Shinhan Securities



CTCP Cơ Điện Lạnh (REE VN)

[Việt Nam / Tiện ích]

Bloomberg Code (REE VN) | Reuters Code (REE.HM)

MUA

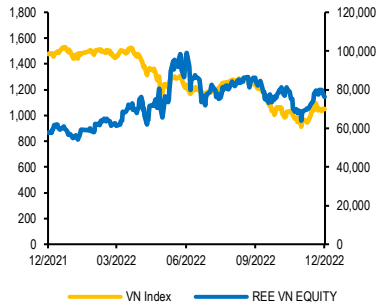
BC Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 88,300**
Giá hiện tại (20/12/22)	VND 75,400
Suất sinh lời	17.1%

VNINDEX	1,023
P/E thị trường (22F, x)	10.8
Vốn hóa (tỷ VND)	26,797
SLCP đang lưu hành (triệu)	356
SLCP tự do giao dịch(triệu)	142
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	40.1
52 tuần cao/thấp(VND)	100,000/54,435
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.7
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	40
Sở hữu nước ngoài	49

Cổ đông lớn (%)	Platinum Victory PTE. Ltd	30.9
	Nguyễn Thị Mai Thanh	12.2

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-9.5	-21.4	30.2
Tg đối với VN-Index (%)	5.4	-6.3	58.8



Nguồn: Bloomberg

Năng lượng bừng sáng

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 88,300 đồng

CTCP Cơ Điện Lạnh (HoSE: REE) là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành tiện ích niêm yết trên sàn chứng khoán. REE là một trong những doanh nghiệp có thể duy trì suất sinh lời ổn định cùng với mô hình kinh doanh hiệu quả và phù hợp xu hướng. Dựa trên phương pháp FCFF, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua đối với REE ở mức định giá 88,300 đồng. Doanh thu và lợi nhuận của REE sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững vì: (1) Sự bùng nổ của nhóm thủy điện & mảng nước đem về dòng tiền ổn định; (2) Mảng Bất động sản được thúc đẩy nhờ dự án Etown 6; (3) Sự phục hồi của mảng M&E với các dự án trọng điểm.

Thủy điện tỏa sáng & mảng nước đem về dòng tiền ổn định

Sản lượng điện thương phẩm của REE được kỳ vọng vượt 9,500 triệu kWh (+80% YoY) trong năm 2022 nhờ vào thời tiết thuận lợi và sự đóng góp của nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum sau khi hợp nhất VSH. Bên cạnh đó, giá bán FMP trên thị trường phát điện cạnh tranh liên tiếp leo dốc cùng với tỷ lệ huy động của nhóm thủy điện tăng cao chính là động lực cho sự bùng nổ trong mảng điện năm nay của REE. Ngoài ra, các dự án năng lượng tái tạo cũng là điểm sáng khi đây chính là mảng đầu tư chiến lược của doanh nghiệp trong những năm tới đây.

Đối với các doanh nghiệp ngành nước, hệ sinh thái của REE đã có hơn 10 cái tên từ sản xuất đến phân phối đem về lợi nhuận hằng năm trên 270 tỷ đồng. Bên cạnh đó, REE còn cho thấy tham vọng đi sâu hơn vào ngành qua động thái thâu tóm lại công ty tư vấn nước TK Cộng.

Mảng bất động sản được thúc đẩy từ dự án Etown6

Mảng bất động sản cho thuê đem về dòng tiền đều đặn dự kiến sẽ có cú hích lớn đến từ dự án Etown 6 sẽ được thương mại hóa vào cuối năm 2023 đưa tổng diện tích mặt sàn cho thuê lên trên ngưỡng 190,000 m2. Với uy tín và vị thế sẵn có, chúng tôi kỳ vọng rằng dự án này sẽ sớm đạt được tỷ lệ lấp đầy trên 95% như những tòa nhà văn phòng trước đó mà REE đã thực hiện. Ngoài ra, với trang thiết bị hiện đại cùng xu hướng trẻ trung, dự kiến giá cho thuê của Etown 6 sẽ cao hơn 20% so với những dự án cũ của REE. Về các dự án mới, REE cho biết họ đang theo đuổi một số dự án tiềm năng đã hoàn thiện pháp lý hoặc quỹ đất sạch nhưng các đối tác chưa có nguồn lực để thực hiện.

Sự phục hồi từ mảng M&E với các dự án trọng điểm

Mặc dù M&E là mảng kinh doanh truyền thống của REE nhưng mảng kinh doanh đã có giai đoạn trầm lắng do sự cạnh tranh gay gắt của các đối thủ trong ngành cùng ảnh hưởng của đại dịch Covid-19. Tuy nhiên, trong thời gian tới với làn sóng đầu tư công được chính phủ thúc đẩy mạnh mẽ, REE được kỳ vọng sẽ tập trung những gói thầu quan trọng như sân bay Long Thành.

Rủi ro: (1) Biến đổi khí hậu; (2) Động đất bất ngờ; (3) Sự cố tại các nhà máy; (4) Cạnh tranh ngày càng gay gắt trong mảng M&E và các dự án đầu tư công triển khai chậm hơn dự kiến.

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	**5,640**	**5,810**	**9,227**	**9,211**	**9,740**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,901	2,387	3,353	3,294	3,708
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**1,714**	**2,135**	**3,014**	**2,958**	**3,329**
EPS (VND)	5,251	6,003	8,846	8,491	9,661
BPS (VND)	14,928	14,707	52,538	60,774	68,330
OPM	34%	41%	36%	36%	38%
NPM	30%	37%	33%	32%	34%
ROE	**14%**	**13%**	**16%**	**14%**	**14%**
PER (x)	9.3	11.5	8.6	8.6	7.9
PBR (x)	1.6	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	13.5	5.2	6.3	6.3	5.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mở tài khoản [Chuyên viên]

Nhựt Nguyễn

(84-28) 6299-7751

nhut.nq@shinhan.com

Shinhan Securities

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

9 **Dự phóng kết quả kinh doanh**

11 **Định giá và khuyến nghị**

15 **Rủi ro**

17 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành và phát triển

Công Ty Cổ Phần Cơ Điện Lạnh (HoSE: REE) được thành lập từ năm 1977. REE là một trong hai doanh nghiệp đầu tiên niêm yết trên sàn chứng khoán TP.HCM vào năm 2000. Cơ cấu cổ đông của REE tương đối cô đặc khi các cổ đông lớn chiếm gần 60% trong khi quỹ Platinum Victory Pte. Ltd nắm giữ trên 30% và liên tiếp nâng tỷ lệ sở hữu.

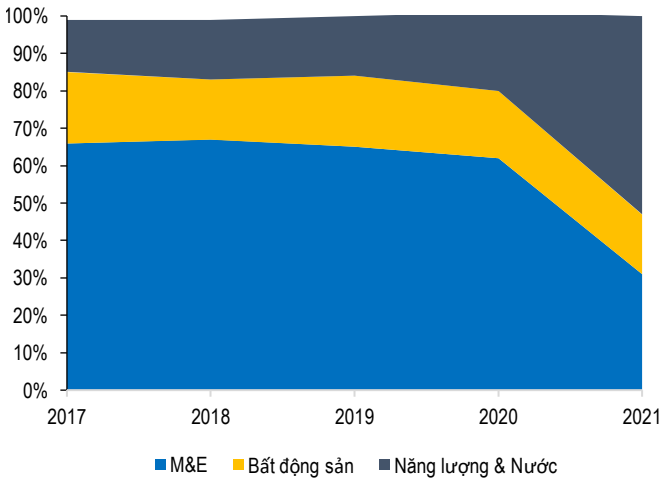
Stt	Cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
1	Platinum Victory Pte. Ltd	30.9%
2	Nguyễn Thị Mai Thanh	12.2%
3	Apollo Asia Fund Ltd	5.9%
4	Nguyễn Ngọc Hải	5.5%
5	Nhà nước (HFIC)	5.3%
6	Khác	40.3%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Hiện tại công ty hoạt động ở ba mảng kinh doanh chính bao gồm: Cơ điện lạnh (M&E), Bất động sản và Năng lượng & Nước. Ngành chủ lực hiện tại của REE là mảng Năng lượng & Nước khi đóng góp 53% doanh thu và 66% lợi nhuận trong năm 2021.

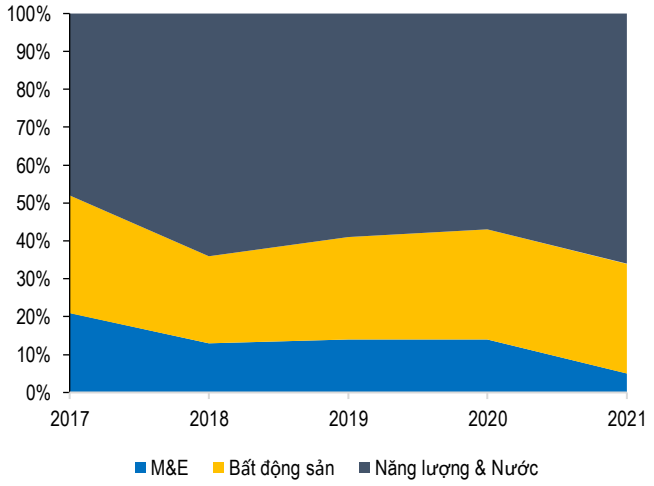
REE tham gia vào ngành tiện ích từ năm 2010, hiện tại danh mục năng lượng của REE có tổng công suất ước tính lên tới 978 MW chủ yếu là Thủy điện, Nhiệt điện và Năng lượng tái tạo (NLTT). Bên cạnh đó, REE còn sở hữu CTCP Phát triển Điện lực Trà Vinh (DTV) hoạt động trong việc bán lẻ điện.

Cơ cấu doanh thu của REE



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu lợi nhuận ròng của REE



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

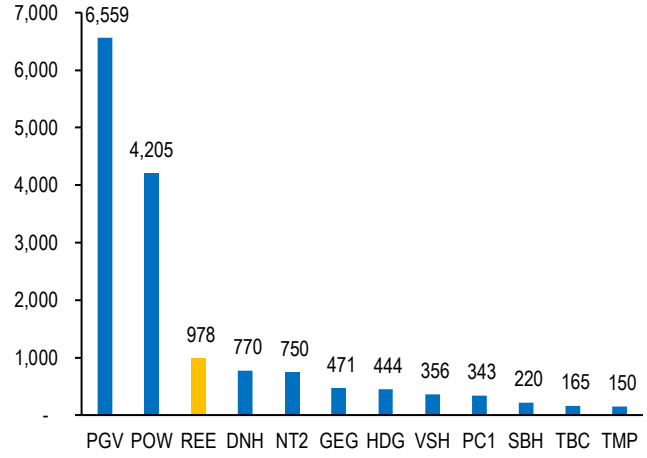
Bên cạnh đó, mảng M&E là mảng kinh doanh truyền thống của REE thường đóng góp trên 60% doanh thu trong giai đoạn 2017-2020, tuy nhiên năm 2021 bị ảnh hưởng bởi Covid-19 đã khiến tỷ trọng doanh thu xuống ở mức 31%. Tuy nhiên, mảng M&E có biên lợi nhuận ròng thấp (dưới 10%) nên đóng góp vào lợi nhuận sau thuế của tập đoàn với tỷ trọng nhỏ.

Trong khi đó, REE tham gia mảng bất động sản từ thời điểm vừa niêm yết trên sàn chứng khoán. Phân khúc chủ đạo của REE là cho thuê văn phòng hạng B tại TP.HCM, hằng năm mảng kinh doanh này đóng góp lợi nhuận gộp lớn thứ hai trong tập đoàn (29%).

Vị thế hàng đầu trong mảng năng lượng của REE

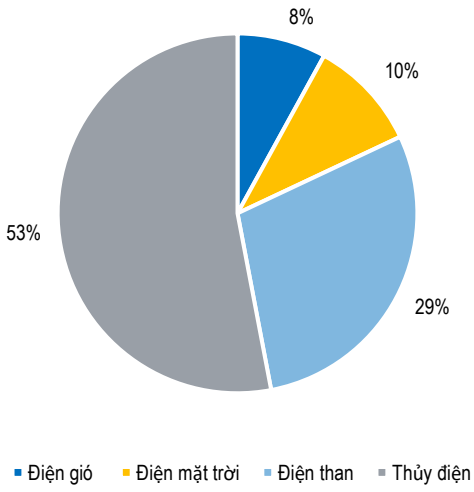
REE là doanh nghiệp có công suất thiết kế lớn thứ ba trên sàn chứng khoán với nhóm thủy điện đóng góp trên 50% công suất. Hiện tại, tổng công suất của các nhà máy thủy điện của REE ở mức 524MW với 9 công ty trực thuộc trải dài khắp ba miền. Trong năm 2022, REE đang thực hiện xây dựng nhà máy thủy điện Thác Bà 2 với công suất 18.9 MW cùng với việc triển khai Thủy điện Vĩnh Sơn 2&3. Tuy nhiên, với 90% tiềm năng phát triển thủy điện lớn (>30MW) đã cạn kiệt, REE đang dần chuyển hướng sang phát triển các dự án năng lượng tái tạo (NLTT).

Tổng công suất thiết kế một số doanh nghiệp niêm yết trên sàn năm 2022 (MW)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu công suất thiết kế của REE

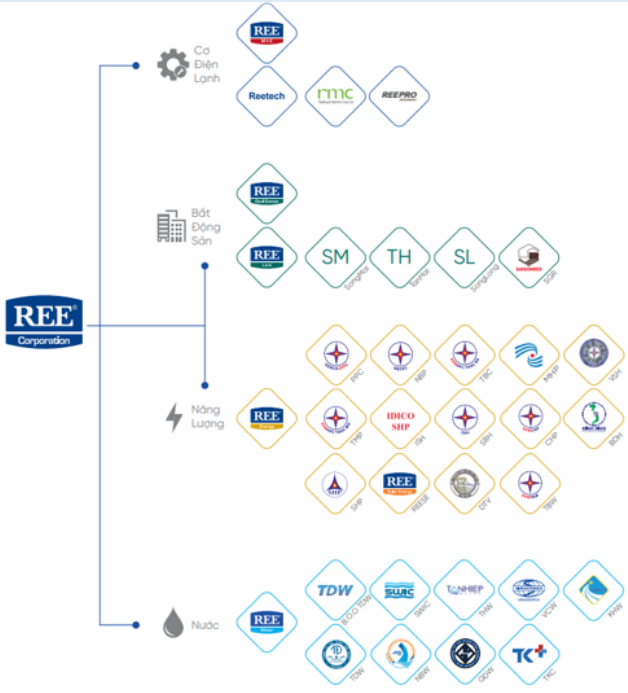


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trong những năm gần đây, REE liên tiếp đẩy mạnh phát triển mảng năng lượng tái tạo. Cụ thể, vào cuối năm 2020, 86MW điện mặt trời của REE đã được hòa lưới điện quốc gia. Trong năm 2021, REE tiếp tục đưa thêm 3 nhà máy điện gió gồm Phú Lạc 1&2, Lợi Hải 2 và Trà Vinh V1-3 vào hoạt động đưa tổng công suất của mảng này lên 126MW.

Cơ cấu tổ chức và các tài sản của REE

Cơ cấu tổ chức của REE



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trong lĩnh vực điện, hệ sinh thái của REE bao trùm đến 15 công ty. Các công ty này chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực sản xuất điện gồm có thủy điện, nhiệt điện than và năng lượng tái tạo. Trong năm 2021, REE đã nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh (HoSE:VSH) lên 50.5% và hợp nhất kết quả kinh doanh giúp doanh thu và lợi nhuận của REE bứt tốc. Trong năm 2022, REE đã liên tiếp mua vào cổ phiếu VSH để nâng tỷ lệ sở hữu lên mức 52.15% trong bối cảnh sản lượng của công ty này tăng phi mã.

Stt	Công ty	Tên đầy đủ	Nguồn điện	Công suất (MW)	Tỷ lệ sở hữu
1	REE Energy	CT TNHH Năng lượng REE	Đa ngành		100%
2	PPC	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	Nhiệt điện than	1,040	24%
3	NBP	CTCP Nhiệt Điện Ninh Bình	Nhiệt điện than	100	30%
4	TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà	Thủy điện	120	60%
5	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	Thủy điện	356	52%
6	ISH	CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng - IDICO	Thủy điện	51	34%
7	CHP	CTCP Thủy điện Miền Trung	Thủy điện, NLTT	220	24%
8	SBH	CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	Thủy điện	220	26%
9	MHP	CTCP Thủy điện Mường Hum	Thủy điện	34.8	80%
10	TMP	CTCP Thủy điện Thác Mơ	Thủy điện, NLTT	220	43%
11	SHP	CTCP Thủy điện Miền Nam	Thủy điện	122.5	12%
12	BDH	CTCP Thủy điện Bình Điền	Thủy điện	44	26%
13	TBW	CTCP Phong điện Thuận Bình	Phong Điện	78.9	50%
14	REESE	CTCP Năng lượng mặt trời REE	NLTT	92.5	100%
15	DTV	CTCP Phát triển điện Trà Vinh	Bán lẻ điện		66%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trong lĩnh vực nước, hệ sinh thái REE gồm có 10 công ty con và liên kết với các dạng loại hình đa dạng như sản xuất, phân phối và tư vấn. Vào năm 2021, REE đã thâu tóm thành công TK Cộng chuyên về các hoạt động tư vấn trong ngành nước. Đây là một bước đi chiến lược của REE để tạo tiền đề thực hiện các thương vụ M&A trong tương lai.

Stt	Công ty	Tên đầy đủ	Địa bàn hoạt động	Công suất (m3/ngày)	Loại hình	Tỷ lệ sở hữu
1	REE Water	CT TNHH Nước sạch REE	TP.HCM		Sản xuất nước	100%
2	B.O.O	CTCP B.O.O Nước Thủ Đức	TP.HCM	300,000	Sản xuất nước	42%
3	SWIC	CTCP Đầu tư và kinh doanh nước sạch Sài Gòn	TP.HCM	300,000	Sản xuất nước	40%
4	THW	CTCP Đầu tư nước Tân Hiệp	TP.HCM	300,000	Sản xuất nước	32%
5	VCW	CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà	Hà Nội	300,000	Sản xuất nước	36%
6	TK Cộng	CT TNHH TK Cộng	Cả nước		Tư vấn	65%
7	TDW	CTCP Cấp nước Thủ Đức	TP.HCM		Phân phối nước	44%
8	KHW	CTCP Cấp thoát nước Khánh Hòa	Khánh Hòa	120,000	Sản xuất nước	44%
9	NBW	CTCP Cấp nước Nhà Bè	TP.HCM		Phân phối nước	20%
10	GDW	CTCP Cấp nước Gia Định	TP.HCM		Phân phối nước	20%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trong lĩnh vực bất động sản (BĐS), REE tiếp tục duy trì tỷ lệ cho thuê trên 98% với khoảng 150,000 m2 diện tích mặt sàn cho thuê nhờ vào chất lượng uy tín cũng như giá cả phù hợp trong phân khúc.

Stt	Tòa nhà	Địa chỉ	Ước tính diện tích (m2)
1	IDC	163 Hai Bà Trưng, Phường 6, Quận 3, TP.HCM	2,000
2	Maison	180 Pasteur, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP.HCM	1,353
3	Reecrop	366 Nguyễn Trãi, Quận 5, TP.HCM	3,370
4	Etown	364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, TP.HCM	100,000
5	REE Tower	9 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TP.HCM	20,000
6	Etown Central	11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TP.HCM	34,000

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

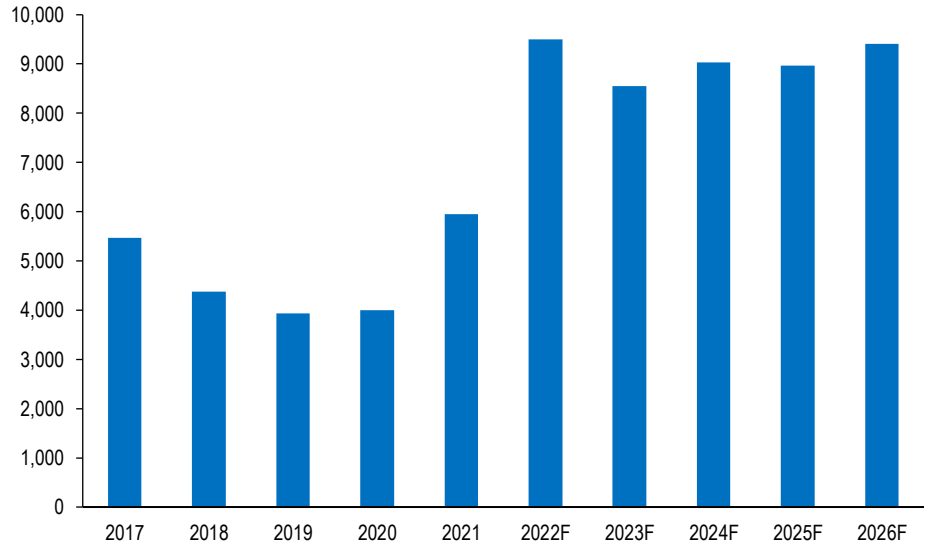
Quan điểm đầu tư

1. Thủy điện tỏa sáng và mảng nước đem về dòng tiền ổn định

Sự bùng nổ của thủy điện và định hướng chuyển đổi xanh

Tổng công suất thiết kế của các nhà máy điện REE đang nắm giữ ở mức 978 MW, trong đó 53% được đóng góp từ thủy điện, 18% từ NLTT (điện mặt trời và điện gió), còn lại là nhiệt điện than. Công ty định hướng phát triển thân thiện với môi trường và hạn chế phát thải khí carbon.

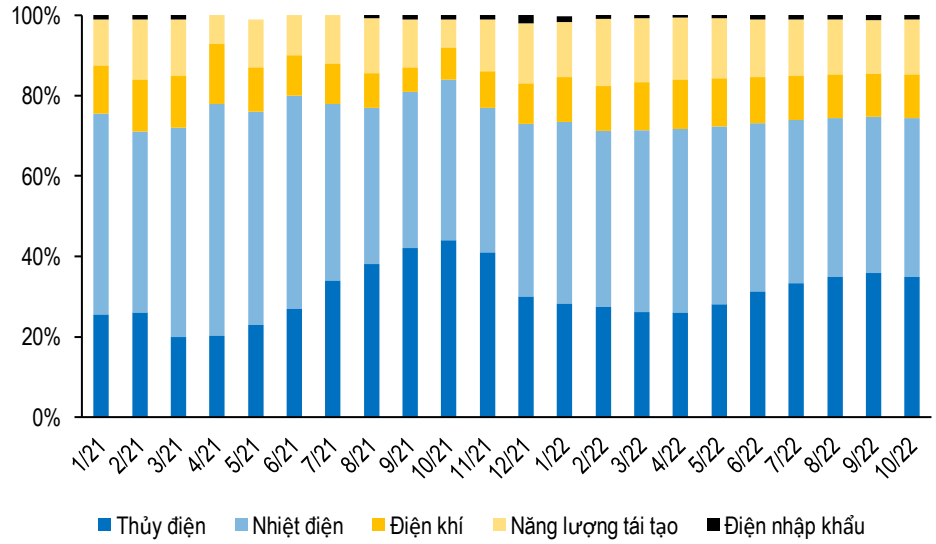
Sản lượng điện của các công ty con và công ty liên kết của REE (trừ nhiệt điện) (triệu kWh)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng điện của REE trong năm 2022 (trừ nhiệt điện) dự kiến sẽ tăng trưởng vượt qua ngưỡng 9,500 triệu kWh (+60% YoY) nhờ vào tình hình thời tiết thủy văn thuận lợi và nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum của VSH skhi hòa lưới điện trong cả năm. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy này sẽ đóng góp hơn 2,000 triệu kWh điện cho VSH trong năm 2022.

Tỷ lệ huy động các nguồn điện từ tháng 1/2021 đến 10/2022 (%)

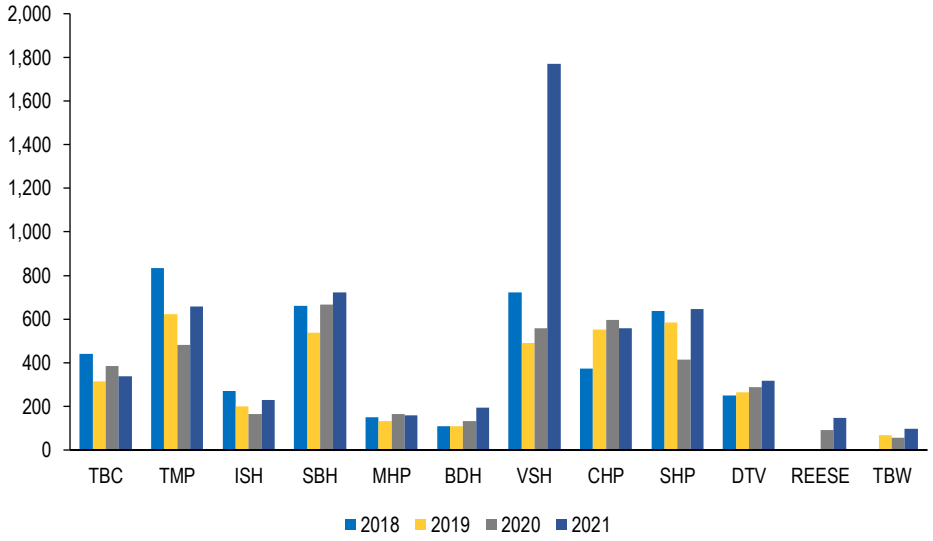


Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Đối với các doanh nghiệp thủy điện, Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (A0) sẽ ưu tiên huy động

nguồn điện có giá vốn thấp nhất trong hệ thống nhằm tối ưu hóa. Do đó, các doanh nghiệp thủy điện khi có thời tiết thuận lợi sẽ được huy động với công suất tối đa có thể vì giá vốn thấp nhất trong các loại hình điện đóng góp. Trong năm 2022, hiện tượng La Nina tác động mạnh đem về lượng nước rất dồi dào cho các hồ chứa giúp các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh ấn tượng.

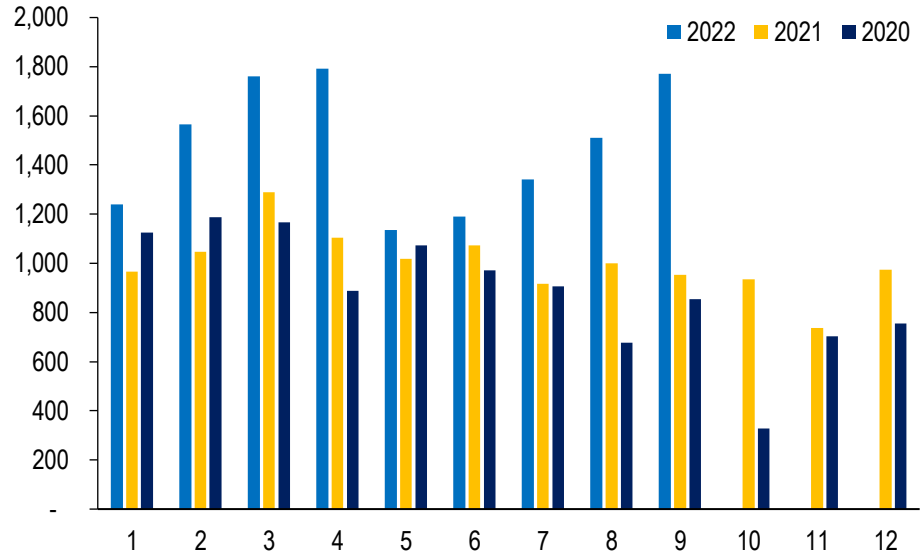
Sản lượng điện của các công ty con và công ty liên kết của REE (triệu kWh)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Trong đó, khoảng 70-80% sản lượng điện sẽ được bán cho EVN với giá PPA, vào phần sản lượng còn lại sẽ được bán trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM). Trong năm qua, do bối cảnh địa chính trị phức tạp đã khiến giá của nguyên vật liệu đầu vào điện (than, khí) tăng mạnh khiến các doanh nghiệp điện khí và nhiệt điện than khó cạnh tranh trên thị trường này tạo điều kiện để nhóm doanh nghiệp thủy điện có kết quả kinh doanh tích cực.

Giá điện thị trường toàn phần (FMP) bình quân (đồng/kWh)

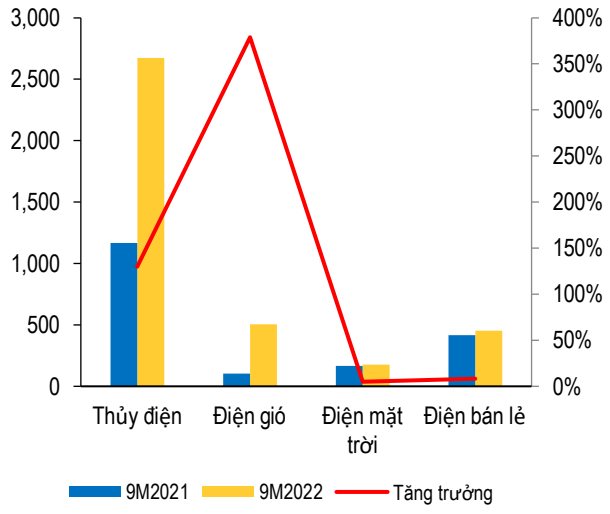


Nguồn: EVNGENCO3, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu và lợi nhuận của REE sau 9 tháng đầu năm tăng mạnh lần lượt đạt 6,302 tỷ (+61.1% YoY) và 1,971 tỷ (+85.4% YoY) và nhờ vào động lực chính đến từ mảng điện. Tỷ trọng lớn nhất vẫn là thủy điện, kết quả tích cực nhờ vào tình hình thủy văn thuận lợi cũng với giá bán tăng cao. Bên cạnh đó, nhóm điện gió có tốc độ tăng

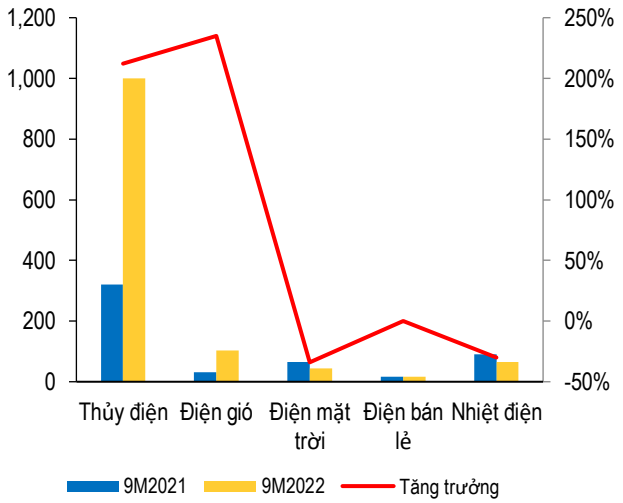
mạnh nhất trên 350% nhờ vào ba nhà máy điện gió mới được đưa vào sử dụng.

Doanh thu của các nhóm điện trong 9 tháng đầu năm (tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lợi nhuận của các nhóm điện trong 9 tháng đầu năm (tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

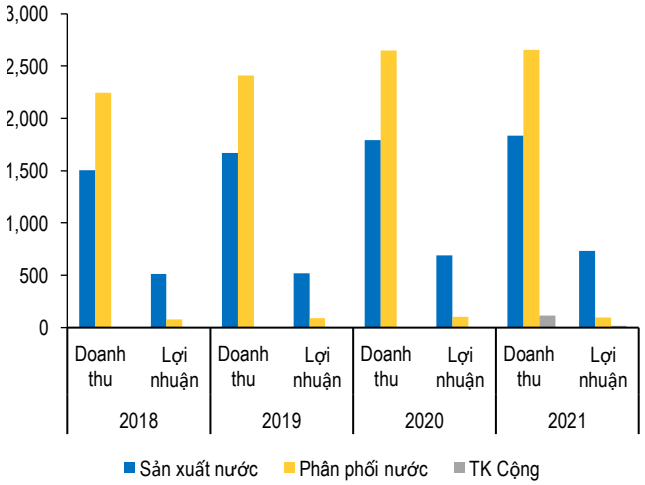
Theo định hướng phát triển của công ty, những dự án phát triển sắp tới sẽ thuộc mảng NLTT. Đối với mảng nhiệt điện than, tại ĐHĐCĐ năm 2022 của REE ban lãnh đạo cho biết rằng công ty sẽ thoái vốn đối với Nhiệt điện Phả Lại và bước đi này đã được lên kế hoạch từ trước.

Mảng nước đem về dòng tiền ổn định và giàu tiềm năng trong việc M&A các doanh nghiệp cùng ngành

Trong mảng nước, REE kinh doanh chính hai mảng phân phối nước và sản xuất nước. Đối với mảng phân phối nước, đây là một trong những nhóm có biên lợi nhuận ròng thấp nhất khi duy trì ở mức 4%-5% trong 3 ba năm qua. Trong khi đó, nhóm sản xuất nước duy trì biên lợi nhuận ròng cao vượt trội ở mức 38%-40% trong năm 2020 và 2021.

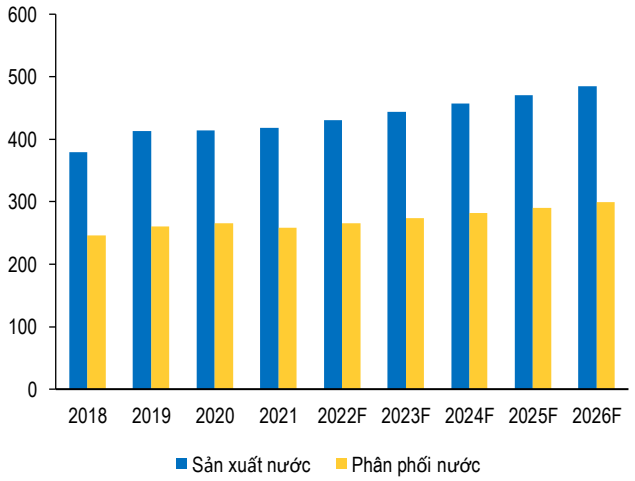
Với ngành nước, giá bán được điều chỉnh tùy thuộc vào các chính quyền các địa phương khác nhau. Theo Nghị định 117/2007/NĐ-CP, các cơ quan quản lý tại các tỉnh địa phương sẽ quyết định mức giá bán nước qua xử lý phù hợp với điều kiện kinh tế, tình hình tại địa bàn theo khung giá mà Bộ Tài chính đã ban hành. Ngoài ra, giá nước bán buôn cũng phải được sự đồng thuận đến từ các công ty cấp nước hoạt động tại địa phương đó.

Doanh thu và lợi nhuận mảng nước của REE (tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng nước của mảng sản xuất nước và phân phối nước (triệu m3)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tại TP.HCM, giá nước sạch hiện tại tăng trưởng với tốc độ đều đặn 6%/năm từ sau năm 2020. Tuy nhiên, vào năm 2021 khi địa dịch Covid-19 diễn ra, chính quyền thành phố đã giữ giá nước không đổi nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Hiện tại, một số doanh nghiệp trong ngành nước đã kiến nghị nâng tốc độ tăng giá nước do chi phí đầu vào tăng nhanh.

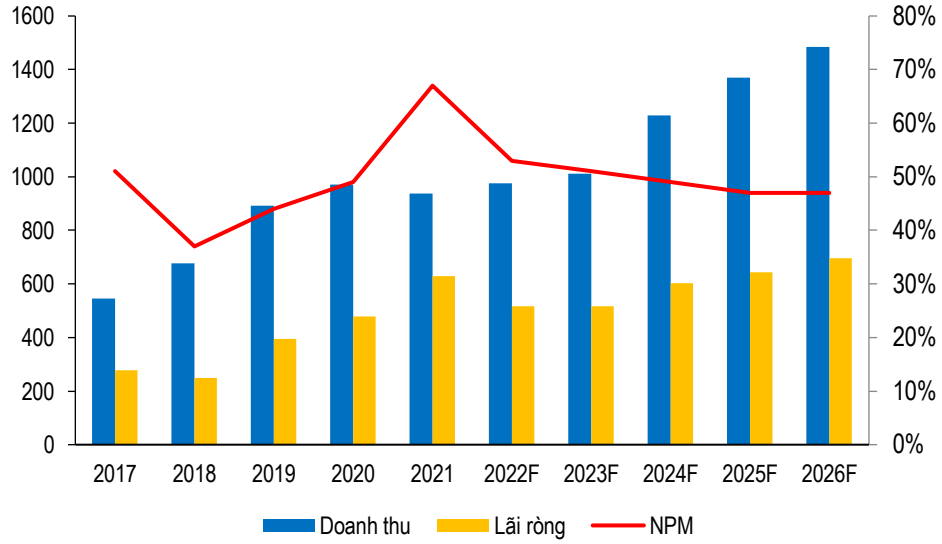
Trong năm 2020 và 2021, mảng nước lần lượt đóng góp 259 và 274 tỷ cho REE, với tính ổn định cao, nhu cầu nước liên tiếp tăng trưởng đều đặn giúp cho dòng tiền của REE vững chắc có thể tài trợ các dự án khác. Vừa qua, REE đã thâu tóm công ty TK Cộng chuyên về hoạt động tư vấn nước. Đây là một bước đi mang tính chiến lược của REE cho thấy tham vọng mạnh mẽ của ngành thông qua các hoạt động M&A trong tương lai.

2. Etown 6 thúc đẩy doanh thu mảng bất động sản

Hiện tại REE sở hữu khoảng 150,000 m2 diện tích mặt sàn cho thuê thuộc phân khúc tòa nhà văn phòng hạng B tại TP. HCM. Tỷ lệ lấp đầy của các tòa cao ốc của REE trong nhiều năm liên tiếp nằm trên ngưỡng 98%. Giá thuê các tòa nhà văn phòng của REE hiện tại ước tính khoảng 21 USD/m2. Đây là con số tương đối thấp hơn mức giá của các văn phòng cùng phân khúc tại TP.HCM hiện ở mức 25 USD/m2. Dự án E.town 6 có diện tích mặt sàn thương mại khoảng 40,000 m2 và được xây dựng từ cuối năm 2020, dự kiến sẽ được thương mại hóa vào quý 4 năm 2023. Với E.town 6 chúng tôi kỳ vọng giá thuê của REE cho tòa nhà này sẽ tăng khoảng 20% so với các văn phòng cũ.

Về chiến lược đầu tư mở rộng mảng bất động sản, Chủ tịch HĐQT là Bà Nguyễn Thị Mai Thanh cho biết REE hiện tại đang theo đuổi 3-4 dự án. Theo kinh nghiệm trong lĩnh vực này, REE nhận thấy việc phát triển quỹ đất tồn tại nhiều rủi ro và cần thời gian dài. Do chính phủ thực hiện đấu giá đất công khai nên khả năng dành thời gian nghiên cứu, quy hoạch nhưng vẫn có thể không trúng thầu. Do vậy, REE chuyển mục tiêu sang các dự án đã có sẵn hoặc bắt tay với các doanh nghiệp có quỹ đất sạch nhưng chưa đủ nguồn lực để triển khai.

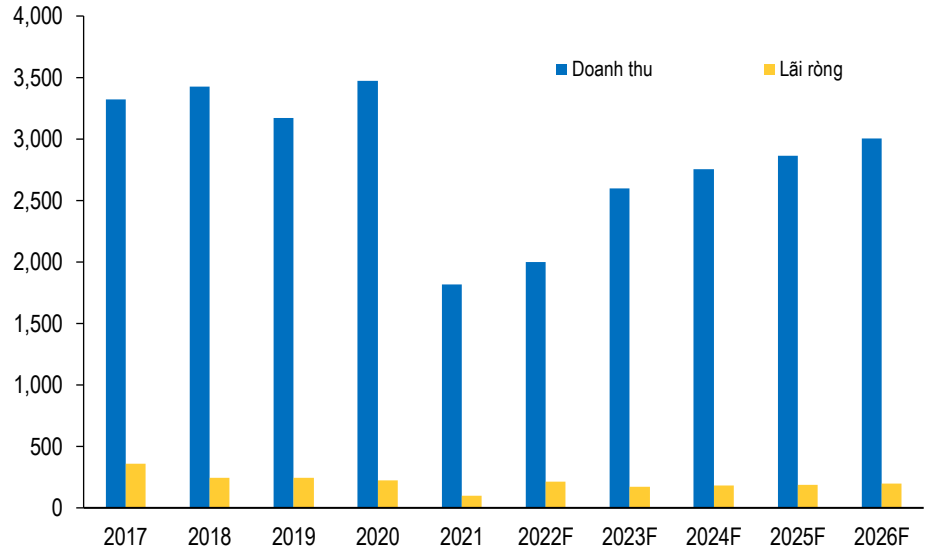
Doanh thu và lợi nhuận của mảng bất động sản (tỷ VND)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Mảng M&E dự kiến phục hồi nhờ những dự án trọng điểm

Doanh thu và lợi nhuận của mảng M&E (tỷ VND)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

REE cho biết rằng mảng M&E là mảng kinh doanh truyền thống của tập đoàn, REE hiện tại đang đặt mục tiêu vào các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm như sân bay Long Thành hoặc những dự án có cấu trúc phức tạp như các khách sạn 5 sao.

Biên lợi nhuận ròng của mảng M&E đã giảm từ ngưỡng 10% vào năm 2017 xuống còn 5.4% vào năm 2021. Mảng M&E của REE trong những năm qua bị cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ cùng ngành. Bên cạnh đó, đại dịch Covid-19 bùng nổ cũng khiến nhu cầu giảm mạnh. Đồng thời, giá nguyên vật liệu đầu vào đặc biệt là dây đồng đã tăng mạnh trong năm qua khiến lợi nhuận của nhóm này sụt giảm sâu.

Dự án	Thời gian	Gói thầu
Cảng hàng không quốc tế Nội Bài	06/2000-12/2001	Cung cấp và lắp hệ thống đặt cơ
Cảng hàng không Liên Khương	12/2007-12/2009	Cung cấp và lắp hệ thống đặt cơ điện
Cảng hàng không sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất	11/2004-09/2007	Cung cấp và lắp hệ thống đặt cơ điện
Nhà ga hành khách cảng hàng không Cần Thơ	03/2009-12/2010	Cung cấp và lắp hệ thống đặt cơ điện
Nhà ga quốc tế T2 Nội Bài	08/2012-12/2014	Cung cấp và lắp hệ thống cơ và thông gió & BMS
Nhà ga quốc tế T2 Tân Sơn Nhất	GĐ1: 05/2015-10/2016 GĐ2: 07/2017-08/2018	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện và thiết bị nhà ga
Cảng hàng không quốc tế Đà Nẵng	04/2016-09/2017	Thi công hệ thống điều hòa không khí và thông gió, hệ thống báo cháy, chữa cháy, hệ thống cấp thoát nước
Cảng hàng không quốc tế Cam Ranh	02/2017-05/2018	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ
Càng hàng không Quảng Ninh	11/2017-03/2019	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện
Nhà ga T2 - Cảng hàng không quốc tế Phú Bài	7/2021-11/2022	Cung cấp và lắp đặt hệ thống cơ điện

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

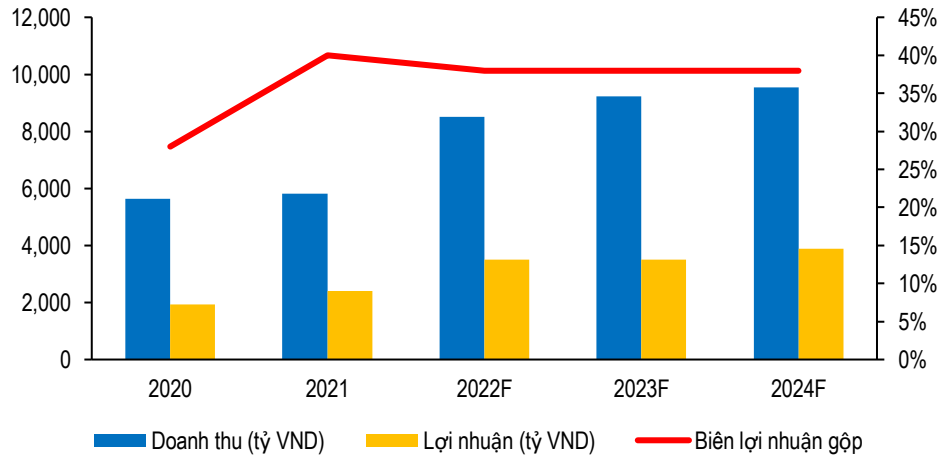
Với vị thế đứng đầu trong ngành M&E trong hai thập kỷ qua, REE đã có kinh nghiệm thực hiện những dự án tầm cỡ. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng rằng REE sẽ tiếp tục giành được những gói thầu lớn trong sân bay quốc tế Long Thành và nhà ga T3 sân bay Tân Sơn Nhất.

Dự phóng doanh thu

Trong 9 tháng đầu năm 2022, doanh thu của REE tăng mạnh 61% YoY lên 6,303 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 2,545 tỷ đồng (+110% YoY) nhờ vào sự tăng trưởng ấn tượng của nhóm thủy điện và điện gió. Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu của REE sẽ tăng 59% YoY đạt 9,227 tỷ đồng.

Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của REE lần lượt đạt 9,211 tỷ (+0% YoY) và 2,958 tỷ (-2% YoY). Kết quả trên đến từ giả định với tỷ lệ huy động mảng thủy điện giảm sút do trạng thái La Nina qua đi, sự phục hồi tương đối chậm của mảng M&E và doanh thu từ Etown 6 bắt đầu đóng góp từ năm 2024.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận và biên lợi nhuận gộp của REE



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của REE (2020-2024F)

(Đơn vị: tỷ VND)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	5,640	5,810	9,227	9,211	9,740
M&E	3,474	1,816	2,538	2,597	2,753
Bất động sản	987	938	975	1,012	1,230
Điện & Nước	1,178	3,055	5,714	5,602	5,757
Lợi nhuận gộp	1,606	2,310	3,506	3,316	3,506
Lợi nhuận từ HĐKD	1,901	2,387	3,353	3,294	3,708
Lợi nhuận ròng	1,714	2,135	3,014	2,958	3,329
Biên lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	28%	40%	38%	36%	36%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	34%	41%	36%	36%	38%
Biên lợi nhuận ròng	30%	37%	33%	32%	34%
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu thuần	15%	3%	59%	0%	6%
M&E	9%	-48%	40%	2%	6%
Bất động sản	7%	-5%	4%	4%	22%
Điện & Nước	49%	159%	87%	-2%	3%
Lợi nhuận từ HĐKD	0%	44%	52%	-5%	6%
Lợi nhuận ròng	0%	26%	40%	-2%	13%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị mua với giá mục tiêu VND 88,300

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Cơ Điện Lạnh với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức 88,300 đồng tương ứng với mức tăng 17.1% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, REE là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

1) Doanh thu từ thủy điện tăng trưởng mạnh mẽ và mảng nước đem về dòng tiền ổn định;
2) Mảng bất động sản sẽ tiếp tục tăng trưởng với động lực mới từ Etown6;
3) Mảng M&E dự kiến sẽ dần phục hồi nhờ các dự án trọng điểm.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá REE, tốc độ tăng trưởng doanh thu của REE được chúng tôi giả định sẽ tăng trưởng 47% YoY đạt mức 8,513 tỷ trong năm 2022 và lợi nhuận đạt 3,115 tỷ (+46% YoY).

Vào năm 2023, doanh thu và lợi nhuận của REE được dự phóng sẽ tăng trưởng chậm lại do thời tiết khó khăn, mảng M&E phục hồi chậm và động lực tăng trưởng mới từ Etown 6 sẽ đóng góp doanh thu từ năm 2024.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	**10.7**
Lãi suất phi rủi ro (%)	5.0
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	7.8
Beta	0.94
Chi phí nợ (%)	7.8
Chi phí sử dụng vốn (%)	12.3
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.41
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	11,520

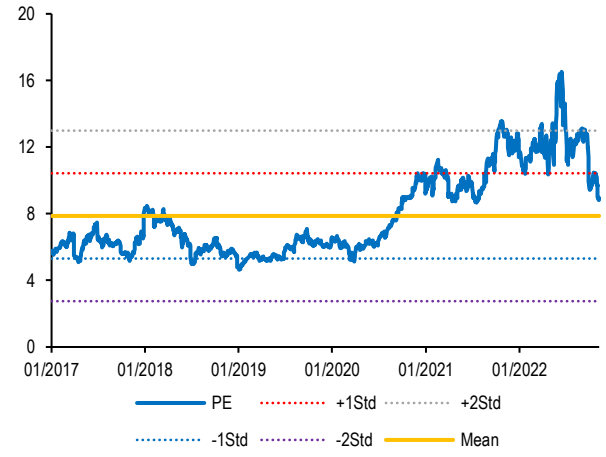
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCF của REE

Đơn vị: tỷ VND	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
LN ròng	3,014	2,958	3,329	3,857	4,289
Cộng: Lãi vay sau thuế	1,085	1,107	1,202	1,226	1,251
Cộng: Khấu hao	680	597	514	445	365
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	336	90	-200	-55	81
Trừ: Vốn đầu tư	716	520	2,430	570	600
Dòng tiền tự do (FCFF)	**3,727**	**4,052**	**2,815**	**5,013**	**5,224**
Tỷ lệ chiết khấu	0.90	0.82	0.74	0.67	0.60
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	3,365	3,306	2,075	3,339	3,140
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	29,309				
Giá trị doanh nghiệp	44,534				
Nợ vay	11,520				
Tiền và tương đương tiền	1,830				
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,056.00				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.36				
Giá mục tiêu	**88,290**				

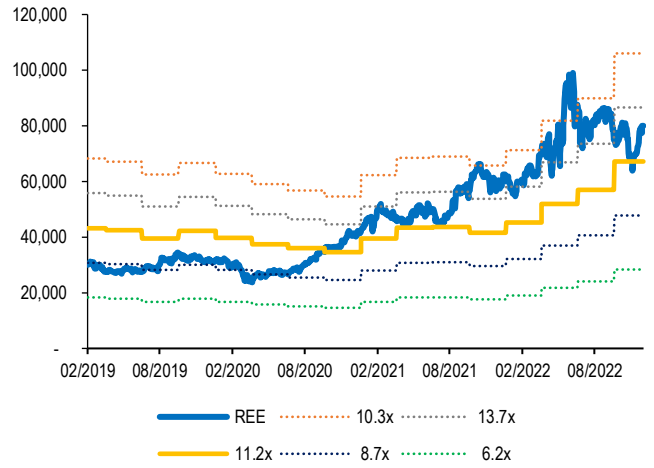
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của REE



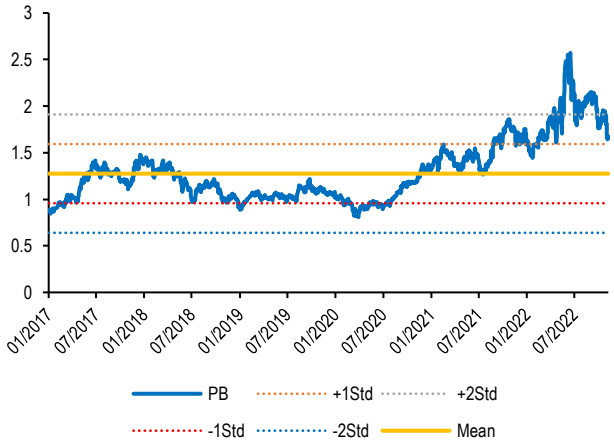
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER band của REE



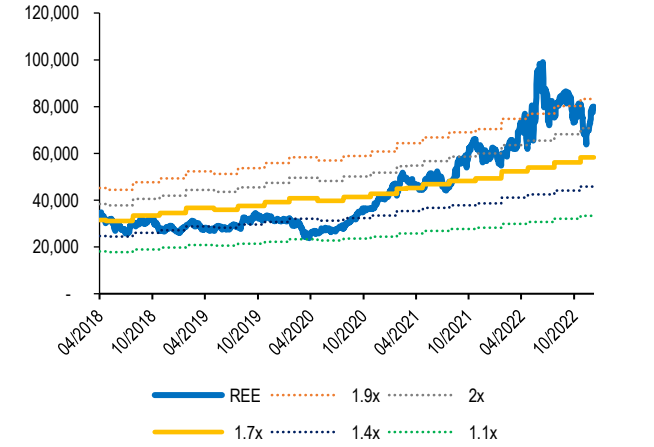
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của REE



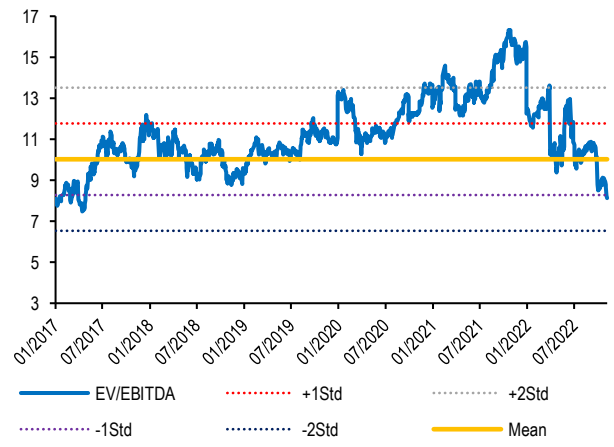
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR band của REE



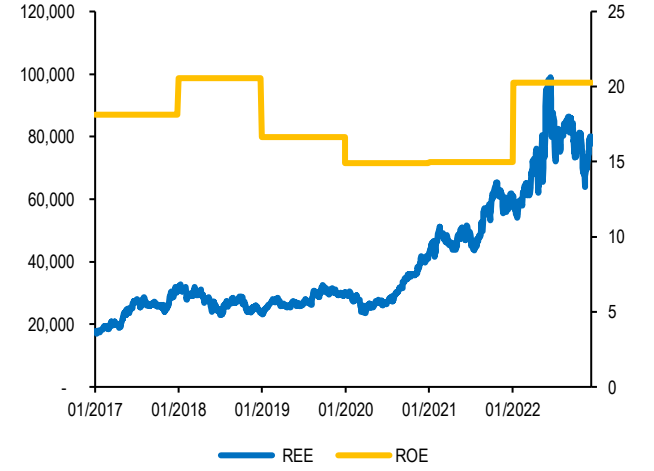
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của REE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan giá của REE và ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sự kiện quan trọng của REE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

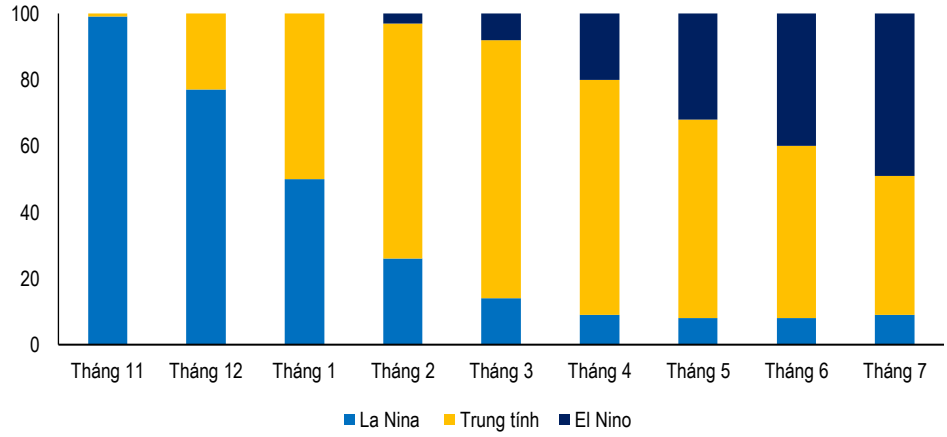
Rủi ro

Biến đổi khí hậu

Đối với doanh nghiệp ngành thủy điện, hoạt động sản xuất kinh doanh điện bị ảnh hưởng trực tiếp vào điều kiện thời tiết và lượng mưa trong khu vực. Ngoài hoạt động sản xuất kinh doanh, các doanh nghiệp này còn phải đảm bảo nguồn nước giúp chống hạn và điều tiết thủy văn vào mùa mưa.

Việt Nam là một trong những quốc gia chịu ảnh hưởng khá mạnh bởi hiện tượng El Nino/La Nina. Hiện tượng El Nino làm giảm sút lượng mưa và gây ra tình trạng hạn hán, khô hạn và xâm nhập mặn khiến lượng nước trong hồ chứa giảm sút ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất kinh doanh điện.

Xác suất diễn ra hiện tượng La Nina, El Nino và trung lập từ tháng 11/2022 đến 07/2023(%)



Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

Sau gần 3 năm liên tiếp bị ảnh hưởng bởi hiện tượng La Nina, Cơ quan IRI dự báo rằng tình trạng này sẽ qua đi và trạng thái trung lập sẽ chiếm vai trò chủ đạo. Khi đó, tỷ trọng huy động điện từ các doanh nghiệp thủy điện sẽ giảm sút so với năm 2022.

Động đất bất ngờ

Tỉnh Kon Tum trong năm 2022 đã xuất hiện nhiều trận động đất liên tục. Đáng chú ý có hai trận lớn nhất trong lịch sử ghi nhận hơn 100 năm tại khu vực với 4.1 và 4.5 độ richter. Viện trưởng Viện vật lý địa cầu Việt Nam cho biết có khả năng thủy điện Thượng Kon Tum tích nước tác động đến hiện tượng động đất giống trường hợp của thủy điện Sông Tranh 2. Hiện tại, Viện trưởng cho biết rằng cần có chuyên gia tiến hành quan trắc và nghiên cứu hệ thống đứt gãy, đánh giá việc tích nước các hồ đập theo kinh nghiệm quốc tế mới có thể đưa ra kết luận cuối cùng.

Sự cố từ các nhà máy

Nhóm điện than hiện tại REE đang nắm giữ PPC và NBP với tổng công suất lắp đặt ở mức 1,140MW. Trước đó, REE còn nắm giữ trên 8% tại QTP với công suất 1,200 MW. Tuy nhiên, với mục tiêu phát thải ròng carbon bằng 0 trước 2050, REE đã thực hiện thoái vốn đối với QTP.

Hiệu suất của PPC đã có sự suy giảm trong thời gian qua khi tuổi đời quá lớn (tổ máy 1 được đưa vào hành vào tháng 1 năm 1983, tổ máy 2 vào 2001). Trong năm 2021, tổ máy số S6 của PPC cũng đã gặp sự cố khiến công suất của nhà máy giảm xuống một nửa.

Cạnh tranh ngày càng gay gắt trong mảng M&E và các dự án đầu tư công triển khai chậm hơn dự kiến

REE vốn đứng đầu trong mảng M&E tại Việt Nam, tuy nhiên do những năm gần đây các đối thủ cạnh tranh gay gắt khiến thị phần suy giảm. Bnee cạnh đó, giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh trong hai năm qua đặc biệt là dây đồng đã khiến biên lợi nhuận của nhóm này giảm sút.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tổng tài sản	**20,530**	**31,827**	**33,783**	**34,749**	**36,255**
Tài sản ngắn hạn	6,009	6,806	7,746	7,223	8,398
Tiền và tương đương tiền	652	1,831	1,564	1,511	2,652
Đầu tư TC ngắn hạn	1,329	914	1,476	1,382	1,461
Các khoản phải thu	3,220	3,261	3,414	3,040	3,019
Hàng tồn kho	808	800	1,292	1,290	1,266
Tài sản dài hạn	14,521	25,021	26,037	27,526	27,857
Tài sản cố định	2,519	15,992	15,623	15,036	16,264
Chi phí xây dựng cơ bản	9,287	6,261	7,166	8,112	9,117
Tài sản dài hạn khác	2,715	2,768	3,248	4,378	2,476
Tổng nợ	**8,521**	**15,469**	**14,876**	**13,504**	**12,301**
Nợ ngắn hạn	3,443	4,062	4,935	4,877	4,987
Khoản phải trả	2,162	2,805	3,136	3,131	3,215
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	1,265	1,234	1,799	1,746	1,772
Khác	16	23	0	0	0
Nợ dài hạn	4,874	11,407	9,941	8,627	7,314
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	4,335	10,740	9,463	8,149	6,836
Khác	539	667	478	478	478
Vốn chủ sở hữu	**12,213**	**16,358**	**18,907**	**21,245**	**23,954**
Vốn góp chủ sở hữu	3,101	3,101	3,101	3,101	3,101
Thặng dư vốn	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
Vốn khác	187	187	187	187	187
Lợi nhuận giữ lại	7,115	8,964	11,242	13,255	15,631
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	760	3,056	3,327	3,652	3,985
*Nợ vay	5,600	11,974	11,262	9,895	8,608
*Nợ ròng (tiền)	3,619	9,229	8,222	7,002	4,495

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	**5,640**	**5,810**	**9,227**	**9,211**	**9,740**
Tăng trưởng (%)	*15.3*	*3.0*	*58.8*	*-0.2*	*5.7*
Giá vốn hàng bán	(4,034)	(3,500)	(5,721)	(5,895)	(6,234)
Lợi nhuận gộp	**1,606**	**2,310**	**3,506**	**3,316**	**3,506**
Biên lợi nhuận gộp (%)	*28.5*	*39.8*	*38.0*	*36.0*	*36.0*
Chi phí BH & QLDN	(367)	(455)	(545)	(546)	(572)
LN từ HĐKD	**1,901**	**2,387**	**3,353**	**3,294**	**3,708**
Tăng trưởng (%)	*(0.5)*	*25.6*	*40.5*	*(1.8)*	*12.6*
Biên LN từ HĐKD (%)	*33.7*	*41.1*	*36.3*	*35.8*	*38.1*
LN khác	(231)	(228)	(495)	(407)	(215)
Thu nhập tài chính	222	466	252	249	346
Chi phí tài chính	(475)	(707)	(764)	(671)	(577)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(416)	(663)	(764)	(671)	(577)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	22	13	17	15	16
LNTT	**1,924**	**2,400**	**3,387**	**3,324**	**3,740**
Thuế TNDN	(210)	(264)	(373)	(366)	(411)
LNST	**1,714**	**2,135**	**3,014**	**2,958**	**3,329**
Tăng trưởng (%)	*(0.3)*	*24.6*	*41.2*	*(1.9)*	*12.5*
Biên lợi nhuận ròng (%)	*30.4*	*36.7*	*32.7*	*32.1*	*34.2*
LNST cổ đông công ty mẹ	1,714	2,135	3,014	2,958	3,329
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	**2,340**	**3,063**	**4,151**	**3,995**	**4,317**
Tăng trưởng (%)	*0.5*	*30.9*	*35.5*	*(3.8)*	*8.1*
Biên LN (%)	*41.5*	*52.7*	*45.0*	*43.4*	*44.3*
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**2,492**	**4,148**	**5,236**	**5,102**	**5,519**
Tăng trưởng (%)	*(11.9)*	*66.5*	*(18.3)*	*(2.6)*	*8.2*
Biên LN (%)	*44.2*	*71.4*	*56.7*	*55.4*	*56.7*

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền từ HĐKD	**613**	**1,525**	**2,547**	**2,911**	**3,511**
Lợi nhuận ròng	1,714	2,135	3,014	2,958	3,329
Khấu hao	152	3,348	1,085	1,107	1,202
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,116)	(1,163)	(1,216)	(1,064)	(1,220)
Thay đổi vốn lưu động	(1,043)	981	(336)	(90)	200
Thay đổi khác	906	(3,776)	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	**(827)**	**(2,013)**	**(1,637)**	**(977)**	**(463)**
Thay đổi tài sản cố định	(1,391)	(3,911)	(464)	(271)	(2,084)
Thay đổi tài sản đầu tư	(97)	586	(562)	94	(79)
Khác	661	1,312	(611)	(800)	1,700
Tiền từ HĐ tài chính	**(674)**	**1,667**	**(1,177)**	**(1,987)**	**(1,907)**
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(674)	1,667	(712)	(1,367)	(1,287)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	-	(465)	(620)	(620)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**(888)**	**1,179**	**(267)**	**(53)**	**1,141**
Tổng tiền đầu năm	1,540	652	1,831	1,564	1,511
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	652	1,831	1,564	1,511	2,652

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

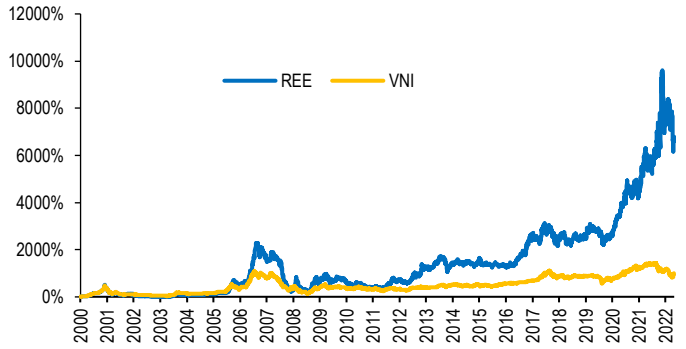
Các chỉ số chính

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (đồng)	5,251	6,003	8,846	8,491	9,661
BPS (đồng)	36,933	42,896	50,242	56,733	64,395
PER (x)	9.3	11.5	8.6	8.6	7.9
PBR (x)	1.6	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	13.5	5.2	6.3	6.3	5.9
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	29.0	0.0	15.0	19.0	18.0
Lãi cổ tức (%)	3.8	0.0	1.3	2.6	2.6
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	44.2	71.4	56.7	55.4	56.7
Biên LN từ HĐKD (%)	33.7	41.1	36.3	35.8	38.1
Biên LNST (%)	30.4	36.7	32.7	32.1	34.2
ROA (%)	8.3	6.7	8.9	8.5	9.2
ROE (%)	14.0	13.1	15.94	13.9	13.9
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	45.9	73.2	59.6	46.6	35.9
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	145.2	222.5	157.0	137.2	81.4
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	57.5	67.6	61.6	59.3	82.5
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	5.6	4.6	5.4	6.0	7.5
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	9.7	9.0	12.4	11.1	11.4
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	4.5	4.4	5.5	4.6	4.9
Số ngày khoản phải thu (ngày)	2.2	1.9	3.0	3.0	3.2

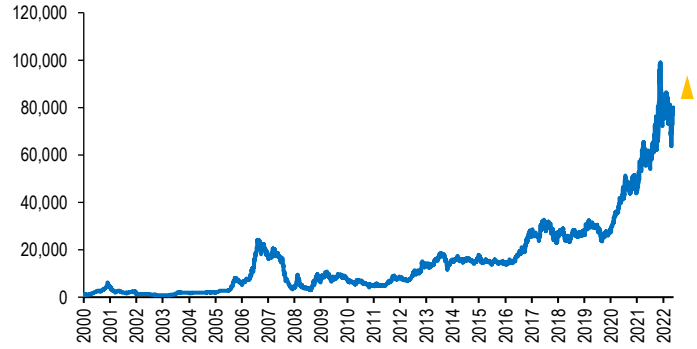
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Cơ Điện Lạnh (REE VN)

Diễn biến giá



Giá mục tiêu (VND)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) Trung bình	Cao/Thấp
20/12/2022 (BC lần đầu)	MUA	88,300	11.6	35.9/13.4

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn 15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhut Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common securities of the following companies mentioned in this report: REE VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000