

MUA [+27.5%]

Ngày cập nhật: 15/10/2018

Giá mục tiêu 44,300 VNĐ

Giá hiện tại (12.10) 34,750 VNĐ

Phạm Văn Tuấn

(+84-28) 5413 5472- tuanpham@phs.vn
Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu) 310.1

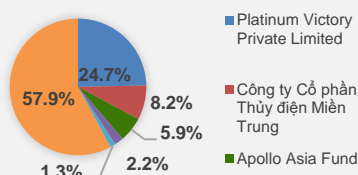
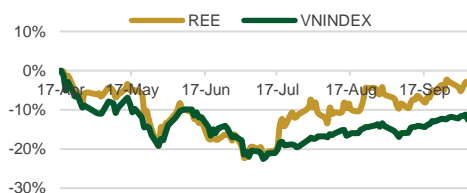
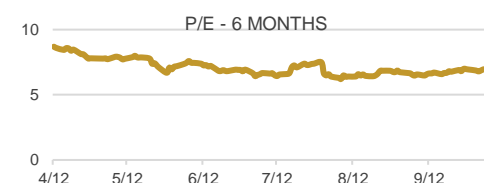
Free-float (triệu) 151.9

Vốn hóa (tỷ đồng) 10,542

KLGD TB 3 tháng 633,113

Sở hữu nước ngoài 49%

Ngày niêm yết đầu tiên 28/07/2000

Cổ đông lớn

Biến động giá cổ phiếu so với Index

Lịch sử định giá


Nguồn: FiinPro

Danh mục đầu tư với các công ty năng lượng dẫn dắt tăng trưởng trong các năm tới

Cập nhật kết quả kinh doanh: Kết thúc 6 tháng đầu năm REE ghi nhận doanh thu đạt 2,274 tỷ đồng, tăng nhẹ 1.25% so với cùng kỳ năm trước, các mảng kinh doanh của REE đều không tăng trưởng hoặc ghi nhận mức tăng trưởng khá khiêm tốn. Ngoài ra biên lợi nhuận gộp cũng sụt giảm từ mức 25.6% của 1H2017 xuống còn 24.2% trong nửa đầu năm nay. Tuy vậy lợi nhuận từ công ty liên doanh/liên kết tăng mạnh cùng chi phí tài chính sụt giảm mạnh từ việc hoàn nhập dự phòng đã giúp cho REE ghi nhận 988 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+41.14% YoY).

Dự phóng kết quả kinh doanh 2018 và 2019: Trong cả năm 2018 và 2019, chúng tôi cho rằng doanh thu của REE sẽ không có sự tăng trưởng đột biến như giai đoạn trước đó với sự chững lại của mảng M&E và cho thuê bất động sản, trong khi mảng điện & nước cùng REETech không tăng trưởng. Do đó chúng tôi dự phóng Doanh thu của REE có thể đạt lần lượt 5,411 tỷ đồng và 5,925 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng trưởng nhẹ lần lượt ở mức 8.3% và 10% trong năm 2018 và 2019.

Tuy vậy với danh mục đầu tư vào nhóm ngành năng lượng, đặc biệt là mảng điện sẽ dẫn dắt chính cho động lực tăng trưởng của REE, do đó chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ các công ty liên doanh/liên kết có thể duy trì mức tăng trưởng 15% và đem về cho REE 826 và 950 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2018 và 2019. Qua đó LNST tiếp tục tăng trưởng và đạt lần lượt 1,609 và 1,717 tỷ đồng, tăng lần lượt 16% và 6.74%

Định giá & khuyến nghị: Sử dụng mức P/E 8.x làm tham chiếu, với EPS dự phóng cho năm 2019 là 5,539VNĐ/CP, mức giá hợp lý đối với REE là 44,300 VNĐ/CP. Khuyến nghị : Mua đối với cổ phiếu REE. Chúng tôi nhận thấy đây là mức định giá tương đối hấp dẫn đối với 1 doanh nghiệp mặc dù không tăng trưởng mạnh nhưng khả năng tạo ra lợi nhuận khá ổn định nhờ vào danh mục đầu tư vào nhóm ngành nghề mang tính phòng thủ

Rủi ro: Ngành bất động sản diễn biến bất thường ảnh hưởng đến kế hoạch hoạt động, mở rộng của REE. Danh mục đầu tư tập trung vào nhóm năng lượng có thể gặp rủi ro liên quan tới chính sách khi cơ chế thị trường của nhóm ngành điện còn nhiều thay đổi trong thời gian tới. Ngoài ra việc dàn trải đầu tư có thể khiến khả năng quản trị của REE gặp khó khăn dẫn tới việc quản lý có thể kém hiệu quả.

Chỉ số tài chính	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,629	2,643	3,659	4,995	5,411	5,952
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1,062	853	1,093	1,377	1,609	1,718
EPS (VNĐ)	3,946.81	3,164	3,526	4,441	5,190	5,539
Tăng trưởng EPS (%)	6.65%	-19.83%	11.44%	25.96%	16.86%	6.74%
Giá trị sổ sách (VNĐ)	21,965	23,494	23,080	25,912	29,499	33,438
P/E					7.66	6.55
P/B					1.31	1.15
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	16%	16%	10%	16%	16%	16%

Mảng Công trình điện (M&E) gặp khó

Chúng tôi nhận thấy mảng Công trình điện (M&E) khó có khả năng tăng trưởng mạnh trong thời gian tới do áp lực cạnh tranh mạnh mẽ tới từ các đối thủ trong và ngoài nước cùng với việc ngành xây dựng có khả năng tăng trưởng chậm do chịu tác động tới từ việc thắt chặt tín dụng bất động sản.

Số lượng hợp đồng ký mới của REE công bố vào cuối Q3/2018 cũng không cho thấy tín hiệu khả quan như các năm trước. Do đó chúng tôi cho rằng mảng M&E khó duy trì tốc độ tăng trưởng trên 30% như 2 năm trước đó vì vậy chúng tôi giả định rằng mảng M&E có thể sẽ tiếp tục tăng trưởng chậm lại và duy trì ở mức 10% trong giai đoạn sắp tới chủ yếu dựa vào tăng giá hợp đồng.

Bất động sản tăng trưởng nhờ nhờ dự án E-Town 5.

Dẫn dắt chính cho tăng trưởng trong năm nay ở mảng cho thuê văn phòng là dự án E-Town Central. Với Etown Central, REE đã cho bắt đầu cho thuê từ Quý 1/2018, chúng tôi kỳ vọng từ 2H2018 phần thuê từ Etown Central sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận với giả định tỷ lệ lấp đầy là 80% trên 35,000 m2 sàn.

Dự án E-town 5 với khoảng 30,000m2 sàn sẽ là động lực chính dẫn dắt cho đà tăng của REE trong năm tới. Chúng tôi kỳ vọng công suất lấp đầy của E-town 5 sẽ đạt 100% trong năm 2019, với giả định giá cho thuê mỗi m2 sàn khoảng 13\$. Qua đó, tăng trưởng mảng bất động sản trong năm 2019 chủ yếu tới từ dự án này.

Như vậy trong năm tới, tổng diện tích mặt sàn cho thuê do REE quản lý đạt mức 135,000m2 sàn. Tuy vậy bài toán gia tăng diện tích sàn lên 200,000m2 của REE đang gặp vấn đề do thị trường bất động sản bất ngờ “nóng” trở lại, đặc biệt là khu vực quận 2 – vị trí mà REE dự kiến tìm kiếm quỹ đất nhằm thực hiện kế hoạch gia tăng diện tích sàn của mình. Do đó trong dài hạn chúng tôi chưa nhận thấy được tiềm năng tăng trưởng do khó khăn trong việc gia tăng quỹ đất.

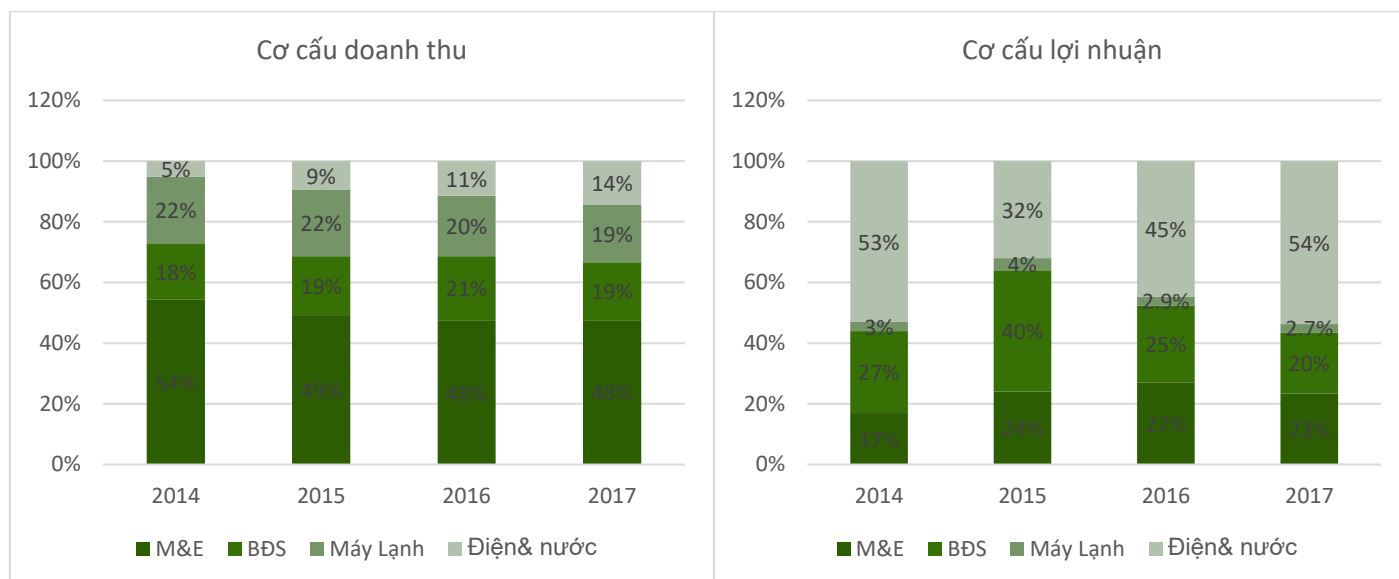
Danh mục đầu tư điện & nước giúp duy trì đà tăng trưởng

Mặc dù đây là mảng chỉ chiếm 10~15% tổng doanh thu nhưng tỷ trọng trong cơ cấu lợi nhuận luôn duy trì ở mức 30~50% trong 4 năm gần nhất. Danh mục đầu tư tập trung chủ yếu vào các công ty điện & nước giúp mảng này chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu lợi nhuận của REE

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ công ty liên doanh/liên kết có thể tăng trưởng 15% trong cả năm 2018 và 2019 nhờ vào sự tích cực của nhóm ngành điện và sự ổn định của nhóm ngành nước. Qua đó, suất sinh lời của REE trên giá trị danh mục có thể đạt lần lượt 12.68% và 13.39% trong năm 2018 và 2019, cải thiện ổn định từ mức 12.3% của năm 2017.

Trong năm 2018 mảng thủy điện tăng trưởng khá tích cực trong nửa đầu năm do sản lượng duy trì ổn định và giá bán cao hơn, trong khi đó mảng nhiệt điện với PPC ghi nhận kết quả tăng trưởng mạnh nhờ vào sản lượng hồi phục, cùng việc không còn chịu tác động tiêu cực của tỷ giá.

Trong năm 2019, chúng tôi kỳ vọng thị trường bán buôn cạnh tranh đi vào vận hành sẽ có tác động tích cực tới các doanh nghiệp điện nhờ vào việc giá bán điện sẽ có sự cải thiện, đồng thời nhu cầu cho điện duy trì tăng trưởng ở mức 10%/năm.



(Nguồn : BCTC REE)

Chi tiết định giá và khuyến nghị

Chúng tôi dự phóng doanh thu của REE tăng trưởng lần lượt 8.3% và 9.3% trong năm 2018 và 2019. Qua đó lợi nhuận sau thuế của REE có thể đạt 1,609 và 1,707 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 16.8% và 6.74% trong 2 năm tới.

Với mức giá 34,750VNĐ/CP, REE hiện đang được giao dịch với mức P/E forward lần lượt là 7.66x và 6.55x. Chúng tôi nhận thấy đây là mức giá khá hấp dẫn đối với 1 doanh nghiệp hoạt động khá ổn định trong thời gian tới với triển vọng cơ cấu tập trung đầu tư vào mảng hoạt động kinh doanh mang tính phòng thủ và ổn định.

Đvt : tỷ đồng	2015	2016	2017	2018E	2019E
doanh thu thuần	2,643	3,659	4,995	5,411	5,952
%YoY	1%	38%	37%	8%	10%
Lợi nhuận gộp	891	1,182	1,429	1,555	1,647
%YoY	11%	33%	21%	9%	6%
Biên LN Gộp	33.7%	32.2%	28.6%	28.7%	27.6%
Biên LN HĐKD	24.7%	23.8%	21.8%	21.9%	20.8%
Lợi nhuận sau thuế	888	1,174	1,523	1,780	1,899
LNST công ty mẹ	853	1,093	1,377	1,609	1,718
%YoY	-20%	28%	26%	17%	7%

Do đặc thù doanh nghiệp có xu hướng tập trung dịch chuyển đầu tư vào mảng điện nước, do đó chúng tôi chọn mức P/E của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này làm mốc tham chiếu đối với REE. Hiện tại các doanh nghiệp điện, nước được giao dịch với mức P/E trung bình từ 8-10x, chúng tôi thận trọng chọn mốc P/E 8x làm tham chiếu cho REE. Do đó với EPS 2019 dự phóng là 5,539VNĐ/Cp, mức giá hợp lý đối với REE là 44,317 VNĐ/CP, khuyến nghị: tăng tỷ trọng đối với REE.

Rủi ro

Ngành công trình điện M&E đang có tín hiệu tăng trưởng chậm lại dưới áp lực cạnh tranh khá gay gắt từ các đối thủ cùng ngành và sự khan hiếm tới từ dự án mới do rủi ro tới từ ngành bất động sản nói chung

Danh mục đầu tư vào ngành điện nước mặc dù mang tính phòng thủ tương đối tốt. Tuy nhiên nhìn chung ngành điện vẫn gặp nhiều rủi ro về các chính sách trong thời gian tới liên quan tới vấn đề mua bán điện có thể sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận của REE.

Rủi ro quản trị với một danh mục khá dàn trải có thể sẽ khiến cho hiệu quả của REE giảm sút. Do đó vấn đề về quản trị tại các công ty liên doanh/liên kết cũng là một rủi ro cần cân nhắc

Sơ lược công ty

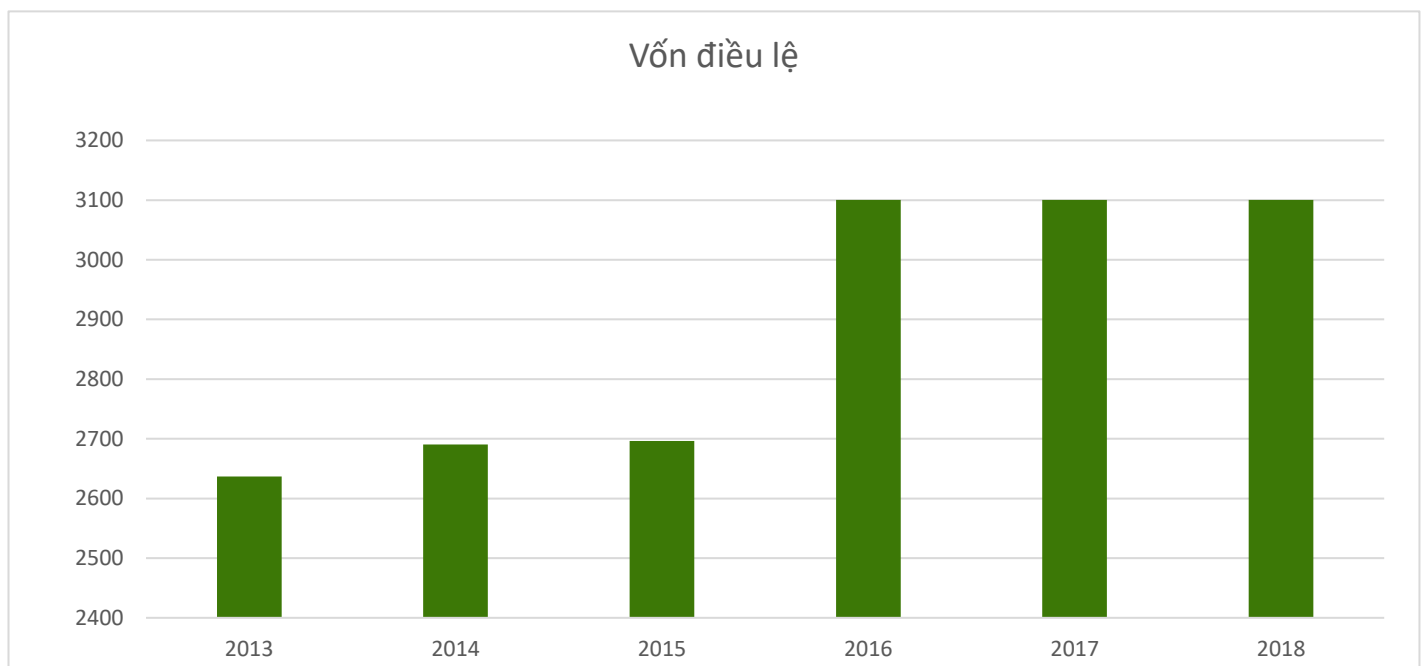
Được thành lập từ năm 1977, Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE) hiện là một công ty niêm yết hoạt động đa ngành trong các lĩnh vực chính như dịch vụ cơ điện công trình (M&E); sản xuất, lắp ráp và kinh doanh hệ thống điều hòa không khí thương hiệu Reetech; phát triển, quản lý bất động sản; và cơ sở hạ tầng điện & nước.

Nhóm công ty REE bao gồm:

- Công ty REE M&E là nhà thầu cơ điện công trình hàng đầu tại Việt Nam;
- Công ty Điện Máy REE chuyên kinh doanh hệ thống điều hòa không khí mang thương hiệu Reetech
- Công ty REE Property là nhà quản lý các cao ốc văn phòng cho thuê phát triển bởi REE
- Công ty REE Land, VIID và SaigonRes hoạt động trong lĩnh vực phát triển các dự án bất động sản
- Cơ sở hạ tầng điện và nước với các khoản đầu tư vào các nhà máy điện và nhà máy cung cấp nước sạch.



Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: REE và PHS dự phóng

Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
Doanh thu thuần	2,629	2,643	3,659	4,995	5,411	5,952
Giá vốn hàng bán	1,827	1,752	2,478	3,566	3,857	4,305
Lợi nhuận gộp	803	891	1,182	1,429	1,555	1,647
Chi phí bán hàng	45	54	89	95	97	107
Chi phí QLDN	131	182	220	242	271	298
Lợi nhuận từ HĐKD	626	655	872	1093	1187	1242
Lợi nhuận tài chính	460	428	176	175	244	208
Chi phí lãi vay	37.4	74.0	60.2	104.6	113.6	87.5
Lợi nhuận trước thuế	1262	1046	1376	1721	2094	2235
Lợi nhuận sau thuế	1,099	888	1,174	1,523	1,780	1,899
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,062	853	1,093	1,377	1,609	1,718
Cân đối kế toán	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
Tài Sản Ngắn Hạn	2,742	3,559	4,003	5,555	5,941	6,664
Tiền và tương đương tiền	1,037	1,420	960	2,397	1,840	2,083
Đầu tư tài chính ngắn hạn	250	381	749	517	812	893
Phải thu ngắn hạn	1,030	1,369	1,148	1,131	1,850	2,035
Hàng tồn kho	598	547	1,230	1,556	1,376	1,585
Tài sản ngắn hạn khác	14	30	17	51	62	69
Tài Sản Dài Hạn	5,400	5,784	7,080	8,643	9,104	9,681
Phải thu dài hạn	69	34	37	36	76	66
Tài sản cố định	529	484	529	492	470	1,381
Bất động sản đầu tư	1,013	1,013	1,156	1,140	1,140	1,140
Chi phí xây dựng dở dang	34	316	571	1,128	1,132	169
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	5,377	6,274	6,764	-
Tài sản dài hạn khác	80	49	66	57	87	95
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	8,142	9,344	11,083	14,198	15,045	16,345
Nợ phải trả	2,065	2,926	3,675	5,601	5,069	4,966
Nợ ngắn hạn	1,530	2,226	2,618	2,927	4,819	4,614
Nợ dài hạn	535	700	1,058	2,674	250	352
Vốn chủ sở hữu	5,910	6,334	7,156	8,034	9,146	10,368
Vốn điều lệ	2,691	2,696	3,101	3,101	3,101	3,101
Lợi ích cổ đông thiểu số	428	349	565	659	829	1,011
Tổng nguồn vốn	8,403	9,609	11,397	14,295	15,045	16,345

Lưu chuyển tiền tệ	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	692	774	680	992	1,625	2,324
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(66)	(173)	(1,204)	(481)	(892)	(792)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(124)	(220)	65	926	(1,290)	(1,289)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	502	381	(458)	1,436	(557)	243
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	535	1,036	1,419	960	2,397	1,840
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1,036	1,419	960	2,397	1,840	2,083
Chỉ số tài chính (%)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
Tăng trưởng						
Doanh thu	8.9%	0.5%	38.4%	36.5%	8.3%	10.0%
Lợi nhuận sau thuế	8.8%	-19.7%	28.2%	26.0%	16.9%	6.7%
Tổng tài sản	22%	15%	19%	28%	36%	9%
Tổng vốn chủ sở hữu	14%	7%	13%	12%	14%	13%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	30.5%	33.7%	32.3%	28.6%	28.7%	27.7%
Tỷ suất EBIT	23.8%	24.8%	23.8%	21.9%	21.9%	20.9%
Tỷ suất EBITDA	75.3%	47.5%	44.7%	37.1%	35.5%	34.5%
Tỷ suất lãi ròng	40.4%	32.3%	29.9%	27.6%	29.7%	28.9%
ROA	14.3%	9.8%	10.7%	10.9%	11.0%	11.4%
ROE	19.1%	13.9%	16.2%	18.1%	18.7%	18.8%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	2.6	2.2	2.9	4.4	3.6	2.8
Vòng quay hàng tồn kho	3.2	3.1	2.8	2.6	2.6	2.6
Vòng quay khoản phải trả	10.3	8.1	10.0	9.1	8.6	9.9
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.79	1.60	1.53	1.90	1.23	1.44
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.43	1.37	1.07	1.38	0.95	1.10
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.26	0.25	0.31	0.33	0.39	0.34
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.34	0.35	0.46	0.51	0.70	0.55
Vay ngắn hạn/VCSH	0.05	0.05	0.07	0.08	0.08	0.24
Vay dài hạn/VCSH	0.05	0.07	0.09	0.13	0.29	0.00

Nguồn: PHS

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801