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	SBH	26%	TĐ Sông Ba Hạ	Thủy điện	2009	220
CTCP Thủy điện Bình Điền	BDH	25%	TĐ Bình Điền	Thủy điện	2009	44
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	24%	NĐ Phả Lại 1	NĐT	1983	440
			NĐ Phả Lại 2		2001	600
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	NBP	30%	NĐ Ninh Bình	NĐT	1974	100
<b>Tổng cộng</b>				<b>Thủy điện</b>		<b>1,336</b>
				<b>NĐT</b>		<b>1,140</b>
				<b>NLTT</b>		<b>247</b>

(Nguồn: REE, BSC Research)

Trong Q1.2021, doanh thu mảng điện đạt **1,439 tỷ VNĐ (+287% yoy)**, nhờ mảng thủy điện cùng điện gió, lần lượt đạt mức 976 tỷ VNĐ (+534%) và 263 tỷ VNĐ (+472%).

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

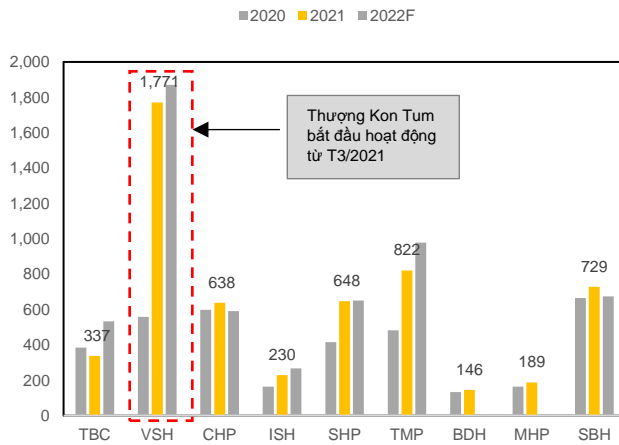


Nguồn: REE, BSC Research

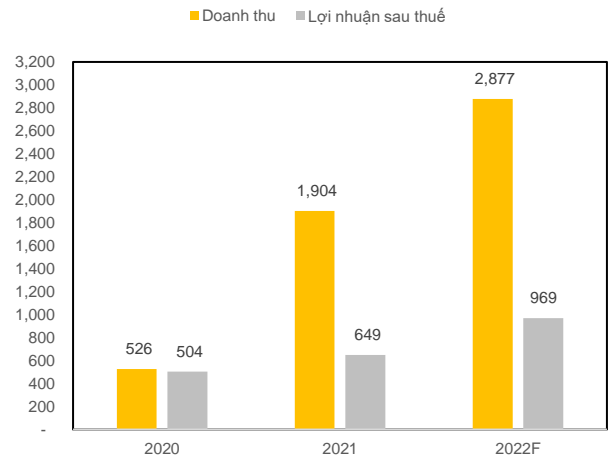
### THỦY ĐIỆN – TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC NHỜ LA NINA

Doanh thu và LNST của các nhà máy thủy điện (NMTĐ) trong Q1.2022 lần lượt ở mức **976 tỷ VNĐ (+534% yoy)** và **343 tỷ VNĐ (+183% yoy)**. Sản lượng thủy điện được huy động của REE Q1.2022 đạt **1.4 tỷ kWh (+94% yoy)** nhờ thủy văn thuận lợi trong các tháng đầu 2022, cùng với việc ghi nhận sản lượng của Thượng Kontum.

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 2022, BSC dự báo DTT và LNST của mảng thủy điện lần lượt đạt **2,877 tỷ VNĐ (+50.2% yoy)** và **969 tỷ VNĐ (+49.3% yoy)**, tương ứng sản lượng thủy điện được huy động năm 2022 đạt **4.9 tỷ kWh (+38% yoy)** dựa trên các giả định:

- Các NMTĐ có đủ nước để phát điện trong cả năm 2022 do lượng nước về hồ đều ở mức cao. Theo đó, sản lượng thủy điện năm 2022 ước tính đạt **5.6 tỷ kWh (+5.5% yoy)**.
- Giá CGM duy trì tại mức cao (Thượng Kontum 1,400 VNĐ/kWh), trong giai đoạn giá khí tăng mạnh, kết hợp việc thiếu hụt nguồn cung đối với than.

)

## ĐIỆN NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO – ĐÓNG GÓP LỚN HƠN CỦA ĐIỆN GIÓ

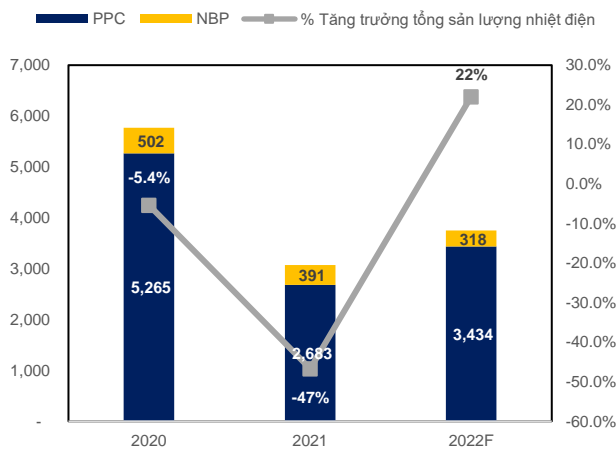
Các nhà máy điện gió bắt đầu hoạt động trong tháng 11/2021, với tổng công suất đạt 102 MW (Phú Lạc 2 – 25.2 MW, Lợi Hải 2 – 28.8 MW, Trà Vinh V1-3 – 48 MW), góp phần vào KQKD tích cực tại Q1.2022. Trong điều kiện các nhà máy hoạt động xuyên suốt 2022, lượng điện sản xuất của mảng điện gió ước tính đạt 357 triệu kWh/năm (hiệu suất 40%), tương ứng với mức DT và LNST năm 2021 lần lượt khoảng 743 tỷ VNĐ và 111 tỷ VNĐ.

REE đang tiếp tục triển khai các dự án điện mặt trời áp mái với mục tiêu **tăng thêm 100 MWp công suất vào cuối năm 2022**. BSC ước tính DT và LNST của các dự án điện mặt trời áp mái trong năm 2021 lần lượt đạt **288 tỷ VNĐ và 43 tỷ VNĐ**.

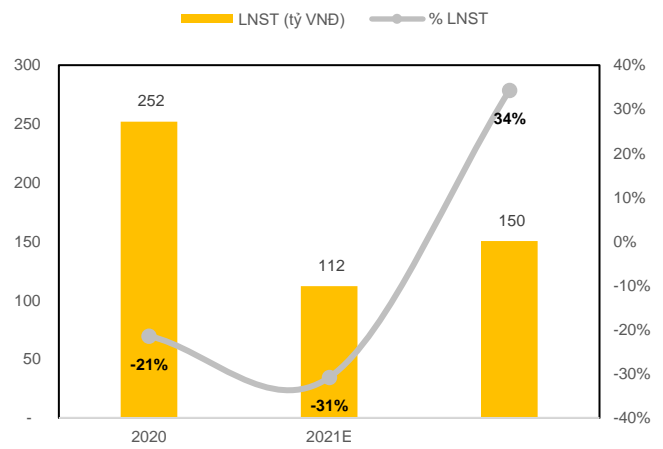
## NHIỆT ĐIỆN THAN – TRIỂN VỌNG KÉM KHẢ QUAN

Trong Q1.2022, lợi nhuận sau thuế REE nhận được từ mảng nhiệt điện than ghi nhận ở **mức 9 tỷ VNĐ (-90% yoy)**, do: sản lượng điện từ 2 nhà máy nhiệt điện Phả Lại (PPC) và nhiệt điện Ninh Bình (NBP) giảm xuống mức **0.8 tỷ kWh (-8% 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

Theo định hướng của EVN, thủy điện và năng lượng tái tạo được huy động nhiều hơn trong năm 2022, do vậy sản lượng nhiệt điện than sẽ được huy động ít hơn. Cùng với đó, công tác sửa chữa tại nhà máy Phả Lại 2 khả năng kéo dài tới 2023. Lượng điện sản xuất trong các nhà máy của REE (PPC và NBP) ước **đạt 3.8 tỷ kWh (+22.6% yoy) từ mức thấp trong 2021**. BSC ước tính LNST REE nhận được từ mảng nhiệt điện than trong năm 2022 có thể đạt mức **150 tỷ VNĐ (+33.9% yoy)**.

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2022

BSC dự phóng KQKD năm 2022 của REE với DTT và LNST lần lượt đạt **9,484 tỷ VNĐ (+63.1% yoy)** và **3,446 tỷ VNĐ (+61.4% yoy)** với các giả định:

- Các dự án cơ điện công trình (M&E) ký mới +30% yoy Triển vọng dài hạn dựa trên những dự án hạ tầng, như sân bay Long Thành.
- Giá cho thuê văn phòng tại các tòa nhà cho thuê +5% yoy.
- Sản lượng của mảng thủy điện **đạt 3.8 tỷ kWh (+23% yoy)** nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi trong 1H.2022.
- Nhà máy điện gió Trà Vinh V1-3, Phú Lạc 2, Lợi Hải 2 hoạt động toàn thời gian trong 2022, giúp lượng điện gió sản xuất **tăng thêm 298 triệu kWh**.

**Bảng 9: Dự báo kết quả kinh doanh REE năm 2022**

	2019	2020	2021	2022F
<b>Doanh thu</b>	<b>4,890</b>	<b>5,640</b>	<b>5,810</b>	<b>9,484</b>
M&E	3,173	3,474	1,698	3,889
BDS	927	987	939	963
Sản xuất điện	790	1,178	2,947	4,632
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,246</b>	<b>1,606</b>	<b>2,310</b>	<b>3,473</b>
Biên LNG	25%	28%	40%	37%
Chi phí bán hàng & QLDN	(300)	(366)	(456)	(782)
Doanh thu tài chính	442	222	466	761
Chi phí tài chính	(386)	(475)	(707)	(414)
Lãi/lỗ khác	11	22	13	20
Lợi nhuận từ công ty liên kết	907	915	774	815
LNTT	1,920	1,924	2,400	3,873
<b>LNST</b>	<b>1,720</b>	<b>1,714</b>	<b>2,135</b>	<b>3,446</b>
<b>EPS</b>	<b>5,286</b>	<b>5,251</b>	<b>6,003</b>	<b>8,423</b>

Nguồn: REE, BSC Research

## ĐỊNH GIÁ

Dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF), BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu REE, dựa trên giá trị hợp lý cho cổ phiếu REE là **112,700 VNĐ/cp, upside 14.6%** so với mức giá tham chiếu ngày 08/06/2022 là 98,300 VNĐ/cp.



## PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4,890</b>	<b>5,640</b>	<b>5,810</b>	<b>9,484</b>
Giá vốn hàng bán	(3,644)	(4,034)	(3,500)	(6,010)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,246</b>	<b>1,606</b>	<b>2,310</b>	<b>3,473</b>
Chi phí bán hàng	(78)	(83)	(85)	(146)
Chi phí QLDN	(222)	(284)	(370)	(636)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>1,910</b>	<b>1,901</b>	<b>2,387</b>	<b>3,853</b>
Doanh thu tài chính	442	222	466	761
Chi phí tài chính	(386)	(475)	(707)	(414)
Chi phí lãi vay	(409)	(416)	(663)	(387)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	907	915	774	815
Lãi/lỗ khác	11	22	13	20
Lợi nhuận trước thuế	1,920	1,924	2,400	3,873
Thuế thu nhập DN	(200)	(210)	(264)	(427)
<b>LN sau thuế</b>	<b>1,720</b>	<b>1,714</b>	<b>2,135</b>	<b>3,446</b>
CĐTS	81	85	280	452
<b>LNST - CĐTS</b>	<b>1,639</b>	<b>1,628</b>	<b>1,855</b>	<b>2,994</b>
EBITDA	2,512	2,662	3,956	5,146
EPS	5,286	5,251	6,003	8,423

CĐKT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
Tiền & TĐT	1,540	652	1,831	2,295
Đầu tư ngắn hạn	1,221	1,329	914	914
Phải thu ngắn hạn	2,138	3,082	2,987	4,935
Tồn kho	987	808	800	1,306
TS ngắn hạn khác	113	139	275	449
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>5,999</b>	<b>6,009</b>	<b>6,806</b>	<b>9,898</b>
TS hữu hình	3,589	4,433	21,254	21,872
Khấu hao	(1,762)	(1,914)	(5,262)	(6,121)
TS dở dang dài hạn	68	276	406	250
ĐT dài hạn	9,214	9,287	6,261	6,702
TS dài hạn khác	588	550	688	939
<b>TS dài hạn</b>	<b>13,624</b>	<b>14,522</b>	<b>25,021</b>	<b>25,253</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>19,623</b>	<b>20,530</b>	<b>31,827</b>	<b>35,152</b>
Nợ phải trả	2,217	2,068	2,660	3,041
Vay ngắn hạn	888	1,265	1,234	1,024
Nợ ngắn hạn khác	164	111	168	179
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>3,269</b>	<b>3,443</b>	<b>4,062</b>	<b>4,244</b>
Vay dài hạn	4,739	4,335	10,740	3,511
Nợ dài hạn khác	513	540	667	582
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>5,252</b>	<b>4,874</b>	<b>11,407</b>	<b>11,407</b>
<b>Tổng Nợ</b>	<b>8,521</b>	<b>8,318</b>	<b>15,469</b>	<b>15,651</b>
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	6,006	7,115	8,964	11,182
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	705	760	3,056	4,983
<b>Tổng Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11,102</b>	<b>12,213</b>	<b>16,358</b>	<b>19,501</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>19,623</b>	<b>20,530</b>	<b>31,827</b>	<b>35,152</b>
SLCP lưu hành	309	309	309	355

LCTT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
<b>(Lỗ)/LNST</b>	<b>1,720</b>	<b>1,714</b>	<b>2,135</b>	<b>3,446</b>
Khấu hao và phân bổ	183	322	893	886
Thay đổi vốn lưu động	1,133	1,626	2,767	(2,576)
Điều chỉnh khác	(970)	(619)	(526)	(22)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>319</b>	<b>613</b>	<b>1,525</b>	<b>1,734</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(295)	(1,394)	(3,912)	(625)
Đầu tư khác	(1,335)	567	1,900	(282)
<b>LCTT từ HĐ Đầu tư</b>	<b>(1,630)</b>	<b>(827)</b>	<b>(2,013)</b>	<b>(907)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(620)	(604)	(86)	1
Tiền từ vay ròng	1,605	(70)	1,753	(7,438)
<b>LCTT từ HĐ Tài chính</b>	<b>985</b>	<b>(674)</b>	<b>1,667</b>	<b>(7,438)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	1,865	1,540	652	1,831
Tiền trong kì	(325)	(888)	1,179	(6,612)
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>1,540</b>	<b>652</b>	<b>1,831</b>	<b>(4,781)</b>

Chỉ số (%)	2019	2020	2021	2022F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hsố TT ngắn hạn	1.8	1.7	1.7	2.3
Hsố TT nhanh	1.5	1.5	1.5	2.0
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	29%	27%	38%	13%
Hệ số Nợ/VCSH	51%	46%	73%	23%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	98	81	84	64
Số ngày phải thu	153	169	191	152
Số ngày phải trả	201	194	247	173
CCC	50	56	28	43
<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	25%	28%	40%	37%
Lợi nhuận LNST	35%	30%	37%	36%
ROE	16%	15%	15%	19%
ROA	10%	9%	8%	10%
<b>Định Giá</b>				
PE	10.4	10.5	11.7	14.5
PB	1.6	1.5	1.4	2.3
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	-4%	15%	3%	63%
Tăng trưởng EBIT	-1%	0%	31%	39%
Tăng trưởng LNNT	-9%	0%	25%	61%
Tăng trưởng EPS	-8%	-1%	14%	40%

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 8&9 Tòa nhà Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải,  
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/BIDVSecuritie>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

