

## REE\_CTCP Cơ điện lạnh

26/09/2019

### KHO BÁU CỦA NGÀNH ĐIỆN, NƯỚC

#### Khuyến nghị **MUA**

Trần Hồng Quân (PTCB) quanth@bsc.com.vn	
Giá khuyến nghị	<b>48,000</b>
Giá đóng cửa	39,500
Upside	<b>21.5%</b>

Nguyễn Tiến Đức (PTKT) ducnt@bsc.com.vn	
Giá mục tiêu	43,500
Giá cut loss	35,000

#### Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành (tr)	310
Vốn hóa (tỷ VND)	11,347
Giá cao nhất trong 52 tuần	38,200
KLGD trung bình 10 phiên	884,165
Sở hữu nước ngoài	49.00%

#### Cổ đông lớn (%)

Platinum Victory Pte LTD	24.9%
Nguyễn Thị Mai Thanh	8.65%
Apollo Asia Fund	5.87%
Nguyễn Ngọc Hải	5.46%
Panah Master Fund	2.18%

#### Diễn biến giá (1 năm)



**Tổng quan công ty:** REE hoạt động trong 4 lĩnh vực chính là (1) nhà thầu cơ điện M&E, (2) cho thuê văn phòng và chuyển nhượng bất động sản, (3) kinh doanh điện và (4) sản xuất và cung cấp nước sạch. Tiềm năng tăng trưởng của REE đến từ các khoản đầu tư dài hạn và chiến lược.

#### Định giá

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu REE với giá mục tiêu **48,000 đồng/cp** cho năm 2020 dựa theo phương pháp định giá từng phần, cao hơn 21.5% so với mức giá tham chiếu ngày 25/9/2019

#### Dự báo kết quả kinh doanh

Năm 2019, BSC dự báo DTT và LNST của REE đạt 5,320 tỷ (+4.3 YoY) và 1,492 tỷ (-20% YoY) do (1) lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết giảm và (2) công ty không còn những khoản hoàn nhập dự phòng đột biến như năm 2018.

Năm 2020, BSC dự báo DTT và LNST của REE đạt 5,410 tỷ và 1,641 tỷ, tăng lần lượt 1.69% và 10% so với năm 2019.

#### Luận điểm đầu tư

1. Thay đổi hoạt động kinh doanh cốt lõi với những hoạt động mang lại dòng tiền và lợi nhuận ổn định hơn.
2. Danh mục thủy điện lâu đời với hiệu suất ổn định và chi phí sản xuất thấp là “kho báu” trong dài hạn khi giá điện được dự báo sẽ tăng dần do sức ép từ nguyên liệu than và khí.
3. Hoạt động kinh doanh bất động sản và văn phòng cho thuê với tỷ suất lợi nhuận ổn định là cỗ máy in tiền giúp REE tiếp tục đầu tư vào mảng điện, nước

#### Catalyst

- Platinum tiếp tục thể hiện nguyện vọng gia tăng tỷ lệ sở hữu tại REE
- CTCK phát hành chứng quyền REE
- REE sẽ có mặt trong ETF Diamond của các cổ phiếu hết room cho NĐTNN

#### Rủi ro đầu tư

- Chu kỳ El Niño kéo dài trong nhiều năm có thể khiến lợi nhuận từ công ty liên kết của REE bị ảnh hưởng
- Vụ kiện của nhà thầu Trung Quốc có thể khiến VSH phải chịu nghĩa vụ trả nợ khoảng 2,000 tỷ, ảnh hưởng tới dòng tiền và lợi nhuận của REE cũng như VSH.

## REE - CTCP Cơ điện lạnh



Với kết quả định giá từng phần, BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu REE, dựa trên giá trị hợp lý cho cổ phiếu REE là 48,000 VND/cp, cao hơn 21.5% so với mức giá tham chiếu ngày 25/9/2019 là 39,500 VND/cp.

Rủi ro đối với REE là (1) hiện tượng Elnino không suy giảm trong năm 2020 làm ảnh hưởng đến lợi nhuận các khoản đầu tư thủy điện và (2) rủi ro khoản bồi thường 2000 tỷ trong vụ kiện giữa nhà thầu Trung Quốc và VSH.

**Định giá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng dài hạn**

- Chu kì Elnino làm ảnh hưởng đến lợi nhuận ngắn hạn tuy nhiên tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn vẫn còn lớn.
- Chuyển dịch hoạt động kinh doanh cốt lõi sang hướng có biên lợi nhuận cao và dòng tiền ổn định hơn

**Danh mục thủy điện hiệu quả với chi phí thấp được hưởng lợi khi giá điện thị trường tăng**

- (1) Cơ cấu đóng góp của thủy điện trong tổng sản lượng của Việt Nam ngày càng thấp và (2) nguồn nguyên liệu giá rẻ đang dần cạn kiệt sẽ khiến giá điện trên thị trường cạnh tranh tăng, xu hướng có lợi cho các nhà máy thủy điện hiệu quả của REE.
- Danh mục đầu tư các nhà máy điện với công suất lớn với tỷ lệ cổ tức khoảng 16.3% so với giá trị sổ sách là nguồn tiền giúp REE tái đầu tư trong thời gian tới.

**Các nhà máy nước chủ chốt của các thành phố lớn, ít rủi ro và nhiều tiềm năng tăng trưởng**

- REE sở hữu cổ phần tại 4 nhà máy sản xuất nước sạch chiếm lần lượt 41% và 36% tổng công suất thiết kế tại TP Hồ Chí Minh và Hà Nội.
- Trong trung hạn, VCW với dự án nhà máy nước sông Đà giai đoạn 2 là động lực chính cho mảng sản xuất nước sạch
- BSC dự báo lợi nhuận đến từ các công ty nước của REE đạt 231 tỷ trong năm 2019 (+14.9% YoY) và 253 tỷ trong năm 2020 (+9.5% so với năm 2019)

**Hoạt động chuyển nhượng bất động sản và cho thuê văn phòng có dòng tiền ổn định và lợi nhuận cao**

- Các tòa nhà Etown Central, Etown 5 và Etown 6 giúp gia tăng diện tích cho thuê lên 50% được ghi nhận doanh thu cho giai đoạn từ 2019 – 2023.
- BSC dự báo lợi nhuận hoạt động cho thuê văn phòng sẽ tăng trưởng trung bình 6.9%/năm trong giai đoạn 2019 – 2025, đạt 564 tỷ đồng vào năm 2025, gấp đôi so với lợi nhuận ghi nhận trong năm 2018.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

REE là một trong hai công ty đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. REE hoạt động trên 4 lĩnh vực chính: (1) kinh doanh bất động sản, bao gồm cho thuê văn phòng và chuyển nhượng bất động sản, (2) hoạt động thầu cơ điện và sản xuất điều hòa, (3) sản xuất và truyền tải điện và (4) sản xuất và cung cấp nước sạch.

### Chuyển mình, thay đổi hoạt động kinh doanh có lợi nhuận và dòng tiền ổn định hơn.

Xuất phát từ hoạt động M&E nhưng REE đã có kế hoạch đầu tư sang thị trường điện, nước từ lâu. Trong những năm đầu, phần tài sản phân bổ vào hoạt động đầu tư chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu tài sản (khoảng 8% tổng tài sản vào năm 2008). REE liên tục rót vốn vào các khoản đầu tư lớn như PPC, VSH, đến năm 2018, tài sản đầu tư cho hạ tầng điện, nước của REE là 6,900 tỷ, tăng gấp 3 lần so với 2011 và chiếm 54% tổng tài sản.

**Bảng 1: Cơ cấu tài sản theo bộ phận**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cơ điện & Reetech	1,358	1,697	1,697	2,274	2,274	2,636	2,877
BĐS	816	911	911	1,700	1,700	2,319	2,912
Hạ tầng điện, nước	2,805	3,849	3,849	4,759	4,759	6,009	6,883

*Nguồn: BCTC, BCTN, BSC Research*

### Những khoản đầu tư dân mang đến cho REE thành quả xứng đáng.

Trong năm 2018, lĩnh vực điện và nước chỉ đóng góp 16.4% doanh thu nhưng chiếm tới 61.6% lợi nhuận sau thuế do REE chỉ hợp nhất doanh thu 2 công ty trong lĩnh vực này là CTCP Thủy điện Thác Bà (TBC) và CTCP Phát triển điện nông thôn Trà Vinh (DTV), phần lợi nhuận còn lại được đóng góp bởi những khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết.

**Bảng 2: Cơ cấu doanh thu theo bộ phận**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	2,354	2,376	2,588	2,597	3,619	4,961	5,066
M&E	1,244	1,417	1,427	1,302	1,739	2,377	2,537
REE Tech	710	526	583	578	729	944	894
Cho thuê VP	400	433	442	466	507	511	638
Chuyển nhượng BĐS					226	407	163
Điện			136	251	418	722	834

*Nguồn: BCTC, BCTN, BSC Research*

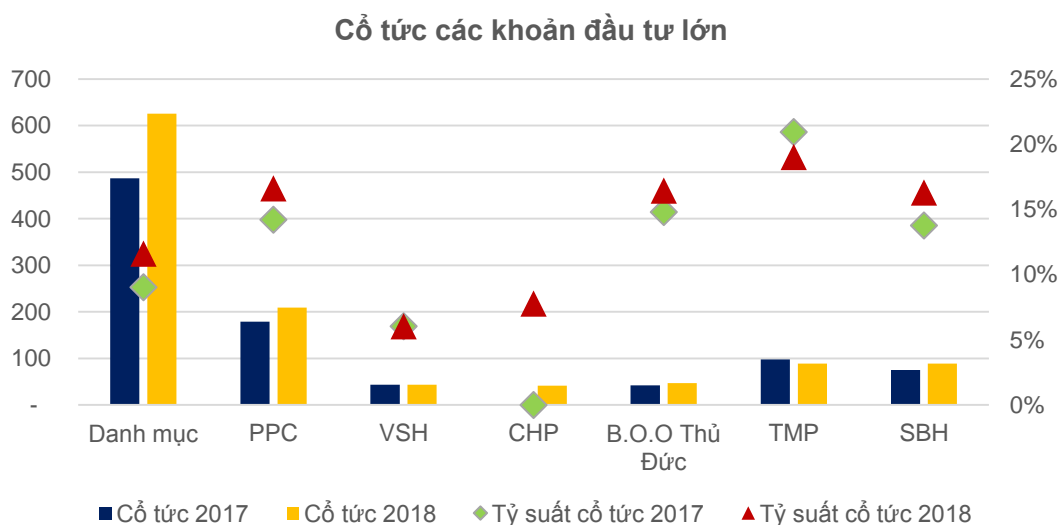
Nếu trong năm 2012, lợi nhuận từ mảng điện, nước của REE chỉ chiếm 6% lợi nhuận sau thuế thì đến năm 2018, phần này chiếm tới 61% đạt 1,097 tỷ. Trong đó các khoản đầu tư đóng góp lớn nhất cho PPC là thủy điện Thác Mơ (TMP), nhiệt điện Phả Lại (PPC), Nước sạch sông Đà (VCW) và thủy điện Sông Ba Hạ (SBH).

**Bảng 3: Cơ cấu LNST theo bộ phận**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
LNST	657	976	1,062	853	1,093	1,377	1,784
M&E	107	120	179	205	296	322	202
REE Tech	31	24	30	34	32	37	31
Cho thuê văn phòng	178	204	232	250	276	278	250
Chuyển nhượng BĐS	-	-	-	-	121	128	171
Điện, nước (*)	44	541	503	261	352	633	1,097

Nguồn: BCTN, BCTC, BSC Research

### Danh mục đầu tư cân bằng giữa tăng trưởng và cổ tức cao



Nguồn: BCTC, BSC Research

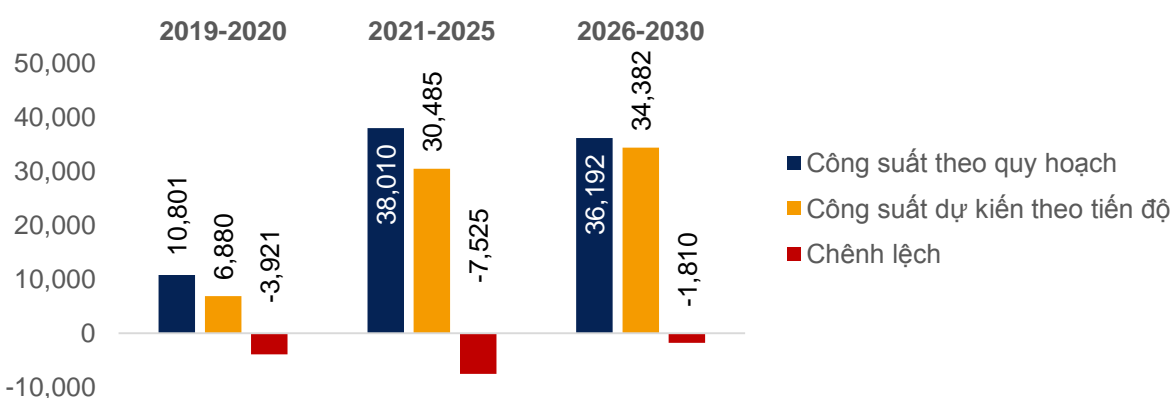
Danh mục đầu tư bao gồm cả những công ty có tiềm năng tăng trưởng lớn như VSH với dự án thủy điện Thượng Kon Tum, VCW với GD 2 NMN sạch sông Đà, PPC với Phả Lại 3 và các dự án năng lượng tái tạo mới. Các nhà máy nước và thủy điện trong những năm gần đây đem lại cho REE từ 400 – 650 tỷ cổ tức mỗi mỗi năm. Trong đó các khoản đầu tư lớn như PPC, có tỷ lệ cổ tức từ 7 – 20%, chỉ có VCW do đang trong quá trình đầu tư giai đoạn 2 của dự án nên không trả cổ tức.

## I - SẢN XUẤT VÀ PHÂN PHỐI ĐIỆN

### Nhu cầu điện tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng công suất nguồn phát

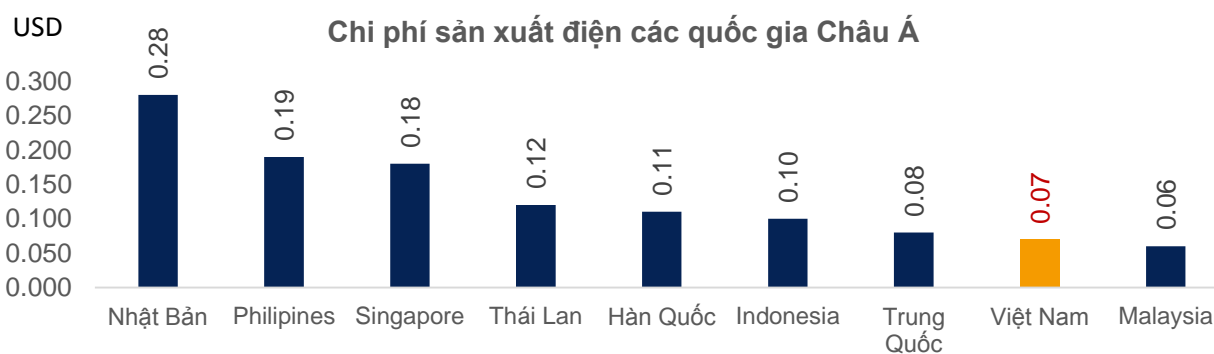
Theo ước tính của EVN, so với tiêu thụ điện năm 2018, tốc độ tăng trưởng nhu cầu điện đến năm 2025 ở mức từ 8.19% - 10.1% / năm. Tuy nhiên, công suất các nguồn điện đưa vào hoạt động tính đến 2025 sẽ chậm khoảng 11,500 MW so với quy hoạch điện VII điều chỉnh, tập trung vào giai đoạn trước năm 2022. Hầu hết các nhà máy chậm tiến độ là nhà máy nhiệt điện phía Nam, khiến cho hệ thống điện sẽ không có nguồn dự phòng trong năm 2020 và sẽ thiếu hụt điện trong giai đoạn 2021 – 2025. Dự kiến đến năm 2021, Việt Nam sẽ thiếu khoảng 3.7 tỷ kWh, và tăng lên gần 12 tỷ trong năm 2023 trước khi giảm dần về mức 3.5 tỷ vào năm 2025.

Tiến độ theo dự kiến và tiến độ thực tế của nguồn phát



### Nhiệt điện thay thế thủy điện làm giá điện tăng trong tương lai

Với cơ cấu đóng góp của thủy điện chiếm 25% sản lượng cả nước, Việt Nam hiện đang là một trong những quốc gia có chi phí sản xuất điện thấp nhất trong khu vực. Tuy nhiên, theo ước tính của Hiệp hội Năng lượng Việt Nam, tiềm năng thủy điện lớn trong nước đã hết. Trong tương lai, cơ cấu nguồn điện sẽ ưu tiên nhiệt điện than và nhiệt điện khí.



Nguồn: Global Petrol Price

Tỷ lệ đóng góp của thủy điện vào cơ cấu sản lượng điện của Việt Nam theo quy hoạch sẽ giảm từ 25.2% trong năm 2020 xuống 17.4% trong năm 2025. Trong khi đó nhiệt điện than và nhiệt điện khí sẽ tăng lần lượt từ 49.3% và 16.6% trong năm 2020 lên 55.0% và 19.1% trong năm 2025. Chi phí phát điện của nhiệt điện từ khoảng từ 1,400 – 1,600 đ/kWh cao hơn so với mức từ 800 – 1,200 đ/kWh của thủy điện, vì vậy cơ cấu đóng góp của nhiệt điện than và nhiệt điện khí tăng lên sẽ đẩy giá mua điện lên cao.

**Bảng 4: Cơ cấu công suất và sản lượng theo nguồn phát**

	2020		2025		2030	
	Công suất	Sản lượng	Công suất	Sản lượng	Công suất	Sản lượng
Thủy điện lớn	30.1%	25.2%	21.10%	17.4%	16.9%	12.4%
Nhiệt điện than	42.7%	49.3%	49.3%	55.0%	42.6%	53.2%
Nhiệt điện khí	14.9%	16.6%	15.6%	19.1%	14.7%	16.8%
NLTT	9.9%	6.5%	12.5%	6.9%	21.0%	10.7%
Nhập khẩu	2.4%	2.4%	1.5%	1.6%	1.2%	1.2%
Điện hạt nhân	0%	0.0%	0%	0.0%	3.60%	5.7%

*Nguồn: quy hoạch điện VII điều chỉnh*

Bên cạnh đó, các nguồn nguyên liệu chính để phát điện là than và khí được dự báo sẽ tăng giá do (1) chi phí khai thác tăng và (2) nguồn cung trong nước không đủ, phải bù đắp bằng nguồn nguyên liệu nhập khẩu khiến cho chi phí nguyên liệu tăng.

Than cho các nhà máy nhiệt điện được cung cấp chủ yếu bởi Tập đoàn Than khoáng sản Việt Nam (TKV) và Tổng Công ty Đông Bắc. Theo TKV, nguồn cung có thể khai thác dễ dàng trong nước đã dần cạn kiệt trong khi nhu cầu về than cho nhiệt điện dự báo tăng trưởng 20 – 25% cho tới năm 2030. Vì vậy tỷ lệ than nhập khẩu, vốn có giá bán cao hơn than trong nước từ 5 USD – 10 USD / tấn, sẽ ngày càng cao và đẩy giá than trung bình sản xuất điện lên cao.

Mặt khác, các mỏ khí cũ có chi phí khai thác thấp đã dần cạn kiệt và sẽ dần bị thay thế bởi các mỏ mới với chi phí khai thác cao hơn cùng nguồn khí LNG nhập khẩu. Theo tính toán của EVN, chi phí phát điện của các nhà máy sử dụng khí LNG là 2,000 đ/kWh và của các nhà máy sử dụng khí từ lô B Ô Môn là 2,800 đ/kWh, cao hơn đáng kể so với mức từ 1,500 – 1,600 đ/kWh hiện tại

### **Danh mục nhà máy điện công suất lớn**

Nhóm các công ty điện bao gồm 2 công ty con (CTCP Phát triển điện nông thôn Trà Vinh – DTV và CTCP Thủy điện Thác Bà –TBC), và 11 khoản đầu tư vào các công ty khác (6 công ty thủy điện, 4 công ty nhiệt điện và 1 công ty phát triển năng lượng tái tạo). REE có cổ phần liên doanh, liên kết tại các công ty điện với tổng công suất khoảng 2,105 MW <sup>1</sup>.

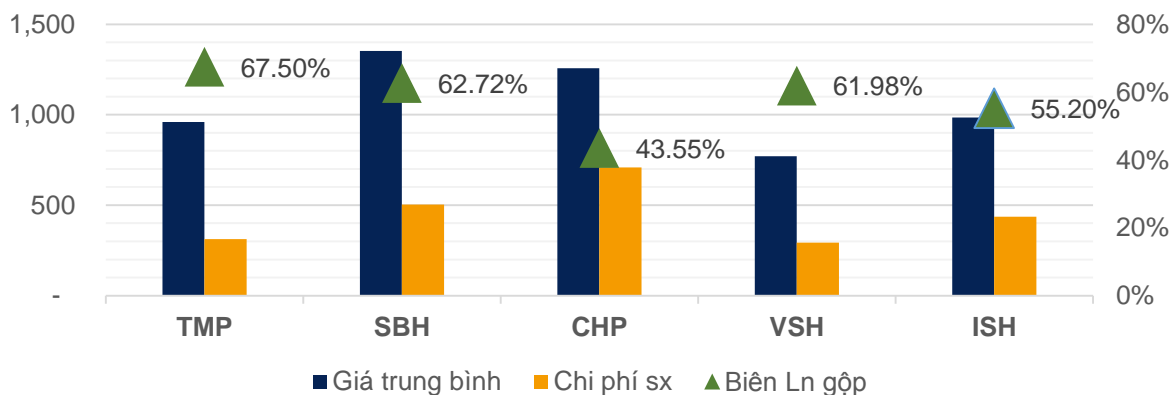
<sup>1</sup> BSC không tính cổ phần của REE tại HND và QTP do tỷ lệ sở hữu của REE tại 2 công ty này chưa đáng kể

Công ty	Tỷ lệ sở hữu	Nhà máy	Loại	Năm vận hành	Công suất (MW)
Điện Trà Vinh			Phân phối điện		
TĐ Thác Bà	60.42%	TĐ Thác Bà	Thủy điện	1971	120
TĐ Thác Mơ - TMP	42.60%	TĐ Thác Mơ	Thủy điện	1995	150
TĐ Sông Ba Hạ - SBH	25.80%	TĐ Sông Ba	Thủy điện	2009	220
TĐ Vĩnh Sơn - Sông Hinh	21.00%	TĐ Vĩnh Sơn	Thủy điện	1994	66
		TĐ Sông Hinh	Thủy điện	2001	70
TĐ Srok Phu Miêng	34.30%	TĐ Srok Phu Miêng	Thủy điện	2006	51
TĐ Miền Trung	22.70%	TĐ A Lưới	Thủy điện	2012	170
		ĐMT Cư Jút	NLTT	2019	50
TĐ Bình Điền	25.40%	TĐ Bình Điền	Thủy điện	2009	44
NĐ Ninh Bình	29.40%	NĐ Ninh Bình	Nhiệt điện	1974	100
NĐ Phả Lại	24.10%	NĐ Phả Lại 1	Nhiệt điện	1986	440
		NĐ Phả Lại 2	Nhiệt điện	2001	600
NĐ Quảng Ninh		NĐ Quảng Ninh	Nhiệt điện		1,200
NĐ Hải Phòng		NĐ Hải Phòng	Nhiệt điện		1,200
Phong điện Thuận Bình	25.00%	ĐG Phú Lạc	NLTT		24
			<b>Thủy điện</b>		<b>891</b>
			<b>Nhiệt điện</b>		<b>1,140</b>
			<b>NLTT</b>		<b>74</b>
<b>Tổng</b>					

### Thủy điện – những khoản đầu tư dài hạn khôn ngoan

REE sở hữu các nhà máy thủy điện lớn và có tuổi đời cao đã hết khấu hao như TMP, VSH. Danh mục thủy điện với chi phí sản xuất thấp và hiệu quả cao là một “kho báu” của REE và sẽ được hưởng lợi lớn khi (1) chi phí biến đổi thấp đem lại lợi thế khi vận hành trên thị trường phát điện cạnh tranh (2) giá điện có xu hướng tăng trong dài hạn khi các nguồn nguyên liệu chính là than và khí đang cạn kiệt.

Chi phí sản xuất và giá bán trung bình 2018



Nguồn: BCTC, BCTN các công ty, BSC Research

**VSH - khó khăn trong ngắn hạn nhưng, động lực trong dài hạn.**

VSH hiện đang sở hữu 2 thủy điện Vĩnh Sơn (66MW) và Sông Hinh (70MW) với sản lượng điện thiết kế hàng năm khoảng 659 triệu kWh/ năm. Tuy nhiên trong những năm gần đây, tổng sản lượng 2 nhà máy thường xuyên duy trì ở mức từ 95% – 130% công suất thiết kế.

Bên cạnh các nhà máy hoạt động hiệu quả, VSH còn nắm giữ thủy điện thượng Kon Tum đặc biệt quan trọng. Chính vì vậy, với công suất lắp máy 220MW, Thượng Kon Tum sẽ là một trong những thủy điện lớn cuối cùng của Việt Nam và đem lại lợi thế trong dài hạn khi Việt Nam dần chuyển dịch cơ cấu phát điện sang điện than và điện khí.

Thủy điện Thượng Kon Tum dự kiến sẽ hoàn thành vào tháng 1 năm 2020 và sẽ tiến hành tích nước từ tháng 5 tới tháng 10, tương ứng với mùa mưa tại Tây Nguyên. Vì vậy, BSC dự báo sớm nhất thủy điện này sẽ phát điện thương mại trong quý IV năm sau.

Giá bán điện của Thượng Kon Tum hiện đang ở mức 980 đ/kWh, tương ứng với tổng mức đầu tư được phê duyệt lần đầu là 5,744 tỷ đồng. Trước mắt, VSH có ý định xin tăng giá điện lên mức 1,780 đ/kWh để trả nợ trong những năm đầu. Sau khi có tổng mức đầu tư cuối cùng, VSH cùng sự trợ giúp của REE sẽ đàm phán lại giá mua bán điện hợp đồng trên tổng mức đầu tư cuối cùng được phê duyệt.

**Bảng 5: Dự báo kết quả kinh doanh VSH**

	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	563,577	386,652	831,590	1,799,473	1,612,164
% yoy		-31.4%	115.1%	116.4%	-10.4%
LNTT	306,232	193,716	213,617	677,069	558,470
% yoy		-36.7%	10.3%	217.0%	-17.5%
Sản lượng	729	481	927	1,855	1,719
% yoy		-34.0%	92.6%	100.1%	-7.4%

*Nguồn: BSC Research*

**PPC – nhà máy với vị trí quan trọng trong mạng điện khu vực**

PPC có 2 dây chuyền Phả Lại 1 (PL1) và Phả Lại 2 (PL2) với công suất lần lượt là 440 MW và 600 MW. PL1 hoạt động thương mại từ năm 1984 và đã hết đời sống kinh tế từ năm 2014. Kể từ 2015, cứ mỗi 4 năm PL1 sẽ phải đàm phán lại giá mua bán điện hợp đồng. PL2 vận hành thương mại vào năm 2001 và có hợp đồng mua bán điện (hợp đồng PPA) đến năm 2030.

Lợi thế cạnh tranh của PPC nằm ở (1) vị trí thuận lợi cho việc lập lịch huy động không ràng buộc – cơ chế giúp PPC có thể chào giá theo giá trần tổ máy, cao hơn so với giá trần thị trường điện được quy định và (2) đội ngũ vận hành thị trường điện giàu kinh nghiệm giúp giảm thiểu thua lỗ của PL1 tăng lợi nhuận của PL2.

Về vị trí, PPC nằm cạnh trạm biến áp 220kv vì vậy công ty có lợi thế khi có thể chào giá bán điện trên thị trường theo giá trần tổ máy cao hơn so với giá trần của thị trường điện (PL2 là nhà máy chạy nền, được phép chào cao hơn 5%, PL1 là nhà máy chạy lưng được phép chào cao hơn 10%).



Lợi thế thứ 2 của PPC nằm ở đội ngũ vận hành thị trường điện giàu kinh nghiệm. Đội ngũ vận hành thị trường điện đóng vai trò dự báo cung cầu, giá điện trên thị trường cạnh tranh để đưa ra phương án chào giá hợp lý. Việc dự báo thị trường điện tốt giúp các nhà máy điện chào giá vào những khung giờ phát điện có giá điện cao, đem lại lợi nhuận cao cho nhà máy. Với công nghệ cũ, PL1 có suất hao nhiệt lớn (đồng nghĩa với việc cần một lượng nhiệt lớn hơn để sản xuất ra 1 kWh điện) khiến cho chi phí biến đổi của PL1 kém cạnh tranh trên thị trường so với các nhà máy nhiệt điện mới. Trong khi đó PL2 có chi phí biến đổi tương đương với các nhà máy nhiệt điện than hiện đại là nguồn lợi nhuận chính trên thị trường điện cạnh tranh.

Trong năm 2019, BSC dự báo doanh thu của PPC đạt 7,363 tỷ đồng (+3.4% YoY) chủ yếu do tác động của giá than tăng khoảng 3 – 5%; lợi nhuận sau thuế đạt 899 tỷ (-20% YoY) do sản lượng điện hợp đồng của PL1 giảm nhẹ và PPC không còn ghi nhận nhiều từ việc hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính.

**Bảng 6: Dự báo KQKD PPC**

	Đơn vị	2016	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu	Tỷ đồng	5,866	6,236	7,117	7,363	7,397
<i>% yoy</i>			6.3%	14.1%	3.5%	0.5%
LNST	Tỷ đồng	599	854	1,122	899	898
<i>% yoy</i>			42.6%	31.4%	-19.9%	0.0%
Volume	Triệu kWh	4,800	4,520	5,090	5,026	5,045
<i>% yoy</i>			-5.8%	12.6%	-1.3%	0.4%
Asp	d/kWh	1,222	1,380	1,398	1,465	1,466

*Nguồn: BSC Research*

## II - SẢN XUẤT VÀ PHÂN PHỐI NƯỚC SẠCH

### Danh mục đầu tư nước với những nhà máy nước quan trọng hàng đầu

Các công ty trong lĩnh vực kinh doanh nước của REE được chia thành 2 nhóm: các công ty sản xuất nước sạch và công ty phân phối nước.

Nhóm các công ty sản xuất nước sạch bao gồm: CTCP B.O.O Nước Thủ Đức (NMN B.O.O Thủ Đức), CTCP Đầu tư và Kinh doanh nước sạch Sài Gòn (NMN Thủ Đức III), CTCP Đầu tư nước sạch Tân Hiệp (NMN Tân Hiệp II), CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (VCW). Nhiệm vụ chính của nhóm này vận hành các nhà máy xử lý nước và cung cấp nước sạch cho các thành phố lớn cũng như các công ty cấp nước khác.

Nhóm các công ty phân phối nước bao gồm: CTCP Cấp nước Nhà Bè (NBW), CTCP Cấp nước Gia Định (GDW) và CTCP Cấp nước Thủ Đức (TDW). Các công ty này đầu tư, quản lý hệ thống mạng lưới đường ống nước cấp II, cấp III, phục vụ cấp nước cho các hộ dân trên địa bàn được phân chia.

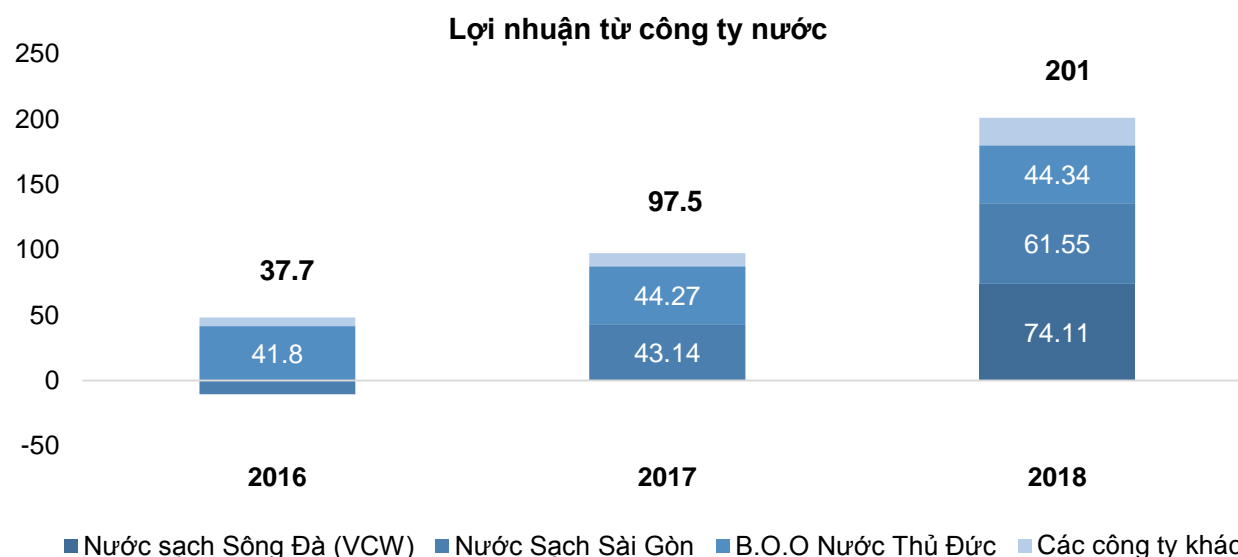
**Bảng 7: danh sách các công ty sản xuất và cung cấp nước sạch**

Công ty	Sở hữu	Lĩnh vực	Công suất	Hoạt động kinh doanh
CTCP B.O.O Nước Thủ Đức	42.10%	Sản xuất nước sạch	300,000 m3/ngày	Cung cấp nước sinh hoạt cho Quận 2,7,9, Nhà Bè, Thủ Đức
CTCP Đầu tư nước sạch Tân Hiệp	32%	Sản xuất nước sạch	300,000 m3/ngày	Đầu tư NMN Tân Hiệp II, cung cấp nước sinh hoạt cho quận phía Tây thành phố. Tới năm 2018 hiện đang đạt công suất 185,000 m3/ngày
CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà – VCW	36%	Sản xuất nước sạch	300,000 m3/ngày	Sản xuất nước sạch từ nhà máy nước sạch Sông Đà – Hà Nội
CTCP Đầu tư và KD Nước sạch SG – SWIC	30%	Sản xuất nước sạch	300,000 m3/ngày	Sản xuất nước sạch từ nhà máy nước sạch Thủ Đức III – Tp Hồ Chí Minh
CTCP Cấp nước Thủ Đức	44.20%	Cấp nước		Quản lý, thi công, sửa chữa mạng lưới cấp nước Quận 2,9, Thủ Đức
CTCP Cấp nước Gia Định	20.10%	Cấp nước		Quản lý, thi công, sửa chữa mạng lưới cấp nước Quận Bình Thạnh, Phú Nhuận
CTCP Cấp nước Nhà Bè	20.20%	Cấp nước		Quản lý, thi công, sửa chữa mạng lưới cấp nước Quận 4, 7, Nhà Bè

### Danh mục đầu tư với nhiều nhà máy nước chủ chốt của Hà Nội và Hồ Chí Minh

Về hệ thống cấp nước tại TP Hồ Chí Minh, nước sạch cung cấp cho thành phố được lấy từ 3 nguồn chính là sông Sài Gòn (600,000 m<sup>3</sup>/ ngày) và sông Đồng Nai (1,450,000 m<sup>3</sup>/ ngày) cùng một số các nguồn nước ngầm. Ba nhà máy B.O.O Thủ Đức, NMN Thủ Đức III, NMN Tân Hiệp II có tổng công suất thiết kế 900,000 m<sup>3</sup>/ ngày đêm, tương đương 41% công suất xử lý nước sạch thiết kế của thành phố Hồ Chí Minh. Còn tại Hà Nội, REE cũng có cổ phần trong NMN sạch lớn nhất theo quy hoạch 2013 tại Hà Nội (NMN Sông Đà – 600,000 m<sup>3</sup>/ ngày), chiếm khoảng 35% công suất cung cấp nước cho Hà Nội.

Trong năm 2018, lợi nhuận từ các công ty trong mảng sản xuất và phân phối nước đóng góp cho REE 201 tỷ đồng LNTT và 68 tỷ cổ tức trên giá trị sổ sách khoảng 1,300 tỷ. Trong đó, CTCP Nước sạch Sài Gòn (SWIC), B.O.O Thủ Đức và VCW là những công ty đóng góp lợi nhuận nhiều nhất

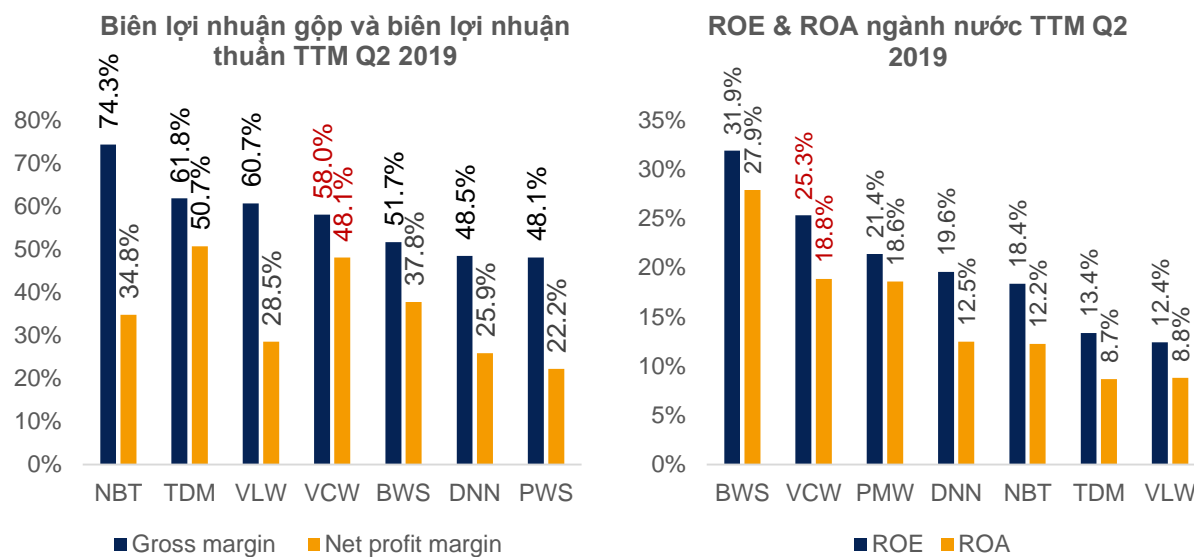


*Nguồn: BCTC, BSC Research*

### VCW

CTCP nước sạch Sông Đà trước kia là CTCP nước sạch Vinaconex là chủ đầu tư và vận hành NMN nước sạch Sông Đà. NMN được đưa vào vận hành năm 2008 với tổng mức đầu tư khoảng 1,500 tỷ đồng với công suất thiết kế 300,000 m<sup>3</sup> / ngày cho giai đoạn 1 và tổng công suất 600,000 m<sup>3</sup> cho cả 2 giai đoạn. Sau khi rời khỏi Vinaconex, hiện REE (35.95%) và Công ty TNHH MTV Năng lượng Gelex (60.46%) là hai cổ đông lớn nhất của VCW.

Nằm ở thượng nguồn chuỗi giá trị của ngành sản xuất và phân phối nước sạch, VCW có biên lợi nhuận và các chỉ tiêu về sinh lời đứng đầu trong ngành.



Nguồn: Fiin Pro, BSC Research

Tiềm năng tăng trưởng của VCW nằm ở dự án nhà máy nước Sông Đà GD2. Theo công ty, hiện các thủ tục pháp lý đã hoàn thành cho dự án, dự kiến cuối năm 2020 hoặc đầu năm 2021 sẽ đi vào hoạt động. Về nguồn vốn, VCW dự kiến vay 4,500 tỷ trên tổng số 5,000 tỷ tổng đầu tư.

**Bảng 8: Dự báo KQKD VCW**

	Đơn vị	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	Triệu đồng	468,566	526,012	552,313	690,391	862,989
% yoy			12.3%	5.0%	25.0%	25.0%
LNST	Triệu đồng	218,577	301,924	339,136	476,002	650,606
% yoy			38.1%	12.3%	40.4%	36.7%
Volume	Triệu m3	91.30	102.49	107.62	134.52	168.15

Nguồn: BSC Research

### III – M&E DỊCH VỤ CƠ ĐIỆN VÀ SẢN XUẤT ĐIỀU HÒA REE TECH

Dịch vụ cơ điện là một trong hai phần chính của các dự án xây dựng, thường chiếm từ 20% - 50% giá trị của hợp đồng xây dựng. Thông thường, dịch vụ cơ điện bao gồm các hạng mục (1) hệ thống thông gió, điều hòa không khí, (2) hệ thống cấp thoát nước, (3) hệ thống điện và (4) hệ thống báo chữa cháy. Cạnh tranh trong lĩnh vực này có các đối thủ lớn như Hawee M&E, SEAREFICO (SRF), Cơ điện Đoàn Nhất, HVC và các công ty con của các tập đoàn xây dựng như HBC, CTD.

Trong quá khứ, đây là hoạt động kinh doanh cốt lõi của REE với tốc độ tăng trưởng trung bình 10% / năm, trong giai đoạn 2013 – 2018. Trong những năm gần đây, thị trường cơ điện gặp nhiều khó khăn do các công ty xây dựng lớn dần tập trung phát triển các công ty con có dịch vụ cơ điện (Remeeco của CTD, Jesco của Hòa Bình ..) và xuất hiện nhiều đối thủ mới trên thị trường, khiến cho biên lợi nhuận của các nhà thầu cơ điện hàng đầu sụt giảm. Các công ty lớn trên thị trường M&E đều chấp nhận hy sinh biên lợi nhuận để đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu.

**Bảng 9: KQKD mảng M&E và REE tech**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
M&E và Reetech	1943	2010	1880	2468	3321	3431
LNST	144	209	239	328	359	243
Tỷ suất LNST	7.41%	10.40%	12.71%	13.29%	10.81%	7.08%

*Nguồn: BCTN*

**Bảng 10: KQKD của SRF**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh số	566	840	1,045	1,316	1,450	1,733
Lãi gộp	107	128	137	140	138	148
LNST	39	65	65	96	85	83
Tỷ suất In gộp	18.9%	15.2%	13.1%	10.6%	9.5%	8.5%
Tỷ suất In ròng	6.82%	7.72%	6.25%	7.31%	5.84%	4.82%

*Nguồn: BCTC SRF*

Trong năm 2019, REE đặt kế hoạch doanh thu 3,600 tỷ và LNST 275 tỷ cho hai mảng M&E và Reetech. Với backlog năm 2018 5,800 tỷ, lũy kế mới đến tháng 6 2019 là 2,000 tỷ (71% kế hoạch ký mới năm 2019). BSC dự báo REE sẽ đạt 3,544 tỷ doanh thu trong đó khoảng 2,830 tỷ đến từ mảng M&E và 715 tỷ đến từ Reetech. Các giả định cho năm 2019 bao gồm (1) backlog ký mới cho cả năm 2019 là khoảng 3000 tỷ, giảm 15% so với ký mới của năm 2018, (2) giá và sản lượng tiêu thụ điều hòa tăng 2% so với năm 2018 nhờ tăng trưởng của mảng M&E.

Về dài hạn, tiềm năng của mảng M&E vẫn sẽ lớn tuy nhiên đây sẽ không phải là thị trường hấp dẫn khi các đối thủ cạnh tranh ngày càng nhiều và các doanh nghiệp sử dụng tỷ lệ vay cao, các doanh nghiệp trong nhóm ngành sẽ có xu hướng đánh đổi biên lợi nhuận để lấy doanh thu, khiến cho biên lợi nhuận của mảng này sẽ ở mức thấp. BSC cho rằng biên LNST chung của mảng M&E ở mức 7% – 8%.

## IV – BẤT ĐỘNG SẢN

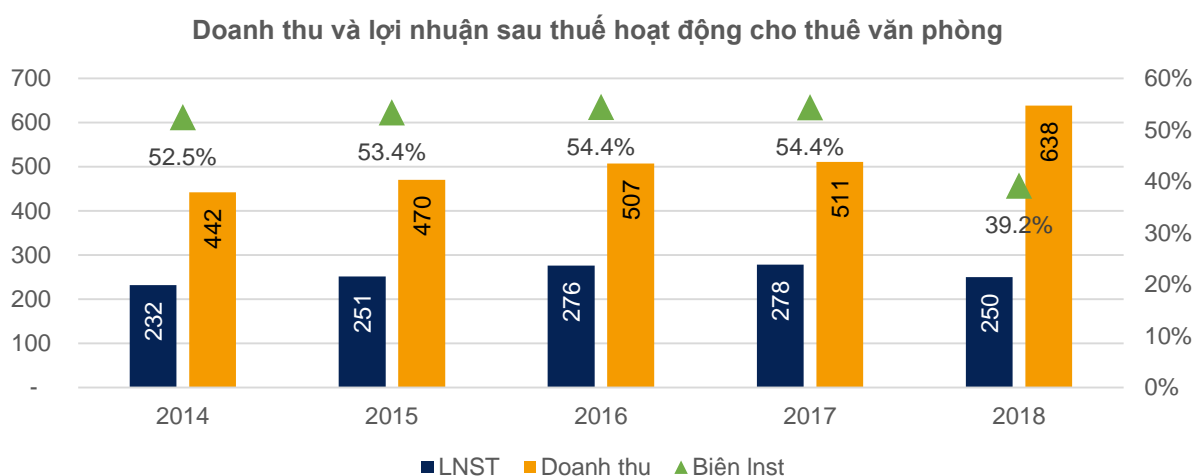
Lĩnh vực bất động sản có 2 nguồn thu chính là (1) chuyển nhượng bất động sản và (2) cho thuê văn phòng.

Về hoạt động chuyển nhượng bất động sản, REE có 2 công ty thành viên đó là CTCP Hạ tầng và Bất động sản Việt Nam (VIID) và CTCP Địa ốc Sài Gòn (SGR). REE chỉ ghi nhận doanh thu từ VIID là công ty con, còn SGR được ghi nhận lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết. Mỗi năm, REE ghi nhận khoảng 120 – 170 tỷ từ hoạt động chuyển nhượng BĐS.

Trong năm 2019, REE đặt kế hoạch doanh thu 369 tỷ và LNST 115 tỷ cho mảng BĐS từ VIID. Tuy nhiên do không có đầy đủ thông tin về hoạt động này, BSC không đưa ra đánh giá cũng như không bao gồm phần này trong định giá.

### Hoạt động cho thuê văn phòng – lợi nhuận cao và dòng tiền ổn định ổn định

Tính tới tháng 6 năm 2019, REE sở hữu 10 tòa nhà văn phòng cho thuê hạng B, C có tổng diện tích khoảng 165,000 m<sup>2</sup> với giá thuê từ 17 – 25 USD/m<sup>2</sup>/ tháng. Với lợi thế quỹ đất giá rẻ, hoạt động cho thuê văn phòng của REE luôn đem lại biên lợi nhuận thuần trên 50%. Năm 2018, Etown Central đi vào hoạt động nhưng tỷ lệ thu tiền chỉ đạt 40% khiến REE lỗ khoảng 36 tỷ với tòa nhà này và kéo biên lợi nhuận thuần của mảng cho thuê văn phòng xuống mức 39%. Tuy nhiên, với tỷ lệ lấp đầy khoảng 94% ở đầu năm 2019, BSC ước tính REE sẽ ghi nhận toàn bộ tiền thuê mặt bằng của tòa nhà này trong năm 2019. Với giá thuê ở mức 25 USD/m<sup>2</sup>/tháng, việc ghi nhận toàn bộ tiền thuê của tòa nhà Etown Central đem lại cho REE thêm 230 tỷ doanh thu và khoảng 106 tỷ lợi nhuận thuần.

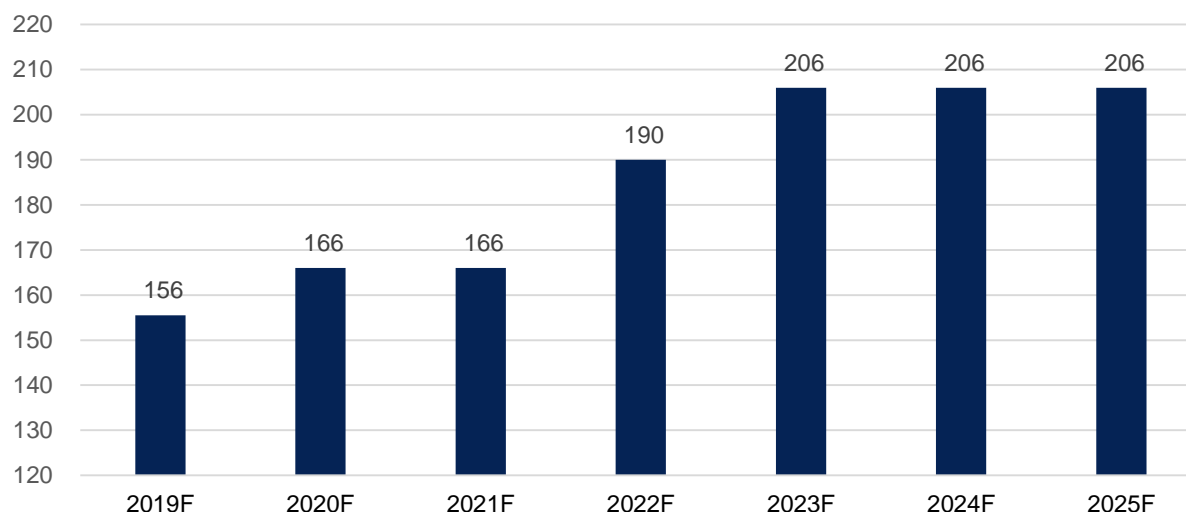


Nguồn: BCTN REE

Diện tích có thể cho thuê dự kiến tăng thêm 66,000 m<sup>2</sup> trong giai đoạn 2019 – 2023, tương ứng với 50% diện tích tại thời điểm cuối năm 2018. Diện tích tăng lên được đóng góp bởi các tòa Etown 5 (17,000 m<sup>2</sup>), Etown EW (15,000 m<sup>2</sup>) và Etown 6 (34,000 m<sup>2</sup>). Trong đó, Etown 5 đã hoàn thiện và đạt tỷ lệ lấp đầy 100% cho tới cuối quý II 2019 và được ghi nhận doanh thu bắt đầu từ

2020. Etown 6 đang trong quá trình xin cấp phép xây dựng, REE dự kiến sẽ khởi công tòa Etown 6 trong năm 2020 và hoàn thiện để cho thuê từ năm 2023.

**Dự phóng diện tích văn phòng cho thuê**  
(Đơn vị: 1000m<sup>2</sup>)



*Nguồn: BSC dự báo*

Trong năm 2019, BSC đưa ra dự báo doanh thu mảng cho thuê văn phòng đạt 784 tỷ DT và 392 tỷ LNST với các giả định (1) tỷ lệ lấp đầy và tỷ lệ thu tiền đạt 100% tại tòa Etown Central (2) bắt đầu ghi nhận doanh thu từ tòa Etown EW.

Về dài hạn, BSC dự báo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận mảng cho thuê văn phòng của REE là 6.9% cho giai đoạn 2019 – 2025 dựa trên các giả định (1) giá cho thuê văn phòng tăng 2 năm 1 lần, mỗi lần 2% và (2) tòa nhà Etown 6 sẽ được bắt đầu xây dựng vào cuối năm 2020 và hoàn thành vào năm 2022.

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	785	939	944	1,079	1,164	1,176	1,176
LNST	377	451	453	518	559	565	565

*Nguồn: BSC Research*

## RỦI RO

REE có hai rủi ro là

- (1) Chu kì elnino kéo dài hơn so với dự kiến có thể làm lợi nhuận của thủy điện của REE thấp hơn so với mức dự báo. Nếu lợi nhuận của mảng thủy điện năm 2020 giảm 10% so với năm 2019, LNST của REE giảm 110 tỷ so với dự báo năm 2020 của BSC tuy nhiên chỉ làm giảm định giá khoảng 300 đ/cp

- (2) Vụ kiện của nhà thầu Hoa Đông, Trung Quốc có thể dẫn tới nghĩa vụ phải bồi thường hơn 2,000 tỷ đồng từ phía VSH, dẫn đến tổng mức đầu tư của thủy điện Thượng Kon Tum đội lên trong khi có thể khoản chi phí này không được sử dụng để đàm phán lại giá điện PPA

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Cho năm 2019, BSC dự báo doanh thu của REE đạt 5,314 tỷ đồng (+4.19% YoY) nhờ (1) tăng trưởng từ lượng backlog lớn của khối M&E và (2) doanh thu cho thuê văn phòng của Etown Central sẽ được ghi nhận trong năm 2019. Trong khi đó mảng điện, nước giảm do tác động của hiện tượng El Nino lên thủy điện Thác Bà.

Lợi nhuận của REE đạt 1,504 tỷ đồng, (-20% yoy) do (1) chi phí lãi vay tăng mạnh từ 2019 do 2,318 tỷ đồng trái phiếu phát hành hồi tháng 1 và (2) phần lợi nhuận đến từ công ty liên doanh liên kết giảm từ 998 tỷ xuống 796 tỷ, chủ yếu do lợi nhuận tăng trưởng từ mảng nước không bù đắp được sự sụt giảm của PPC, TMP, SBH suy giảm.

Cho năm 2020, BSC định giá dựa trên giả định: (1) hiện tượng elnino suy yếu dần theo chu kỳ 4 – 5 năm, giúp các nhà máy thủy điện của REE tăng lợi nhuận so với năm 2019, lợi nhuận của nhóm công ty liên doanh, liên kết là 901.5 tỷ (+13% so với năm 2019), (2) doanh thu BĐS tăng nhờ ghi nhận toàn bộ tiền thuê mặt bằng của tòa nhà Etown 5 đã đưa vào hoạt động trong năm 2019.

	2018	2019F	2020F	
<b>Doanh thu</b>	<b>5,100,654</b>	<b>5,314,352</b>	<b>5,547,259</b>	
M&E	3,427,302	3,593,228	3,672,603	Doanh thu tăng trưởng nhờ lượng backlog lớn từ 2018 của M&E và ghi nhận từ tòa Etown Central và Etown 5
BDS	838,871	934,857	1,088,705	
Điện nước	834,481	786,267	785,952	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,228,074</b>	<b>1,378,988</b>	<b>1,463,080</b>	
<i>Biên LNG</i>	<i>24.1%</i>	<i>25.9%</i>	<i>26.4%</i>	
Chi phí bán hàng	(98,584)	(89,440)	(92,982)	
Chi phí quản lí	(216,778)	(225,216)	(229,066)	
Doanh thu tài chính	303,525	192,928	272,355	Chi phí tài chính tăng khi không còn khoản hoàn nhập dự phòng các khoản đầu tư vào HND và QTP. Chi phí lãi vay tăng do phát hành 2,300 tỷ đồng trái phiếu trong tháng 1
Chi phí tài chính	(111,471)	(368,506)	(368,523)	
Chi phí lãi vay	(224,927)	(368,327)	(368,327)	
Lãi/lỗ khác	14,417	10,366	11,420	
Lợi nhuận từ cty liên kết	998,824	796,778	901,529	
LNTT	2,118,003	1,695,898	1,957,813	
<b>LNST</b>	<b>1,884,749</b>	<b>1,504,808</b>	<b>1,739,706</b>	
EPS	6,079	4,853	5,611	

Nguồn: BSC Research



## ĐỊNH GIÁ

Để định giá REE, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần. Trong đó bao gồm (1) phần hoạt động kinh doanh của công ty mẹ và (2) danh mục các công ty liên doanh, liên kết REE hiện đang sở hữu.

Đối với danh mục thủy điện, sau khi loại trừ các doanh nghiệp mà REE nắm giữ cổ phần và so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành niêm yết trên sàn, PE hợp lý cho nhóm doanh nghiệp thủy điện là trung bình của các doanh nghiệp được so sánh, tương đương với mức 9.1 lần.

Mã CK	Doanh nghiệp	ROE	ROA	Vốn hóa	PE	PB	EVEBITDA TTM 2019
		2019 TTM	2019 TTM		TTM 2019	TTM 2019	
	Thủy điện Đa Nhim-Hàm						
DNH	Thuận-Đa Mi	20.0%	13.3%	11,236	9.9	2.1	8.1
SJD	Thủy điện Cần Đơn	15.0%	10.0%	1,387	9.7	1.7	6.2
DRL	Thủy điện - Điện lực 3	43.0%	40.0%	508	9.6	4.1	8.0
QPH	Thủy điện Quế Phong	19.0%	13.1%	372	7.0	1.4	4.8
	Trung vị	19.5%	13.2%		9.7	1.9	7.1
	Trung bình	24.3%	19.1%		9.1	2.3	6.8
Danh mục của REE							
	Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông						
VSH	Hình	5.0%	2.0%	3,919	25.2	1.3	35.2
CHP	Thủy điện Miền Trung	10.0%	5.0%	2,841	16.5	1.6	14.2
SHP	Thủy điện Miền Nam	15.0%	8.0%	2,244	12.7	2.2	6.7
SBH	Thủy điện Sông Ba Hạ	22.0%	17.8%	3,441	7.9	1.8	6.1
TMP	Thủy điện Thác Mơ	31.0%	26.0%	2,506	6.0	1.9	5.3
ISH	Thủy điện Srok Phu Miêng	13.0%	8.8%	635	8.8	1.2	6.7

Nguồn: Fiinpro

## REE - CTCP Cơ điện lạnh

Đối với các doanh nghiệp mảng nước, do phần lớn lợi nhuận của nhóm này được đóng góp bởi các công ty sản xuất nước sạch chiếm 95%, nhóm công ty phân phối nước sạch chỉ chiếm 5%, các doanh nghiệp được lựa chọn để so sánh là doanh nghiệp có nhà máy sản xuất nước.

Công ty	Tên	ROE 2019 TTM	ROA 2019 TTM	Vốn hóa 2019	PE TTM 2019	PB TTM 2019	EVEBITDA TTM 2019
BWE	Nước - Môi trường Bình Dương	12.0%	4.0%	3,840	9	1.9	6.6
TDM	Nước Thủ Dầu Một	13.0%	9.0%	2,761	14.6	1.8	11.7
Trung bình					11.8	1.85	9.15

Danh mục nhiệt điện với đóng góp chủ yếu của PPC, dựa so sánh các doanh nghiệp trong khu vực, BSC đưa ra mức PE hợp lý là 11 lần.

Công ty	Tên	ROE LF	P/E	EV/EBITDA T12M
GLOW TB Equity	GLOW ENERGY PCL	17.5	16.5	9.6
NT2 VN Equity	PETROVIETNAM NHON TRACH 2 PO	16.9	10.5	6.0
TPIPP TB Equity	TPI POLENE POWER PCL	15.0	11.0	9.5
POWR IJ Equity	CIKARANG LISTRINDO TBK PT	14.8	13.4	7.0
NBP VN Equity	NINH BINH THERMAL POWER JSC	12.9	5.1	3.2
VCP VN Equity	VINACONEX POWER DEVELOPMENT	28.8	10.3	12.7
NED VN Equity	NORTH-WEST ELECTRIC INVESTME	23.8	6.0	7.2
HND VN Equity	HAI PHONG THERMAL POWER JSC	7.8	16.7	4.2
POW VN Equity	PETROVIETNAM POWER CORP	7.8	15.3	6.3
PPC VN Equity	PHA LAI THERMAL POWER JSC	17.2	8.1	7.0
Trung vị			11.0	

## REE - CTCP Cơ điện lạnh

Với kết quả định giá từng phần, BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu REE, dựa trên giá trị hợp lý cho cổ phiếu REE là 48,000 VND/cp, cao hơn 21.5% so với mức giá tham chiếu ngày 25/9/2019 là 39,500 VND/cp.

Thủy điện		
PE hợp lý	Lần	9.10
LNST 2020	Tỷ	349.60
Vốn hóa hợp lý	Tỷ	3,181
Sản xuất nước		
PE hợp lý	Lần	11.80
LNST 2020	Tỷ	253.00
Vốn hóa hợp lý	Tỷ	2,985
Hoạt động kinh doanh		
PE hợp lý	Lần	8.00
LNST 2020	Tỷ	698.23
Vốn hóa hợp lý	Tỷ	5,586

Nhiệt điện		
PE hợp lý	Lần	11.00
LNST 2020	Tỷ	229
Vốn hóa hợp lý	Tỷ	2,515
Khác		
PE hợp lý	Lần	9.00
LNST 2020	Tỷ	70
Vốn hóa hợp lý	Tỷ	628
Tổng cộng		
Tổng vốn hóa	Tỷ	14,895
Số cp lưu hành	Triệu cp	310
Giá trị hợp lý / cp	đồng/cp	<b>48,000</b>

## REE - CTCP Cơ điện lạnh



### REE – CTCP Cơ điện lạnh – Chu kỳ tăng mới

#### Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- Chỉ báo xu hướng MACD: đường MACD nằm trên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Chạm vùng quá mua.
- Đường MA: EMA12 nằm trên EMA26.

**Nhận định:** REE đang vận động tích cực khi đã tạo nền giá khá vững chắc tại ngưỡng 28 trong năm ngoái, từ đó trở thành tiền đề cho việc tăng trên 40% trong năm nay. Các chỉ báo xu hướng đều ủng hộ cho trạng thái này của cổ phiếu. Tuy chỉ báo động lượng RSI đã lần thứ hai chạm vùng quá bán trong Quý 3 này nhưng điều đó chỉ xác nhận cho sự kết thúc của các đợt sóng ngắn hạn, còn về dài hạn chỉ báo này hầu như không còn quá nhiều ý nghĩa đối với tình hình hiện nay của REE. Thanh khoản cổ phiếu có sự cải thiện đáng kể, đồng thuận với động lực tăng giá. Hiện tại, REE đang tiến tới kiểm tra ngưỡng kháng cự tại vùng giá 40 – 41 và dự kiến có thể xảy ra sự điều chỉnh ngắn hạn khi cổ phiếu chạm đến khu vực này. Trong trường hợp phá vỡ mức đỉnh lịch sử, REE sẽ tiếp tục chinh phục mục tiêu 44 trước khi thăng hoa về ngưỡng giá 48.

**Khuyến nghị:** Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu tại khu vực 38 – 41 và nên ưu tiên nắm giữ REE trong dài hạn. Nếu giao dịch ngắn hạn, có thể chốt lãi khi cổ phiếu chạm mốc 43.5, cắt lỗ nếu ngưỡng giá 35 bị xuyên thủng.



Nguồn: Amibroker, BSC

## 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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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 đồng 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: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

