

## TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	26.500	VNĐ
Giá đóng cửa	24.500	VNĐ
25/01/2016		

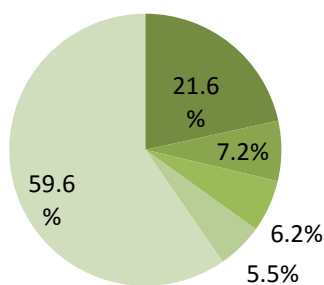
**Trần Trương Mạnh Hiếu**  
**(+84-8) 5413-5479 Ext: 8210**  
[hieutrantruong@phs.vn](mailto:hieutrantruong@phs.vn)

### Thông tin cổ phiếu

Mã CP	REE
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	2.690
CP đang lưu hành (triệu)	269
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,591
Biên độ 52 tuần (đồng)	23,100~30,700
KLGD trung bình 3 tháng	367
Beta	0.82
Sở hữu nước ngoài	49%
Ngày niêm yết đầu tiên	28/07/2000

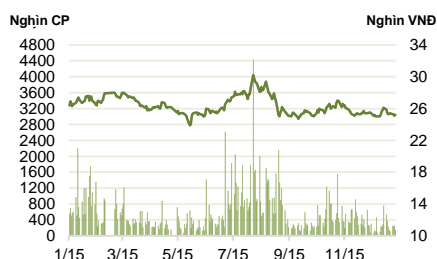
### Cổ đông lớn

Platinum Victory Pte. Ptd	21.6%
CT ĐT TC Nhà nước T.P HCM	7.2%
Nguyễn Thị Mai Thanh	6.2%
Nguyễn Ngọc Hải (Chồng bà Mai Thanh)	5.5%
Khác	59.6%



### Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-1.8	-3.8	-3
(%)	-7%	-13%	-11%



# CTCP Cơ điện lạnh (REE)

Ngành: Xây dựng và bất động sản

## Tiềm năng tăng trưởng dài hạn

### Cập nhật tình hình hoạt động kinh doanh 9 tháng đầu năm 2015.

Doanh thu thuần 9 tháng đầu năm của REE đạt 1.981 tỷ đồng tăng nhẹ 8.5% so với cùng kỳ. Trong đó, dịch vụ M&E đạt đóng góp gần 50% doanh thu, tiếp theo là điện lạnh Reetech (21.7%), bất động sản (19.2%) và điện - nhiên liệu (9.7%). Tuy doanh thu thuần tăng trưởng chậm nhưng lợi nhuận gộp tăng mạnh 19.3% yoy, nhờ giá vốn hàng bán tăng 4.1% chậm hơn doanh thu thuần.

Chi phí tài chính và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh bào mòn lợi nhuận. Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh 93% vào khoảng 117 tỷ đồng, chi phí này tăng mạnh chủ yếu là chi phí nhân công và trích lập dự phòng nợ phải thu khó đòi tăng mạnh trong quý II. Bên cạnh đó, công ty tiến hành dự án Etown Central bằng nguồn vốn vay, qua đó làm nợ ngắn hạn tăng 73% và nợ dài hạn tăng 155%. Vì vậy, lợi nhuận công ty đã giảm 11% so với cùng kỳ.

### Triển vọng doanh thu

Hoạt động kinh doanh của REE tập trung chủ yếu vào 4 mảng chính: (1) Dịch vụ cơ điện công trình - M&E. (2) Sản xuất lắp ráp và kinh doanh hệ thống điều hòa không khí - Reetech (3) Phát triển, quản lý bất động sản. (4) Cơ sở hạ tầng điện - nước.

### Dịch vụ cơ điện công trình - M&E.

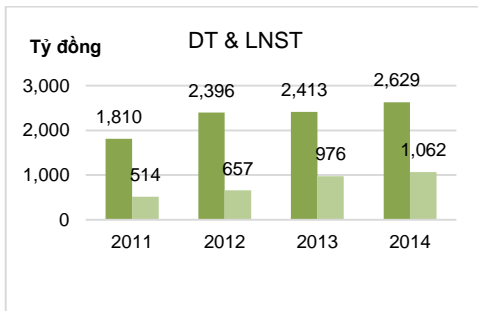
Là nhà thầu cung cấp và lắp đặt hệ thống điều hòa không khí uy tín giúp công ty có những lợi thế trước những đối thủ cạnh tranh. Trong quý 4, REE M&E đã chính thức nhận được thầu từ 2 dự án phát triển tòa nhà phức hợp Union Square và dự án Ngôi Nhà Đức TP.HCM với tổng giá trị tương đương 600 tỷ đồng. Không những vậy, sự ấm dần lên của thị trường bất động sản trong thời gian gần đây sẽ là những động lực chính gia giúp M&E có tốc độ tăng trưởng ổn định.

### Điện lạnh - Reetech.

Tuy doanh thu mảng điện lạnh Reetech tăng 10% yoy tuy nhiên triển vọng tăng trưởng trong tương lai không cao do cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt. Việc nhận được 2 dự án Union Square và dự án Ngôi Nhà Đức TP.HCM có thể giúp lợi nhuận từ mảng điện lạnh được cải thiện do khả năng sử dụng sản phẩm Reetech để thi công.

### Công ty REE Real Estate - Văn phòng cho thuê.

Doanh thu ổn định từ văn phòng cho thuê ở các dự án Etown. Tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà luôn ở mức cao, sự ra đi của những khách hàng cũ ngay lập tức được thay thế bằng những khách hàng mới. Thêm vào đó, việc giá văn phòng hạng A đang có xu hướng gia tăng sẽ giúp lợi nhuận tăng đáng kể. Theo báo cáo từ CBRE về tình hình thị trường văn phòng cho thuê trong quý IV 2015 thì giá cho thuê tại phân khúc hạng A đã tăng 1.5% do nguồn cung hạn chế và tình hình kinh tế tốt lên (giúp doanh thu mảng bất động sản 9 tháng năm tăng 6% yoy). Quan điểm của chúng tôi cho rằng, REE sẽ tiếp tục được hưởng lợi trong thời gian tới khi đưa dự án Etown Central vào kinh doanh cũng như sự tăng trưởng của nền kinh tế.



**Dự án mới hứa hẹn nhiều tiềm năng trong tương lai.** Hiện REE đang tiến hành xây dựng dự án Etown Central tại lô đất 4600 m<sup>2</sup> trên đường 9 Đoàn Văn Bơ, Quận 4, TP.HCM. Với vốn đầu tư dự kiến ban đầu 1.200 tỷ và sẽ được hoàn thành vào quý I năm 2017. Khi dự án được hoàn thành, công ty có thể tăng 33% diện tích văn phòng cho thuê, với 35.000m<sup>2</sup> diện tích. Chúng tôi đánh giá đây sẽ là một dự án thành công nữa của REE do: 1/ Vị trí dự án thuận lợi gần trung tâm thành phố. 2/ Lợi thế trong việc triển khai các dự án văn phòng cho thuê trước đây.

### Cơ sở hạ tầng điện - nước

Chiến lược đầu tư của REE khá bài bản và có tính toán trước. REE đang tập trung đầu tư vào những doanh nghiệp thuộc ngành tiện ích như điện-nước, đây là những ngành không có tính đột biến trong doanh thu và lợi nhuận, tuy nhiên sẽ giúp cho REE có được dòng tiền và tăng trưởng ổn định qua các năm. Riêng với những doanh nghiệp thuộc ngành điện chúng tôi cho rằng khả năng REE sẽ được hưởng lợi lớn do chính phủ đang tiến hành thực hiện thiết lập thị trường phát điện cạnh tranh theo cơ chế thị trường. Qua đó, giá điện sẽ phản ánh sự thay đổi của giá nhiên liệu đầu vào, tỷ giá... đồng thời giảm dần trợ giá chéo cho các ngành. Lúc đó, các doanh nghiệp trong ngành sẽ được phép bán điện với mức giá hợp lý.

### Rủi ro tài chính gia tăng.

Với dự án Etown Central, REE đang gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính (60% vốn vay ngân hàng). Điều này sẽ tạo ra rủi ro tài chính lớn, đặc biệt là lãi suất đang có dấu hiệu gia tăng ở hiện tại. Khả năng cao trong thời gian tới chi phí lãi vay của REE sẽ tăng mạnh qua đó bào mòn thành quả có được từ việc tăng doanh thu. Tuy nhiên, xét về dài hạn nhờ dòng tiền ổn định và có những bước đi đúng, chúng tôi đánh giá rủi ro này sẽ giảm dần khi Etown Central chính thức được đưa vào sử dụng vào quý I/ 2017.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP**, chúng tôi cho rằng doanh thu và lợi nhuận của REE sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2015 và 2016, tuy nhiên khi dự án Etown Central đi vào sử dụng sẽ giúp doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh từ 2017 trở đi, không những vậy, các khoản đầu tư vào công ty con và công ty liên kết thuộc cơ sở hạ tầng điện - nước sẽ mang lại thành quả trong dài hạn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng mục tiêu giá vào khoảng 26,500 VND dựa trên phương pháp P/E với kỳ vọng tăng trưởng 8.1%.

	2012	2013	2014	2015 E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,396</b>	<b>2,413</b>	<b>2,629</b>	<b>2,892</b>
%YoY	32.3%	0.7%	8.9%	10.0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>585</b>	<b>603</b>	<b>803</b>	<b>794</b>
%YoY	8.2%	3.1%	33.1%	-1.1%
Biên LN gộp	24%	25%	31%	27%
Biên LN HĐKD	17%	16%	24%	20%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>657</b>	<b>976</b>	<b>1,099</b>	<b>1,128</b>
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>657</b>	<b>976</b>	<b>1,062</b>	<b>1,088</b>
% YoY	27.9%	48.6%	8.8%	2.4%

## Sơ lược công ty

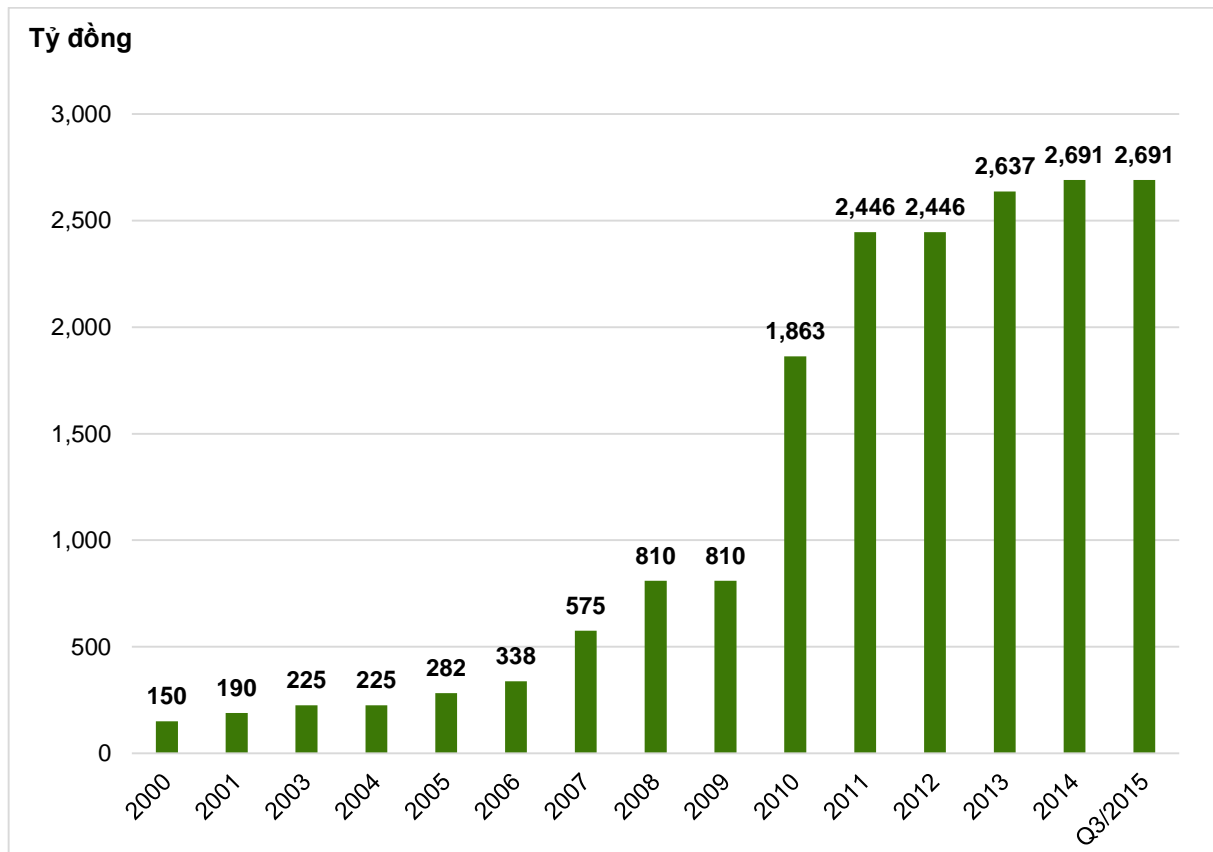
REE được thành lập năm 1997, tiền thân là Xí Nghiệp quốc doanh cơ điện lạnh thuộc sở hữu Nhà nước.

Công ty là một trong 2 doanh nghiệp đầu tiên niêm yết trên cổ phiếu tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.

Hiện nay, REE (Refrigeration Electrical Engineering Corporation) được tổ chức theo mô hình holding với 5 mảng hoạt động chính gồm: (1) Dịch vụ cơ điện công trình - M&E. (2) Sản xuất lắp ráp và kinh doanh hệ thống điều hòa không khí - Reetech (3) Phát triển, quản lý bất động sản. (4) Cơ sở hạ tầng điện - nước.



## Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: REE & PHS

## Chỉ số tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2012	2013	2014	2015 E
Doanh thu thuần	2,396	2,413	2,629	2,892
Giá vốn hàng bán	1,810	1,810	1,827	2,099
Lợi nhuận gộp	585	603	803	794
Chi phí bán hàng	52	50	45	58
Chi phí QLDN	135	166	131	159
Lợi nhuận từ HĐKD	398	387	626	577
Lợi nhuận tài chính	436	757	674	781
Chi phí lãi vay	38	57	37	52
Lợi nhuận trước thuế	797	1,088	1,262	1,305
Lợi nhuận sau thuế	657	976	1,099	1,128
Lợi nhuận sau thuế CĐ công ty mẹ	657	976	1,062	1,088
Cân đối kế toán	2012	2013	2014	2015 E
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	3,123	2,562	2,967	3,471
Tiền và tương đương tiền	835	536	1,037	1,041
Đầu tư tài chính ngắn hạn	884	417	250	613
Phải thu ngắn hạn	859	1,003	1,031	1,041
Hàng tồn kho	501	544	598	694
Tài sản ngắn hạn khác	45	63	50	81
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	3,452	4,393	5,437	5,640
Phải thu dài hạn	-	-	-	-
Tài sản cố định	42	42	564	846
Bất động sản đầu tư	741	688	635	1,015
Chi phí xây dựng dở dang	3	7	34	56
Đầu tư tài chính dài hạn	2,646	3,629	4,117	7,332
Tài sản dài hạn khác	22	34	41	56
Lợi thế thương mại	-	-	79	56
<b>Tổng cộng tài sản</b>	6,574	6,954	8,403	9,111
<b>Nợ phải trả</b>	2,358	1,753	2,065	2,609
Nợ ngắn hạn	1,572	1,421	1,551	1,957
Nợ dài hạn	787	333	514	652
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	4,216	5,197	5,910	6,074
Vốn điều lệ	2,446	2,637	2,691	2,691
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	5	428	428
<b>Tổng nguồn vốn</b>	6,574	6,954	8,403	9,111

Lưu chuyển tiền tệ	2012	2013	2014	2015 E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	506	-41	692	709
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	-329	-44	-66	-145
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	231	-213	-124	-559
Tiền trong kỳ	408	-298	502	5
Tiền mặt đầu năm	427	835	536	1037
Tiền mặt cuối năm	835	536	1037	1041
Định giá				
EPS (VNĐ)	2,436	3,619	3,939	4,034
BVPS (VNĐ)	15,636	19,274	21,921	22,528
P/E	10.1	6.8	6.2	6.6
P/B	1.6	1.3	1.1	1.2
Chỉ số tài chính	2012	2013	2014	2015
Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn/Tổng TS	47%	37%	35%	38%
TS dài hạn/Tổng TS	53%	63%	65%	62%
Tổng Nợ/VCSH	0.6	0.3	0.3	0.4
Tổng Nợ/Tổng TS	0.4	0.3	0.2	0.3
Chỉ số chi trả lãi vay	22.1	20.0	34.7	26.0
Chỉ số thanh khoản				
Thanh khoản hiện thời	2.0	1.8	1.9	1.8
Thanh khoản nhanh	1.7	1.4	1.5	1.4
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày tồn kho	99.6	108.2	117.9	119.1
Số ngày thu tiền	129.1	149.6	141.2	129.6
Số ngày phải trả	33.9	33.5	38.6	34.3
Vòng quay TS ngắn hạn	0.8	0.9	0.9	0.8
Vòng quay TS cố định	56.8	57.9	4.7	3.4
Vòng quay tổng TS	0.4	0.3	0.3	0.3
Tỷ suất lợi nhuận				
Tỷ suất LN gộp	24%	25%	31%	27%
Tỷ suất LN HĐKD	17%	16%	24%	20%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	27%	40%	40%	38%
ROE	16%	19%	18%	18%
ROA	10%	14%	13%	12%

Nguồn: REE và PHS dự phóng

## 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

---

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

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

Giảm tỷ trọng = 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

Tòa nhà CR3-04B, Tầng 4,  
109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

**Điện thoại:** (84-8) 5 413 5479

**E-mail:** [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn)

**Call Center:** (84-8) 39 33 99 66