

Ngành Xây dựng

Báo cáo phân tích

25 tháng 9, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **37.070**

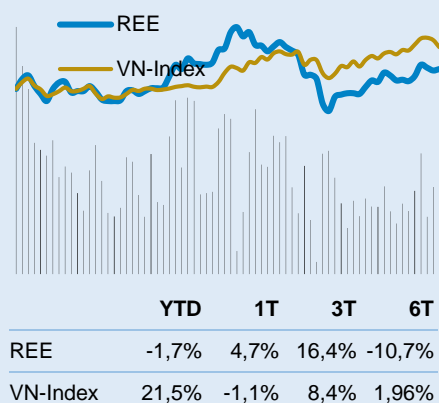
Giá thị trường (25/9/2014) 30.000

Lợi nhuận kỳ vọng 23,6%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.000-34.900
Vốn hóa	7.730 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	265.648.792 CP
KLGD bình quân 10 ngày	1.202.107 CP
% sở hữu nước ngoài	48,4%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.600 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,5%
Beta	1,25

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 608

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh

Mã giao dịch: REE

Reuters: REE.HM

Bloomberg: REE VN

Phù hợp với chiến lược đầu tư giá trị

Kết quả kinh doanh Q3/2014 dự báo khả quan. Theo ước tính của BVSC, REE có thể đạt 237 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong quý 3/2014, tăng trưởng 18% so với cùng kỳ 2013:

- ❑ **Lợi nhuận từ bán cổ phần PPC.** REE đã đăng ký bán 3.180.000 cổ phần PPC trong thời gian từ 24/9/2014 đến 22/10/2014. Nếu sử dụng giá thị trường hiện tại của PPC, giao dịch này có thể đem lại cho REE khoản lãi 50,5 tỷ đồng. Chúng tôi giả định REE sẽ giao dịch thành công 50% lượng cổ phiếu nói trên trong Q3/2014, tương đương lãi 25 tỷ đồng. Phần còn lại sẽ hạch toán trong quý 4/2014.
- ❑ **Lợi nhuận của PPC trong quý 3/2014 dự báo khả quan** nhờ khoản lãi tỷ giá khoảng 390 tỷ đồng nếu tính theo tỷ giá JPY/VNĐ tại ngày 23/9/2014 ở mức 194,28. Tính chung cả hoạt động sản xuất kinh doanh điện và khoản lãi tỷ giá, lợi nhuận sau thuế quý 3/2014 của PPC dự báo đạt khoảng 425 tỷ đồng. Theo đó, REE có thể được hạch toán khoảng 91 tỷ đồng lợi nhuận từ PPC. Tuy nhiên, PPC đã chi trả 7% cổ tức tiền mặt vào cuối tháng 7/2014, do đó, phần lợi nhuận từ công ty liên kết PPC của REE còn lại khoảng 41 tỷ đồng trong quý 3/2014.
- ❑ **Cộng hưởng thêm kết quả kinh doanh hợp nhất từ TBC.** Trong quý 2/2014, REE vẫn chưa hợp nhất kết quả kinh doanh của TBC do thời điểm nâng tỷ lệ sở hữu diễn ra vào cuối quý. Trong quý 3/2014, chúng tôi cho rằng REE chắc chắn sẽ hợp nhất kết quả kinh doanh của TBC với mức lợi nhuận sau thuế chúng tôi dự báo khoảng 48 tỷ đồng.

Lợi nhuận cả năm 2014 dự báo sẽ giảm so với 2013 do giảm lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết. Năm 2014, tổng doanh thu từ các hoạt động kinh doanh chính của REE dự báo đạt 2.645 tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 9,6% yoy chủ yếu do hoạt động M&E có thể đạt kết quả khả quan hơn khi ghi nhận doanh thu từ dự án Nhà ga T2 - sân bay Nội Bài. Tuy nhiên, lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết giảm mạnh do khoản lãi tỷ giá của PPC 2014 ước tính sẽ không được nhiều như năm 2013. Lũy kế cả năm 2014, BVSC dự báo REE sẽ 2.817 tỷ đồng doanh thu (+16,7% yoy) và 814 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-16,7% yoy).

Khuyến nghị.

Xét về ngắn hạn và trung hạn, kết quả kinh doanh của REE dự báo sẽ không có nhiều đột biến với nguồn thu ổn định từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi, cổ tức đều đặn và tỷ lệ lợi nhuận tại các công ty liên doanh liên kết. LNST dự báo tăng trưởng bình quân khoảng 6%/năm cho giai đoạn 2014-2018.

Tuy nhiên, về dài hạn, cùng với quá trình đô thị hóa và nhu cầu gia tăng về cơ sở hạ tầng cả ở thành thị lẫn nông thôn tại Việt Nam, cũng như đà tăng giá nước sinh hoạt trong các năm tới, ngành nước sẽ đem lại tiềm năng tăng trưởng tốt cho REE. Bên cạnh đó, REE sẽ được hưởng lợi rất nhiều khi giá điện và giá nước được vận hành theo cơ chế thị trường trong tương lai.

Hiện tại, REE đang được giao dịch tại mức giá 30.000 đồng/cổ phần, tương đương với P/E 9,48 lần. Mức giá này thấp hơn 23,6% so với mức giá mục tiêu của REE là **37.070 đồng/cổ phần**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu REE cho mục đích đầu tư dài hạn.

Một số chỉ tiêu tài chính dự báo của REE

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu (triệu đồng)	1.807.852	1.810.439	2.395.620	2.413.407	2.816.782
EBITDA (triệu đồng)	377.425	424.287	457.753	440.738	1.587.096
EBIT (triệu đồng)	334.743	384.859	398.157	387.325	581.172
LNST (triệu đồng)	362.313	513.636	656.821	975.819	813.551
EPS (đồng/cổ phần)	1.945	2.100	2.685	3.701	3.060
P/E (x)	14,91	13,81	10,80	7,84	9,48
P/B (x)	1,86	1,83	1,68	1,47	1,32
ROA (%)	8,7%	10,0%	11,1%	14,4%	10,7%
ROE (%)	13,5%	15,2%	16,3%	20,7%	14,8%

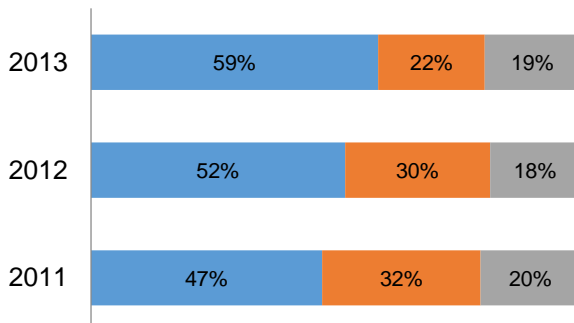
Sơ lược về CTCP Cơ Điện Lạnh

Sơ lược về Công ty. Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh, tiền thân là Xí nghiệp Quốc doanh Cơ Điện Lạnh thuộc sở hữu nhà nước, được thành lập năm 1977 và cổ phần hóa năm 1993. Ngày 28/7/2000, REE niêm yết trên sàn giao dịch HSX với mức vốn điều lệ 150 tỷ đồng. Trải qua nhiều lần tăng vốn, tính đến 31/12/2013, vốn điều lệ của REE đạt 2.637 tỷ đồng, trong đó sở hữu nhà nước là 1,3% và sở hữu nước ngoài đạt 48,8%. Tổng tài sản đạt 6.954 tỷ đồng.

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính. Hiện nay, REE đang được tổ chức theo mô hình công ty “holding” hoạt động trong các lĩnh vực chính như cơ điện công trình (M&E); sản xuất, lắp ráp và kinh doanh hệ thống điều hòa không khí; phát triển, quản lý bất động sản; và đầu tư chiến lược ngành cơ sở hạ tầng. Tổng doanh thu và LNST năm 2013 của REE đạt 2.413 và 976 tỷ đồng. Hoạt động M&E đóng góp nhiều nhất vào doanh thu, trong khi hoạt động đầu tư và bất động sản là hai mảng đem lại nguồn lợi nhuận lớn nhất cho REE.

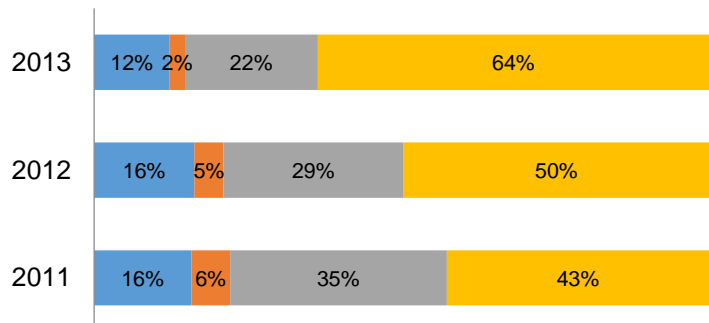
Cơ cấu doanh thu REE

■ M&E ■ Reetech ■ Bất động sản



Cơ cấu LNST REE

■ M&E ■ Reetech ■ Bất động sản ■ Đầu tư



Chiến lược đầu tư tập trung vào những ngành nghề ổn định

Hoạt động đầu tư là lĩnh vực đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận của REE trong 3 năm vừa qua. Tính đến 31/12/2013, REE có 3.859 tỷ đồng đầu tư chiến lược vào các doanh nghiệp trong lĩnh vực điện, nước, than và bất động sản. Trong đó, lĩnh vực điện chiếm 69% và nước chiếm 14% tổng danh mục đầu tư.

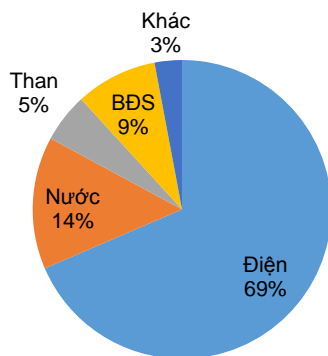
Trong hai năm gần đây, REE có sự chuyển hướng rõ rệt trong chiến lược đầu tư, tập trung đầu tư vào các ngành có tính chất an toàn và có liên quan đến lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của mình như điện, nước, than và thoái vốn khỏi các khoản đầu tư trong ngành ngân hàng. Tỷ trọng các khoản đầu tư vào ngân hàng đã giảm từ khoảng 27% năm 2011 xuống còn 0% năm 2013. Trong khi đó, các khoản đầu tư vào ngành điện và nước

đã tăng từ 26% lên 83%.

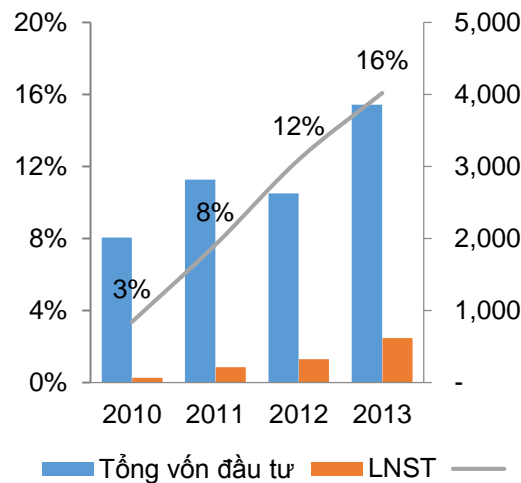
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động đầu tư đã được cải thiện đáng kể trong 3 năm vừa qua, từ mức 3% năm 2010 lên 16% năm 2013. Đây là tỷ suất lợi nhuận tương đối cao nếu so sánh với VN-Index hay lãi suất tiết kiệm. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng tỷ suất lợi nhuận cao trong năm 2013 chủ yếu nhờ vào khoản lãi của PPC.

Trong tương lai, REE có kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu lên trên 50% tại những công ty liên kết có kết quả kinh doanh và tiềm năng tăng trưởng tốt, và đưa ngành điện, nước trở thành những lĩnh vực kinh doanh chính của mình.

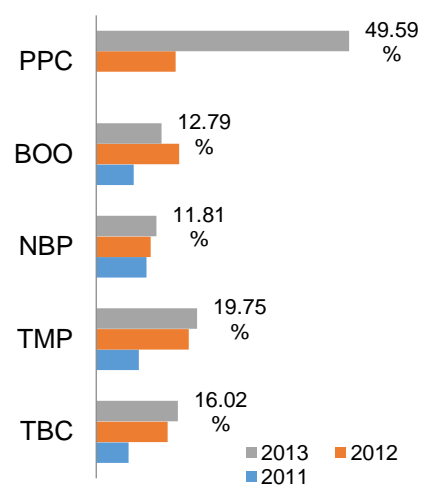
Cơ cấu danh mục đầu tư theo ngành của REE, 2013



Tỷ suất lợi nhuận hoạt động đầu tư

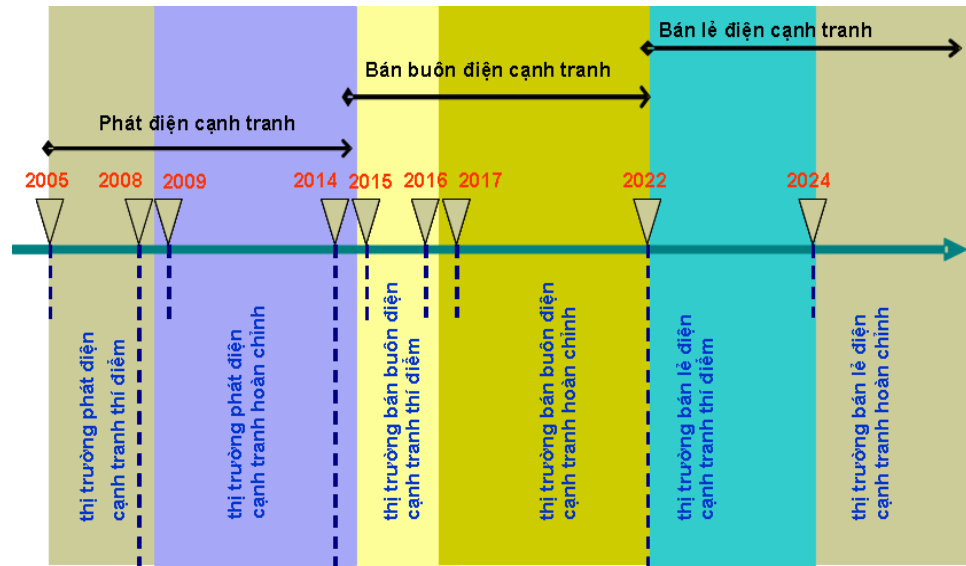


ROI một số khoản đầu tư



Khoảng 2.600 tỷ đồng (tương đương với 38% tổng tài sản) đầu tư vào ngành điện

Các khoản đầu tư vào ngành điện của REE gồm có TBC, TMP, IDICOSHIP, PPC, Nhiệt điện Ninh Bình và Nhiệt điện Quảng Ninh với kỳ vọng về việc thả nổi thị trường điện trong tương lai sẽ giúp những doanh nghiệp ngành điện có được lợi nhuận cao khi giá bán được thả nổi theo giá thị trường. Tuy nhiên, cho đến nay, việc phát triển thị trường điện cạnh tranh đã bị chậm trễ khá nhiều so với lộ trình phát triển các cấp độ của thị trường điện lực Việt Nam. Do đó, chúng tôi cho rằng những khoản đầu tư này có thể sẽ chưa thu được hiệu quả kỳ vọng theo như khung thời gian dự kiến ban đầu của REE. Tuy nhiên, REE vẫn được hưởng lợi từ nguồn cổ tức ổn định và đều đặn.



Các khoản đầu tư vào ngành nước có tiềm năng tốt

REE có khoảng 540 tỷ đồng đầu tư vào các công ty trong ngành cung cấp nước. Các khoản đầu tư vào ngành nước của REE gồm có BOO Thủ Đức, CTCP Cấp nước Thủ Đức, Công ty CP Đầu tư và kinh doanh nước sạch Sài Gòn với tỷ lệ sở hữu trên 20%. Ngoài ra, REE còn tham gia đầu tư vào dự án Nhà máy nước Tân Hiệp 2, đầu tư vào Nước Nhà Bè, Nước Gia Định... Trong năm 2013, REE còn thành lập công ty CP nước sạch Việt Nam (vốn điều lệ 650 tỷ đồng, REE sở hữu 99,97%), nhà máy nước này sẽ phát nước vào tháng 4/2014. REE cũng có kế hoạch tăng tỷ lệ sở hữu tại các công ty phân phối nước như Thủ Đức... Theo đánh giá của chúng tôi, các khoản đầu tư vào ngành nước sẽ đem lại lợi nhuận tốt trong trung và dài hạn cho REE do:

- ✓ **Nhu cầu nước sạch lớn.** Với năng lực cấp nước hiện tại, Việt Nam mới chỉ cung cấp nước sạch từ hệ thống cấp nước tập trung tới khoảng 1/3 dân số. 2/3 số người dân còn lại vẫn đang ở tình trạng khát nước sạch. Trong tương lai, với tốc độ gia tăng dân số và xu hướng đô thị hóa cao, dự báo nhu cầu nước sạch của Việt Nam còn tăng cao hơn nữa.
- ✓ **Giá nước sạch tăng mạnh trong thời gian tới.** Theo khảo sát của chúng tôi, tại một số thành phố lớn, giá nước sinh hoạt trong 3 năm tới sẽ được điều chỉnh tăng trung bình 10%-20% hàng năm. Xu hướng tăng giá nước sạch dự báo sẽ vẫn tiếp tục trong dài hạn nhằm cân đối cung cầu và thu hút đầu tư vào ngành này.
- ✓ **Hoạt động ổn định, khả năng sinh lời của các doanh nghiệp nước sạch khá tốt.** So với nhiều ngành khác, ROE của ngành cấp nước ở mức khá cao, khoảng 13%, đáng chú ý là dù mức sinh lợi khá tốt nhưng tỉ lệ vay nợ của các công ty trong ngành thấp hơn nhiều so với các ngành khác, năng lực thanh toán ở mức an toàn.
- ✓ **Đón đầu chính sách.** Hiện nhu cầu xã hội hóa trong ngành cấp nước đang đặt ra cấp thiết khi mà vốn nhà nước đầu tư cho ngành không thể đáp ứng được nhu cầu. Các chính sách về hợp tác đầu tư công-tư PPP, trợ giá nước, ưu đãi thuế được dự báo sẽ áp dụng rộng rãi trong ngành cấp nước nhằm thu hút hơn nữa các nguồn vốn đầu tư.

Như vậy, cùng với quá trình đô thị hóa và nhu cầu gia tăng về cơ sở hạ tầng cả ở thành thị lẫn nông thôn tại Việt Nam, cũng như đà tăng giá nước bán lẻ trong vài năm tới, cấp nước là ngành có tiềm năng tăng trưởng cao và ổn định trong thời gian 3-10 năm tới và sẽ đem lại tiềm năng tăng trưởng tốt cho REE về dài hạn.

Tỷ trọng đầu tư bất động sản khoảng 9%

REE hiện đang nắm 46,4% cổ phần tại CTCP Đầu tư Hạ tầng và Bất động sản Việt Nam (VIID) và 28,9% tại CTCP Địa ốc Sài Gòn. VIID hiện có 5 công trình đang thực hiện, trong đó Platinum Residences dự kiến sẽ bàn giao trong tháng 8/2014 và sẽ đem lại lợi nhuận cho REE kể từ quý 4/2014.

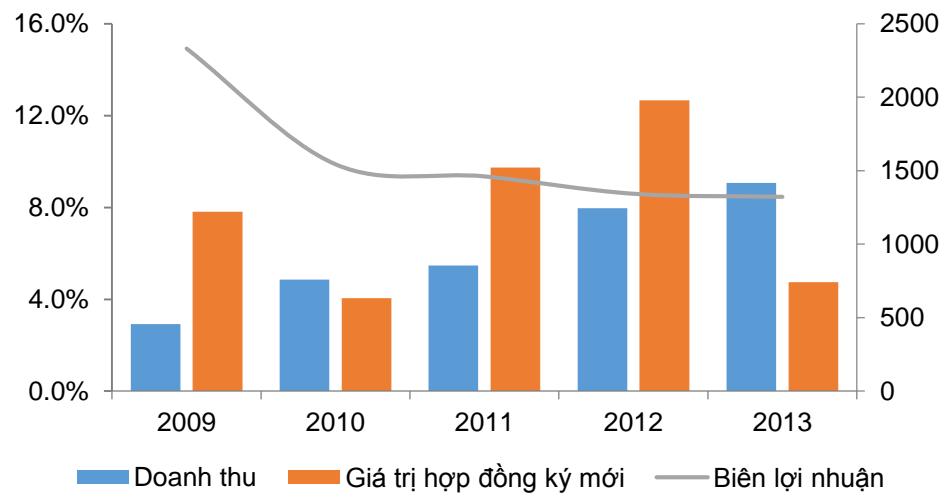
Các dự án của VIID				
STT	Dự án	Địa điểm	Tiến độ	Mô tả dự án
1	Platinum Residences	6 Nguyễn Công Hoan, Ngọc Khánh, Hà Nội	Bàn giao 8/2014	190 căn hộ
2	Platinum Complex	3 Lương Yên	N/a	Văn phòng, TTTM và 70 căn hộ
3	STD Tower	Quang Trung, Hoàn Kiếm, Hà Nội	Đang xây dựng	Văn phòng hạng A
4	Platinum Plaza	Dịch Vọng, Cầu Giấy, Hà Nội	Dự kiến khởi công cuối 2014	420 căn hộ và 5 tầng TTTM
5	Cầu Vàm Thuật	Nối Q.Bình Thạnh với Q.12	N/a	

Đứng đầu về lĩnh vực cơ điện công trình tại Việt Nam

Đứng đầu về lĩnh vực cơ điện công trình tại Việt Nam. REE hiện là nhà thầu mạnh nhất về công trình M&E tại Việt Nam. Thị trường chính của REE là các công trình lớn, có quy mô quốc tế, do đó, đối thủ cạnh tranh chính của công ty là những nhà thầu phụ bản địa đi theo các nhà đầu tư nước ngoài để tham gia đấu thầu triển khai dự án như Kumho, Kinden. Các đối thủ cạnh tranh trong nước của REE hiện có Searefico, Kurihara, SGE, THE là những công ty chủ yếu tham gia vào các công trình xây dựng có quy mô vừa và nhỏ. Do đó, với quy mô và bề dày trên 30 năm kinh nghiệm, REE có lợi thế rất lớn khi tham gia đấu thầu các dự án lớn.

Hoạt động M&E mang lại nguồn thu nhập ổn định và đều đặn cho REE trong những năm vừa qua, với mức tăng trưởng doanh thu và LNST bình quân 2009-2013 đạt lần lượt 33% và 15%. Biên lợi nhuận thuần có giảm nhẹ trong 3 năm vừa qua, hiện ở xung quanh mức 9%. Theo REE, biên lợi nhuận trong năm 2013 thấp là do REE có chính sách thận trọng trong ghi nhận doanh thu. Thông thường, trong giai đoạn đầu của các công trình, REE ghi nhận nhiều chi phí hơn doanh thu do tính đến việc lợi ích kinh tế có thể chưa thuộc về công ty. Trong 2012-2013, REE đã book trước khá nhiều chi phí cho dự án Nhà ga T2 – Sân bay Nội Bài, dẫn đến biên lợi nhuận giảm.

Hoạt động M&E của REE, 2009-2013



Tổng giá trị hợp đồng chưa thực hiện tính đến cuối tháng 6/2014 đạt khoảng 3.300 tỷ đồng. Hiện tại, REE có khoảng 9 dự án lớn dự kiến hoàn thành trong năm 2014. Tính đến hết quý 2/2014, tổng gói thầu REE ký kết đạt 2.400 tỷ đồng, cộng thêm các khoản từ năm 2013 chuyển sang thì tổng giá trị hợp đồng chưa thực hiện đạt trên 3.300.

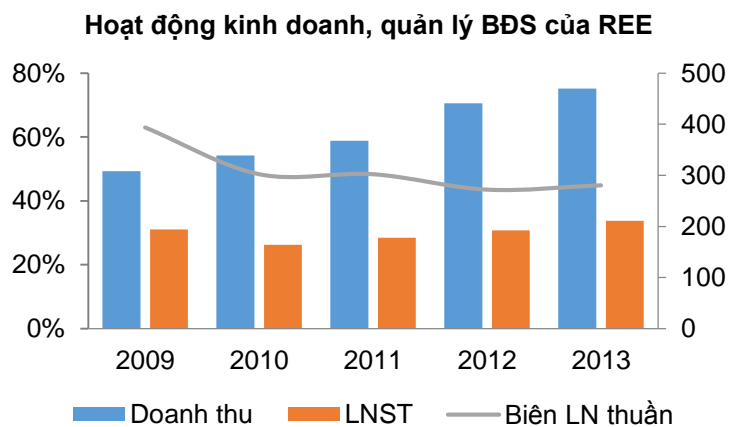
Kế hoạch khai thác thị trường Myanmar. Trong năm 2014, REE dự định bắt đầu một vài dự án tại Myanmar như dự án Yangon của Hoàng Anh Gia Lai và sẽ thâm nhập tiếp vào các dự án khác mà chủ dự án không phải là người Việt Nam ở Myanmar. Thị trường Myanmar là một thị trường tiềm năng trong mảng xây dựng, nhưng Myanmar không có đội ngũ xây dựng tại chỗ, hiện nay có một số lượng từ Việt Nam và Singapore qua. Đồng thời, tại Myanmar gần như không có lực lượng M&E. Do đó, REE có thể khai thác mảng cơ điện công trình tại Myanmar, mang lao động qua Myanmar và một phần thuê người bản địa.

STT	Công trình đang thực hiện	Thời gian	Diện tích (m ²)	Giá trị (tỷ VND)	Địa điểm
1	Bệnh viện đa khoa quốc tế Miền Đông	8/2011 – 9/2013	188.355		Miền Nam
2	Tòa nhà Quốc Hội Ba Đình	6/2012 – 7/2014	63.240		Miền Bắc
3	Nhà ga Nội Bài – T2	8/2012 – 12/2014	140.000	900	Miền Bắc
4	Crowne Plaza	4/2012 – 4/2014	72.331		Miền Trung
5	VCB Tower – Bến Thành	2/2012 – 7/2014	75.328	319	Miền Nam
6	Vietinbank HCM	7/2012 – 5/2014	26.912		Miền Nam
7	Vietinbank Hà Nội	2/2014 – 6/2016	300.000	1.789	Miền Bắc
8	Cao ốc VP Việt Thuận Thành	8/2010 – 7/2014	27.000		Miền Nam
9	Cao ốc MC	7/2008 – 7/2014	127.162	710	Miền Nam
10	TTTM, VP, Nhà, Chợ Trung Hòa	8/2011 – 7/2014	60.804		Miền Bắc
11	Siêu thị vải	12/2008 – 5/2015	78.545		Miền Nam
12	Sora Garden – Bình Dương	8/2013 – 9/2014	64.200		Miền Nam
13	Saigon Center giai đoạn 2,3	4/2014 – 3/2016	110.000	300	Miền Nam

14	Trụ sở cục Tần số vô tuyến điện	4/2014 – 1/2016	45.000	Miền Bắc
15	The Waterfront Saigon	5/2014 – 12/2015	39.000	Miền Nam
16	Nhà máy ACE Sanofi	7/2014 – 12/2014	72.000	Miền Nam
17	Khách sạn Khatoco Liberty	9/2014 – 4/2015		Miền Nam

Trên 100.000m² diện tích sàn văn phòng cho thuê đem lại lợi nhuận cao và ổn định

Trên 100.000m² diện tích sàn văn phòng cho thuê đem lại lợi nhuận cao và ổn định cho REE. Trong những năm 1990, REE đã mua được khá nhiều khu đất giá rẻ tại Hồ Chí Minh và sử dụng toàn bộ để xây dựng các tòa nhà văn phòng cho thuê hạng B. Hiện tại REE có 10 tòa nhà văn phòng cho thuê với tổng diện tích đạt trên 100.000m², tỷ lệ lấp đầy trên 95% và giá cho thuê trung bình năm 2013 khoảng 16-17USD/m² đem lại cho REE 470 tỷ đồng doanh thu và 211 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm, biên lợi nhuận thuần đạt 45%.



Tổng diện tích cho thuê có thể tăng thêm 30% vào năm 2017. Sau khi sử dụng hết nguồn quỹ đất, REE sẽ liên kết với các công ty khác có quỹ đất dồi dào để tiếp tục phát triển các dự án bất động sản. Năm 2014, REE triển khai một dự án mới nằm trên diện tích 5.000m² ở 11 Đoàn Văn Bơ, Quận 4 để xây dựng tòa nhà văn phòng hạng B. Đối tác của REE góp quyền sử dụng đất cho dự án này, REE sở hữu khoảng 75% dự án và dự định tăng lên 100% khi dự án đi vào hoạt động. Hiện tại, khu đất đã được giải phóng mặt bằng và dự định sẽ khởi công vào cuối năm. Dự án tòa nhà văn phòng này dự kiến có thể đi vào hoạt động từ năm 2017.

Như vậy, trong 2 năm tới, tiềm năng tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận trong mảng kinh doanh bất động sản của REE không cao. Tuy nhiên, REE có thể duy trì ổn định mức doanh thu và lợi nhuận của năm 2013 hoặc có sự tăng trưởng nhẹ khi giá văn phòng cho thuê được cải thiện nếu thị trường bất động sản hồi phục.

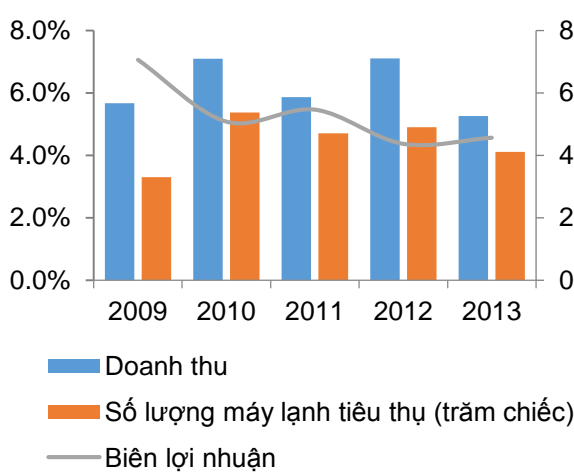
Danh sách các tòa nhà văn phòng của REE			
STT	Tên	Địa điểm	Diện tích (m2)
1	Etown	363 Cộng Hòa	29.480
2	Etown 2	363 Cộng Hòa	26.633
3	Etown 3	363 Cộng Hòa	12.097
4	Etown 4	363 Cộng Hòa	12.000
5	Etown EW	363 Cộng Hòa	4.300
6	Reecorp Building	366 Nguyễn Trãi	3.120
7	Ree Tower	Đoàn Văn Bơ	17.823
8	Ree Office	61 Bà Hom	1.912
9	IDC Building	163 Hai Bà Trưng	2.004
10	Maison Pasteur	180 Pasteur	1.353
Tổng cộng			110.722

Hoạt động sản xuất kinh doanh máy điều hòa đang gặp khó khăn

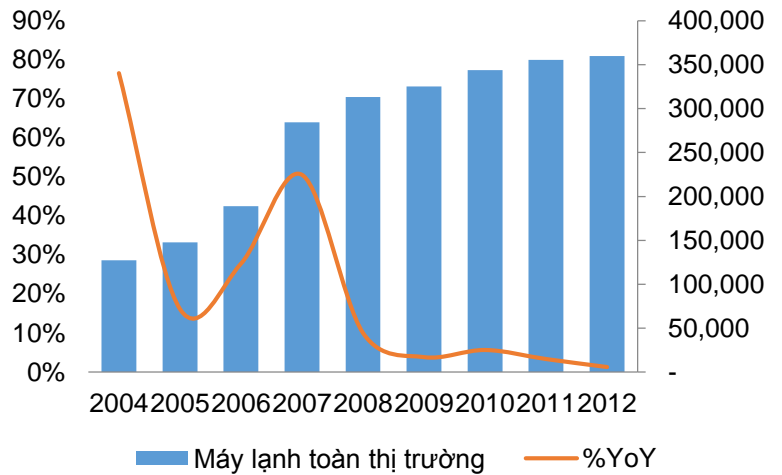
Kể từ 2009 đến nay, thị trường máy điều hòa nhiệt độ đang có xu hướng chững lại, với mức tăng trưởng sản lượng dưới 10% trong 5 năm trở lại đây. Trong khi đó, mức độ cạnh tranh trong ngành tương đối quyết liệt với các sản phẩm nhập khẩu của các nhãn hiệu nổi tiếng như Panasonic, General, Toshiba, Electrolux, LG... Xét riêng phân khúc bình dân, mức độ cạnh tranh cũng tương đối cao khi các hãng Electrolux, Samsung, LG, Gree, Sharp, Sanyo, Daikin đều có các dòng sản phẩm ở mức 5 đến 7 triệu đồng. Chúng tôi cho rằng Reetech sẽ rất khó cạnh tranh được với những mặt hàng nhập khẩu của các nhãn hiệu nổi tiếng. Trên thực tế, sản lượng tiêu thụ với sản phẩm máy lạnh Reetech của REE cũng liên tục sụt giảm trong 3 năm gần đây, bình quân -8%/năm. Doanh thu và LNST giảm bình quân -9,5% và -12,6%/năm. Biên lợi nhuận thuần hoạt động này giảm còn 4,6% năm 2013.

Chúng tôi cho rằng tiềm năng mảng hoạt động này trong trung hạn không mấy khả quan. Trong đó, doanh thu và lợi nhuận từ sản phẩm Reetech có thể sẽ tiếp tục sụt giảm trong những năm tới. Tuy nhiên, dòng sản phẩm máy điều hòa không khí thương hiệu General mà REE dự định nhập khẩu và phân phối dự kiến có đóng góp vào lợi nhuận của REE kể từ 2014, có thể sẽ giúp cải thiện kết quả của mảng hoạt động này.

Hoạt động kinh doanh máy điều hòa Reetech, 2009-2013



Sản lượng máy lạnh giai đoạn 2004-2012

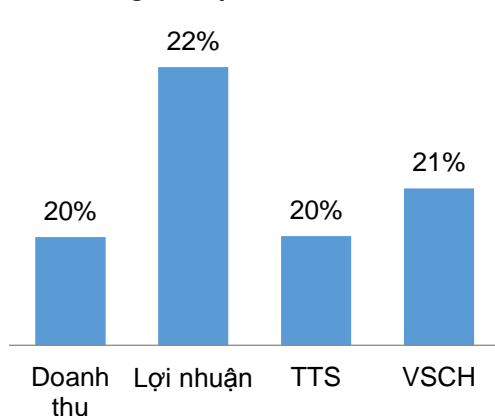


Hiệu quả kinh doanh

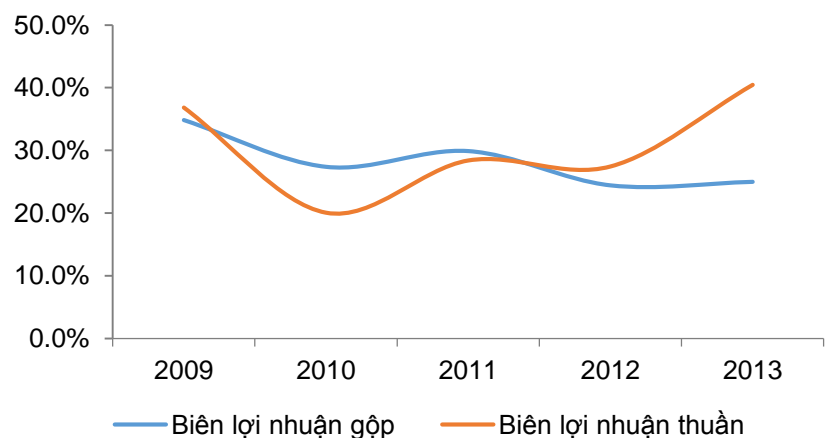
Tốc độ tăng trưởng tốt. REE duy trì tốc độ tăng trưởng tốt trong giai đoạn 5 năm vừa qua, với tốc độ tăng trưởng bình quân của doanh thu, LNST, TTS và VCSH đều đạt trên 20%.

Biên lợi nhuận gộp có xu hướng giảm. Do lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết đóng góp khoảng 50-60% vào lợi nhuận của REE nên biên lợi nhuận thuần của REE biến động mạnh qua các năm. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp có xu hướng giảm trong 5 năm gần đây do biên lợi nhuận các mảng hoạt động cốt lõi như M&E và Reetech đều sụt giảm trong những năm gần đây.

Tốc độ tăng trưởng bình quân giai đoạn 2009-2013



Biên lợi nhuận của REE, 2009-2013



Tỷ lệ vay nợ an toàn. Trong những năm qua, tỷ lệ nợ vay của REE được kiểm soát ở mức an toàn với nợ/tổng tài sản đạt 25% và nợ/vốn chủ sở hữu đạt 34% năm 2013. Trong đó, REE có khoảng 285 tỷ đồng nợ ngắn hạn và 238 tỷ đồng nợ dài hạn. Trong

các khoản nợ dài hạn có 139 tỷ đồng là trái phiếu chuyển đổi REE phát hành cho công ty TNHH Platinum Victory. Trái phiếu này sẽ tự động chuyển đổi thành cổ phiếu khi tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài của REE còn ở giới hạn cho phép.

Lợi nhuận từ công ty liên kết (PPC) đóng góp nhiều vào tăng trưởng lợi nhuận của REE

Kể từ năm 2013, REE nắm giữ hơn 71 triệu (tương đương với 22,37%) cổ phần PPC và PPC trở thành công ty liên doanh, liên kết của REE. Do đó, REE được hưởng phần lợi nhuận hàng năm từ PPC. Điều này có thể khiến lợi nhuận của REE biến động hơn so với giai đoạn trước đây do kết quả kinh doanh của PPC chịu ảnh hưởng bởi rủi ro tỷ giá JPY/VND.

Năm 2014, kết quả kinh doanh của PPC dự báo sẽ không được thuận lợi bằng 2013:

- Hoạt động sản xuất kinh doanh điện dự báo sản lượng sụt giảm và chi phí đầu vào tăng.

Sản lượng. Năm 2013 là năm hạn hán nặng nề khiến cho sản lượng thủy điện thấp và các doanh nghiệp nhiệt điện được huy động ở mức cao. Sản lượng điện năm 2014 của PPC có thể sẽ thấp hơn 2013 do tình hình thủy văn năm nay được dự báo có nhiều thuận lợi hơn và chúng tôi giả định PPC có thể đạt 5,7 tỷ kwh điện, giảm 17% so với năm 2013.

Giá bán. Tính đến ngày 22/9/2014, PPC vẫn chưa chốt được giá bán điện với EVN. Trong khi đó, giá điện hạch toán trong quý 2/2014 chỉ ở mức 1.257 VNĐ/kwh (thấp hơn 8% so với giá điện hạch toán trong quý 1/2014) do PPC tạm điều chỉnh giảm doanh thu theo thương thảo hợp đồng gần nhất với EVN.

Chi phí nhiên liệu. Giá than trong quý 2/2014 của PPC đã tăng khoảng 15% so với giá than trong quý 4/2014. Bên cạnh đó, kể từ ngày 21/7/2014, giá than bán cho các nhà máy điện tiếp tục tăng khoảng 5%.

- Lãi/(lỗ) chênh lệch tỷ giá. Kể từ cuối tháng 8/2014, đồng Yên đã liên tục giảm giá, và hiện ở mức 194,28. Nếu giả định tỷ giá JPY/VND giữ nguyên tại mức hiện nay cho đến hết quý 3 và quý 4/2014, PPC sẽ được hưởng khoản lãi chênh lệch tỷ giá 390 tỷ đồng trong quý 3/2014 và 141 tỷ đồng cho cả năm 2014.

Do đó, PPC sẽ có kết quả kinh doanh tốt trong quý 3/2014. Tuy nhiên, tính chung cả năm 2014, kết quả hoạt động của PPC sụt giảm mạnh so với 2013 do hoạt động kinh doanh chính không tốt và khoản lãi chênh lệch tỷ giá trong năm 2014 chỉ bằng 1/8 khoản lãi tỷ giá của năm 2013.

Lợi nhuận từ công ty liên kết PPC		
Chỉ tiêu	2013	2014F
Lợi nhuận	486.918.718.953	151.591.321.019
Trả cổ tức	0	104.574.629.250
Lợi nhuận từ công ty liên kết	486.918.718.953	47.016.691.769

Triển vọng tăng trưởng

Về tiềm năng tăng trưởng dài hạn của REE:

- Hoạt động kinh doanh cốt lõi:** Chúng tôi cho rằng mảng hoạt động này sẽ đem lại nguồn doanh thu, lợi nhuận đều đặn và ổn định cho REE, trong đó doanh thu hoạt động M&E tăng trưởng bình quân 11%/năm, Reetech 6%/năm và bất động sản 4%/năm trong giai đoạn 2014-2018. Biên lợi nhuận gộp bình quân đạt 27%. Tuy nhiên, chúng tôi chưa tính đến dự án tòa nhà văn phòng tại Quận 4 dự kiến đi vào hoạt động đầu năm 2017.
- Các khoản đầu tư chiến lược:** Hiện tại, các khoản đầu tư chiến lược mang lại nguồn tiền mặt dồi dào và ổn định cho REE thông qua nguồn cổ tức chi trả đều đặn hàng năm. Tuy nhiên, các khoản đầu tư vào ngành điện và nước thường mất 7-10 năm mới đem lại lợi nhuận. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các khoản đầu tư này sẽ không có nhiều đột biến cho đến khi giá điện và giá nước sẽ được vận hành hoàn toàn theo cơ chế thị trường trong tương lai.

Đánh giá triển vọng kinh doanh của kinh doanh REE giai đoạn 2014-2015 (tỷ đồng)					
Mảng hoạt động	2014		2015		
	Doanh thu	Cơ sở dự báo	Doanh thu	Cơ sở dự báo	
M&E	1.581	Năm 2014, mảng hoạt động M&E dự báo sẽ khả quan hơn do toàn bộ doanh thu của dự án nhà ga Nội Bài T2 (900 tỷ) sẽ được ghi nhận trong năm. Trong khi đó, rất nhiều khoản chi phí đã được ghi nhận trước trong năm 2013, dẫn tới biên lợi nhuận sẽ được cải thiện so với 2013, đạt khoảng 10-12%.	1.765	Tốc độ tăng trưởng doanh thu hoạt động M&E được giả định bằng với tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất ngành xây dựng. Dự báo về giá trị sản xuất ngành xây dựng được lấy từ báo cáo của Business Monitor International.	
Máy điều hòa	562	Hoạt động này sẽ không có nhiều đột biến trong năm 2014 và chúng tôi dự báo doanh thu mảng hoạt động này có khả năng chỉ hoàn thành khoảng 75% kế hoạch doanh thu 750 tỷ đã đề ra. Biên lợi nhuận được giả định tương đương năm 2013.	598	Do chúng tôi đánh giá tiềm năng của mảng này thấp, chúng tôi giả định giá bán hàng năm tăng theo tốc độ lạm phát và số lượng máy bán ra chỉ tăng nhẹ 1% so với năm trước.	
Bất động sản	501	Hiện tại, tỷ lệ lấp đầy với toàn bộ các tòa nhà văn phòng cho thuê của REE đã đạt 98% và REE cũng chưa có thêm tòa nhà mới nào để kinh doanh. Do đó, chúng tôi chỉ giả	522	Giả định sẽ tiếp tục duy trì được như năm 2014.	

Báo cáo lần đầu

định doanh thu sẽ tăng trưởng theo lạm phát và biến động USD/VND.			
Điện	172	Hợp nhất kết quả kinh doanh của TBC kể từ đầu tháng 6. Giá bán được giả định bằng với năm 2013 và sản lượng giả định đạt 380 triệu kwh (-1,5% yoy).	280 Hợp nhất kết quả kinh doanh của TBC cho cả năm 2015. Hoạt động kinh doanh thủy điện phụ thuộc rất nhiều vào điều kiện thời tiết, do đó, chúng tôi giả định sản lượng ở mức thận trọng đạt 370 triệu kwh. Giá bán giả định bằng với giá năm 2013.
Tổng doanh thu	2.817		3.165
Giá vốn hàng bán	(799)		(924)
Lợi nhuận tài chính	385	Gồm các khoản cổ tức từ PPC, TMP, NBC, TDN, NBP, TDW...; lãi tiền gửi... Ngoài ra, ngày 19/9/2014, REE đã đăng ký bán 3.180.000 cổ phần PPC. Nếu sử dụng giá thị trường hiện tại (khoảng 26.000 đồng/cổ phần), BVSC ước tính giao dịch này có thể đem lại cho REE khoản lãi 50,5 tỷ đồng.	427
Chi phí bán hàng	(54)		(79)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(163)		(221)
Lãi/(lỗ) công ty liên doanh liên kết	39		86
- PPC	47	Ước tính REE sẽ hạch toán 47 tỷ lợi nhuận từ PPC trong năm 2014.	91 Sản lượng của PPC được giả định tương đương với năm 2013 và giá bán điện giả định tăng khoảng 7% so với 2014. Lãi tỷ giá không lớn do theo dự báo của các tổ chức tài chính lớn được tổng hợp bởi Bloomberg, đồng Yên được dự báo sẽ ở mức 194 vào cuối năm 2015, khá sát với tỷ giá JPY/VND tại thời điểm hiện tại.
- TMP	13	Giả định tăng trưởng với tốc độ 7%/năm (tốc độ tăng trưởng năm 2013)	17 Giả định tăng trưởng với tốc độ 7%/năm (tốc độ tăng trưởng năm 2013)
- NBC	(1)	Kết quả kinh doanh dựa theo kế hoạch năm 2014 của doanh nghiệp.	(2) Giả định tăng trưởng với tốc độ bình quân 3 năm gần nhất
- TDN	1	Kết quả kinh doanh dựa theo kế hoạch năm 2014 của doanh nghiệp.	0 Giả định tăng trưởng với tốc độ bình quân 3 năm gần nhất

Báo cáo lần đầu

- NBP	4	Kết quả kinh doanh dựa theo kế hoạch năm 2014 của doanh nghiệp.	3	Giả định tăng trưởng với tốc độ bình quân 3 năm gần nhất
- TDW	5	Kết quả kinh doanh dựa theo kế hoạch năm 2014 của doanh nghiệp.	6	Giả định tăng trưởng 8%.
Phân bổ lợi thế thương mại từ TBC	(30)	Lợi thế thương mại phát sinh khi REE mua thêm 21,7 triệu cổ phần TBC là 90 tỷ đồng, dự kiến được phân bổ trong vòng 3 năm 2014-2016.	(30)	Lợi thế thương mại phát sinh khi REE mua thêm 21,7 triệu cổ phần TBC là 90 tỷ đồng, dự kiến được phân bổ trong vòng 3 năm 2014-2016.
Thu nhập khác	6		7	
Lợi nhuận trước thuế	1.011		1.158	
Lợi nhuận sau thuế	814		871	

Định giá

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp NAV để xác định giá trị hợp lý của REE.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE và FCFF để định giá cổ phần của REE. Dưới đây là dòng tiền FCFE và FCFF của REE cho giai đoạn 2014-2018. Kết quả kinh doanh của giai đoạn này đã hợp nhất kết quả kinh doanh của TBC.

FCFE (tỷ đồng)					
Năm	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận sau thuế	841	922	1.004	1.111	1.211
(+) Khấu hao	1.006	93	94	95	96
(-) Thay đổi vốn lưu động	102	53	47	52	36
(-) Chi tiêu đầu tư thêm	1.440	23	9	10	11
(+) Vay nợ ròng	47	57	50	55	55
Dòng tiền FCFE	352	997	1.092	1.198	1.314
Giá trị hiện tại của FCFE	339	827	781	738	697
Giá trị tới hạn	6.605				
Tổng giá trị hiện tại	9.987				
Giá trị trên mỗi cổ phần	37.590				

FCFF (tỷ đồng)					
Năm	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận sau thuế	841	922	1.004	1.111	1.211
(+) Khấu hao	1.006	93	94	95	96
(-) Thay đổi vốn lưu động	102	53	47	52	36

Báo cáo lần đầu

(-) Chi tiêu đầu tư thêm	1.440	23	9	10	11
(+) Lãi vay sau thuế	27	27	30	33	35
Dòng tiền FCFF	332	966	1.073	1.176	1.295
Giá trị hiện tại của FCFE	320	802	767	724	687
Giá trị tới hạn	8.463				
Tổng giá trị hiện tại	11.763				
Giá trị trên mỗi cổ phần	36.540				

Giá trị hợp lý của REE theo phương pháp chiết khấu dòng tiền là **37.070 đồng/cổ phần**.

Phương pháp NAV

Chúng tôi xác định giá trị sổ sách hợp lý của REE sau khi đã đánh giá lại các khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết.

Các khoản đầu tư của REE được đánh giá lại theo nguyên tắc như sau:

- ❑ Các khoản đầu tư vào cổ phiếu niêm yết: Giá trị hợp lý được xác định theo giá thị trường ngày 23/9/2014.
- ❑ Khoản đầu tư vào BOO Thủ Đức: Chúng tôi dựa trên mức giá mà CII đã chuyển nhượng 49% cổ phần tại BOO Thủ Đức cho Manila Water năm 2011 với tổng giá trị 42,6 triệu USD và áp dụng mức chiết khấu 30% so với mức giá này.
- ❑ Các khoản đầu tư vào cổ phiếu chưa niêm yết: Do không có cơ sở về giá thị trường đối với những khoản đầu tư này, chúng tôi giữ nguyên giá trị đầu tư làm giá trị hợp lý.

Dưới đây là chi tiết các khoản đầu tư của REE tại thời điểm 30/6/2014:

Đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết của REE (tỷ đồng)				
Khoản đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Tổng giá trị đầu tư	Giá trị hợp lý	Chú thích
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	22,37%	1.180	1.758	Giá thị trường
CTCP B.O.O Thủ Đức	42,10%	374	538	Giá CII bán cho Manila Water chiết khấu 30%
CTCP Thủy điện Thác Mơ	39,02%	398	628	Giá thị trường
CTCP đầu tư hạ tầng và bất động sản Việt Nam	46,37%	164	164	Giá trị đầu tư
CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng	34,24%	154	154	Giá trị đầu tư
CTCP Than Núi Béo	23,81%	80	79	Giá thị trường
CTCP Than Đèo Nai	24,01%	67	36	Giá thị trường
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	29,44%	66	63	Giá thị trường
CTCP Địa ốc Sài Gòn	28,87%	60	60	Giá trị đầu tư
CTCP Cấp nước Thủ Đức	43,11%	55	81	Giá thị trường
CTCP Đầu tư và kinh doanh nước sạch Sài Gòn	40,00%	61	61	Giá trị đầu tư
CTCP Cơ điện Đoàn Nhất	35,00%	20	20	Giá trị đầu tư

Báo cáo lần đầu

CTCP Cơ điện Chất Lượng	35,62%	3	3	Giá trị đầu tư
CTCP Cơ điện Hợp Phát	35,00%	2	2	Giá trị đầu tư
CTCP Đầu tư nước Tân Hiệp	32,00%	17	17	Giá trị đầu tư
Tổng cộng		2.701	3.646	

Bảng cân đối kế toán tóm tắt cho giai đoạn kết thúc ngày 30/6/2014 (tỷ đồng)

	Giá trị sổ sách tại ngày 30/6/2014	Giá trị đánh giá lại
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2.974	2.974
Tiền và tương đương tiền	962	962
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	251	251
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.048	1.048
Hàng tồn kho, ròng	654	654
Tài sản lưu động khác	59	59
TÀI SẢN DÀI HẠN	4.769	5.624
Giá trị thuần đầu tư dài hạn	3.465	4.409
- Đầu tư công ty liên doanh, liên kết	2.701	3.646
- Đầu tư dài hạn khác	837	837
- Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	(74)	(74)
Tài sản cố định	513	513
Bất động sản đầu tư	662	662
Các tài sản dài hạn khác	40	40
TỔNG TÀI SẢN	7.743	8.597
	-	-
NỢ PHẢI TRẢ	2.121	2.121
	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU	5.211	6.476
Số lượng cổ phần		265.651.539
Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần		24.380

Như vậy giá trị mỗi cổ phần REE theo phương pháp NAV là **24.380 đồng/cổ phần**. Tuy nhiên, chúng tôi chỉ sử dụng kết quả theo phương pháp NAV để tham khảo do phương pháp này chưa phản ánh hết được giá trị hợp lý của REE:

- Phương pháp này chỉ đánh giá lại được những khoản đầu tư vào những công ty hiện đang niêm yết trên HSX và HNX. Giá trị đánh giá lại hiện tính theo giá thị trường tại thời điểm định giá.
- REE hiện có rất nhiều khoản đầu tư mà hiện tại chúng tôi vẫn đang giữ nguyên theo giá trị đầu tư trên sổ sách do không có cơ sở để đánh giá lại như Nhiệt điện Quảng Ninh, Công ty CP Thủy Điện Srok Phu Miêng, Công ty CP đầu tư nước Tân Hiệp, Công ty CP đầu tư và kinh doanh nước sạch Sài

Gòn... Đây là những công ty có tiềm năng tăng trưởng tốt về dài hạn.

Do đó, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của REE theo phương pháp chiết khấu dòng tiền là **37.070 đồng/cổ phần**.

Khuyến nghị

Xét về ngắn hạn và trung hạn, kết quả kinh doanh của REE dự báo sẽ không có nhiều đột biến với nguồn thu ổn định từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi, cổ tức đều đặn và tỷ lệ lợi nhuận tại các công ty liên doanh liên kết. LNST dự báo tăng trưởng bình quân khoảng 6%/năm cho giai đoạn 2014-2018.

Tuy nhiên, về dài hạn, cùng với quá trình đô thị hóa và nhu cầu gia tăng về cơ sở hạ tầng cả ở thành thị lẫn nông thôn tại Việt Nam, cũng như đà tăng giá nước sinh hoạt trong các năm tới, ngành nước sẽ đem lại tiềm năng tăng trưởng tốt cho REE. Bên cạnh đó, REE sẽ được hưởng lợi rất nhiều khi giá điện và giá nước được vận hành theo cơ chế thị trường trong tương lai.

Hiện tại, REE đang được giao dịch tại mức giá 30.000 đồng/cổ phần, tương đương với P/E 9,48 lần. Mức giá này thấp hơn 23,6% so với mức giá mục tiêu của REE là **37.070 đồng/cổ phần**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu REE đối với mục đích đầu tư dài hạn.

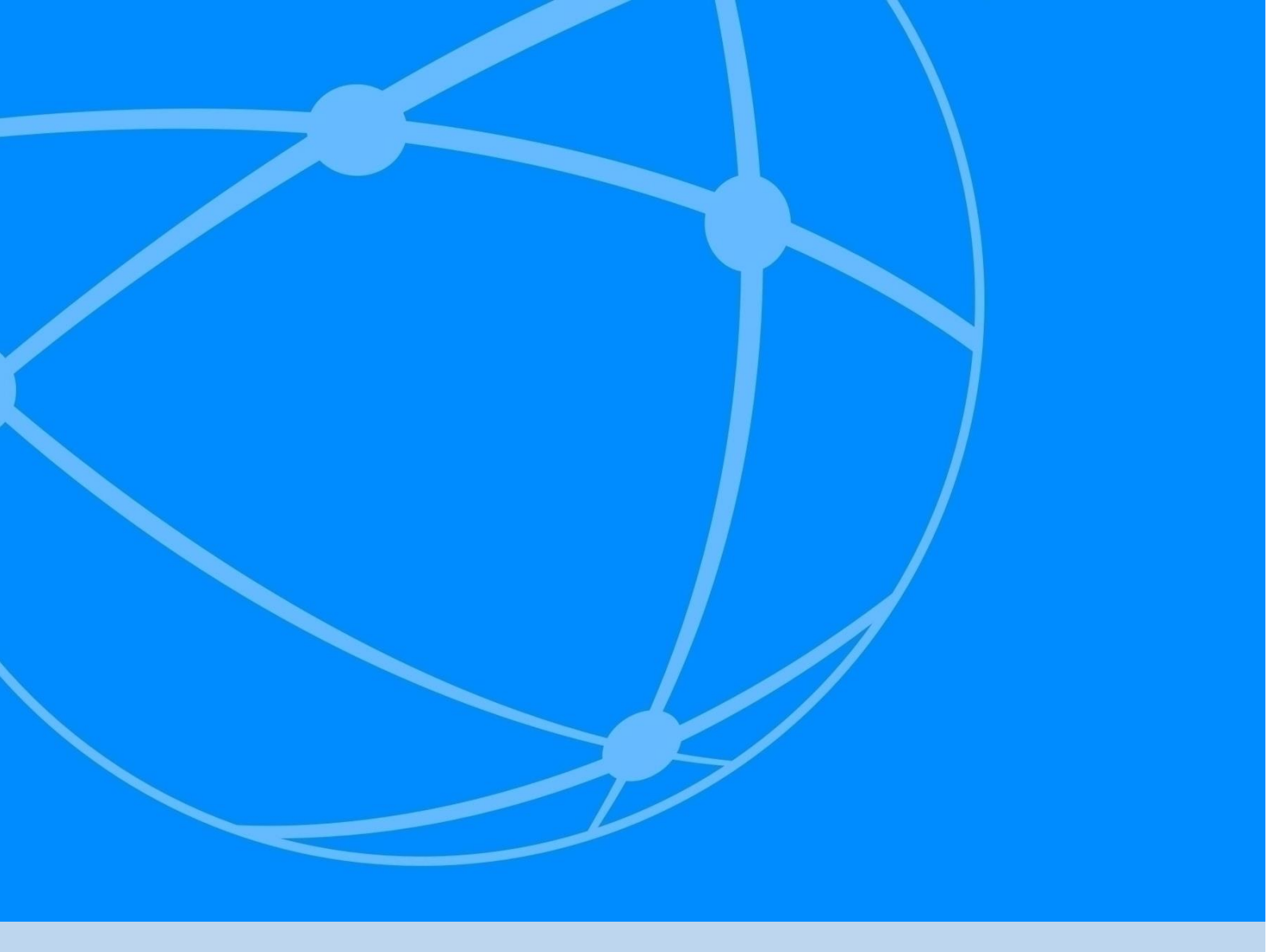
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999