

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE : HOSE)

Báo cáo cập nhật

04/04/2017

Khuyến nghị
Giá mục tiêu
Tiềm năng tăng giá

MUA
33.000
+22,3%

Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	27.000
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	310
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	310
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	8.402
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài còn lại	0%

Liên hệ

Nguyễn Ngọc Hoàng

Power & Industrial Analyst

E: Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn

M: +84 913 433 423

Kế hoạch kinh doanh thận trọng không phản ánh hết triển vọng tăng trưởng khả quan.

Chúng tôi đã tham dự Đại hội cổ đông thường niên 2017 của CTCP Cơ điện lạnh (REE) và ghi nhận những thông tin chính sau:

- Kết quả kinh doanh năm 2016 khả quan, REE M&E và Khoản đầu tư vào ngành điện đã vượt qua Văn phòng cho thuê trở thành 2 mảng đóng góp lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận.
- Kế hoạch kinh doanh 2017 chỉ tăng trưởng 3,9%.
- Sẽ chưa nới room do vướng điều kiện về ngành nghề kinh doanh.
- Kế hoạch cổ tức 2017 không thấp hơn 20%.

Chúng tôi đánh giá kế hoạch kinh doanh thận trọng không phản ánh được hết triển vọng tăng trưởng khả quan của doanh nghiệp. Sau tất cả, giai đoạn khó khăn nhất với doanh nghiệp đã qua, cổ phiếu REE xứng đáng được định giá lại ở mức hợp lý hơn.

⇒ **Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 12 tháng là 33.000 đồng/cp.**

Chi tiêu tài chính cơ bản

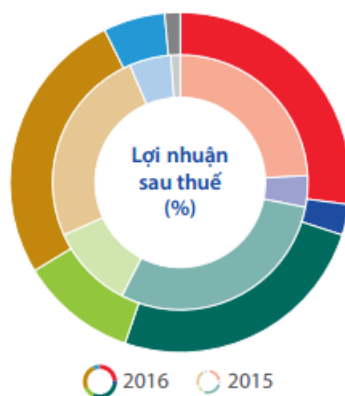
Tỷ đồng	2015	2016	KH 2017	2017F	2018F
Doanh thu thuần	2.643	3.659	4.613	4.705	5.011
Lợi nhuận ròng	853	1.093	1.136	1.268	1.384
Tăng trưởng (%)		+28,1%	+3,9%	+14,4%	+9,2%
EPS pha loãng (đồng)	3.164	3.524	3.664	4.090	4.463
Cổ tức (%)	25%	26%	25%	30%	30%

Nguồn: REE, MBS dự phóng

Kết quả kinh doanh quý 04 đột biến giúp kết quả kinh doanh 2016 tăng trưởng mạnh.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 3.659 và 1.093 tỷ đồng, tăng 28,13% và vượt 19% kế hoạch đề ra. Trong đó Cơ điện công trình và khoản đầu tư điện, than đã vượt qua mảng cho thuê văn phòng trở thành 2 mảng kinh doanh đóng góp lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận của doanh nghiệp. 03 mảng kinh doanh chính này vẫn đem lại đến 80% lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Biểu 02 – Cơ cấu lợi nhuận sau thuế



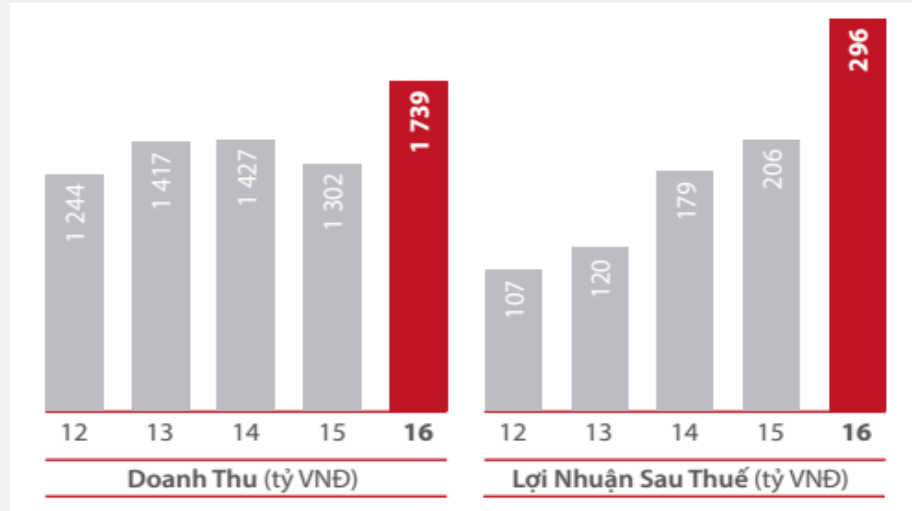
Lợi nhuận sau thuế	2016		2015	
	tỷ VND	%	tỷ VND	%
REE M&E	296	27	206	24
Reetech	32	3	34	4
Cho thuê văn phòng	276	25	251	29
Bất động sản	121	11	91	11
Điện & Than	288	27	216	26
Nước	64	6	45	5
Khác ⁽²⁾	16	1	10	1
Tổng cộng	1.093	100	853	100

Nguồn: REE

- **REE M&E đạt mức tăng trưởng ấn tượng** lên đến 43,7%, đạt 296 tỷ đồng LNST nhờ hoàn thành những hợp đồng lớn như Văn phòng Chính Phủ, tòa nhà Saigon Centre Tower 2, Ngôi Nhà

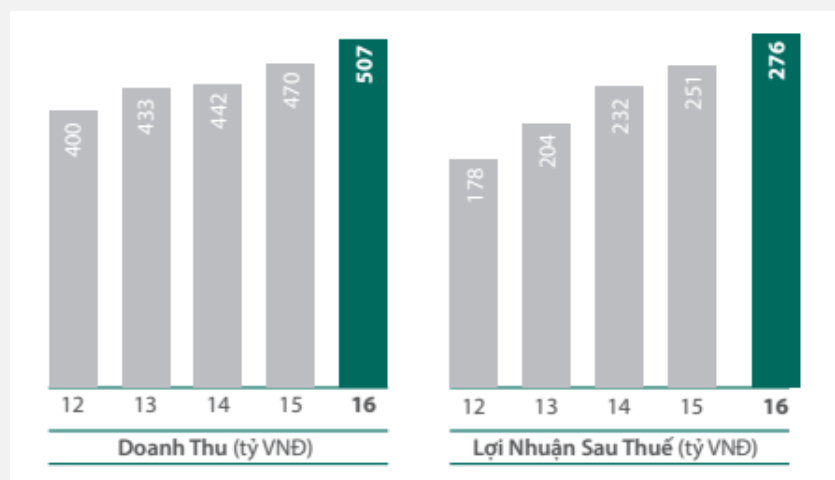
Đức và dự án mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất, Khu căn hộ cao cấp The Nassim Thảo Điền, New Pearl Residences và Thảo Điền Pearl. Việc trúng thầu hợp đồng cung cấp, lắp đặt hệ thống cơ khí cho Nhà ga hành khách quốc tế - Cảng hàng không quốc tế Đà Nẵng, một dự án trọng điểm chào đón Hội nghị thượng đỉnh APEC (Đà Nẵng 2017) đã góp phần nâng tổng giá trị hợp đồng ký mới trong năm lên đến 2.058 tỷ đồng, giá trị hợp đồng lũy kế lên đến 4.488 tỷ đồng, cao nhất kể từ khi thành lập.

Biểu 03 – Màng M&E liên tục tăng trưởng trong 5 năm qua.



- **Danh mục đầu tư vào ngành điện ghi nhận LNST 288 tỷ đồng (+33% yoy).** Đây là kết quả kinh doanh rất ấn tượng trong bối cảnh hầu hết các nhà máy thủy điện trên cả nước chịu ảnh hưởng nặng nề bởi hạn hán và El Nino còn CTCP Nhiệt điện Phả Lại lại không thể ký kết hợp đồng mua bán điện trong khoảng nửa đầu năm khiến HĐKD chính không khả quan. Đóng góp chủ yếu vào LNST đến từ nhà máy thủy điện Sông Ba Hạ (sản lượng tăng 70,7% hưởng lợi từ lượng mưa đột biến vào những tháng cuối năm) và khoản thoái vốn khỏi thủy điện Sông Ông.
- **Văn phòng cho thuê vẫn tăng trưởng đều đặn và đem lại dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp.** Đến thời điểm hiện tại, tỷ lệ lấp đầy của hơn 100.000 m2 văn phòng cho thuê của REE đã lên đến 100%. Giá thuê bình quân tăng nhẹ cùng với việc giảm thuế TNDN đã giúp lợi nhuận tăng nhẹ 10% đạt 276 tỷ đồng.

Biểu 04 – Màng văn phòng cho thuê đem lại dòng tiền ổn định.



Nguồn: REE

Kế hoạch kinh doanh 2017 thận trọng với tăng trưởng LNST chỉ 3,9% trong khi doanh thu thuần đạt 4.613 tỷ đồng (+26,1% yoy). Điểm đáng chú ý chính là sự sụt giảm về lợi nhuận của REE M&E trong khi hầu hết các mảng kinh doanh còn lại đều đem lại mức tăng trưởng 2 con số. Cụ thể, theo lý giải của REE, mặc dù doanh thu M&E vẫn sẽ tăng trưởng 15% lên 2.000 tỷ đồng nhưng biên lợi

nhuận ròng sẽ giảm chỉ còn 12% trên nguyên tắc thận trọng khi những công trình mới thi công. Do đó kế hoạch LNST chỉ là 240 tỷ đồng, giảm 18,9% so với cùng kỳ.

Biểu 05 – Kế hoạch kinh doanh 2017.

	Doanh thu tỷ VNĐ	So với kết quả 2016 %	Lợi nhuận sau thuế tỷ VNĐ	So với kết quả 2016 %
REE M&E	2.000	+15,0	240	-18,9
Reetech	720	-1,2	43	+34,4
Cho thuê Văn phòng	540	-1,1	276	0,0
Bất động sản	737	+226,1	142	+17,4
Điện & Nước	616	+47,0	435	+51,0
Tổng cộng	4.613	+26,1	1.136	+3,9

Nguồn: REE

Một số vấn đề đáng chú ý khác cũng đã được ban lãnh đạo REE giải đáp cho cổ đông như sau:

- Sẽ không nới room do vướng mắc các điều kiện về ngành nghề kinh doanh như Điện, Nước, Bất động sản.
- REE vẫn sẽ tiếp tục đầu tư chiến lược vào cơ sở hạ tầng điện – nước và kỳ vọng cải thiện hoạt động quản trị, hiệu quả của các doanh nghiệp này lên mức ROE 10 – 12%.
- HĐQT của PPC chưa thực hiện trả nợ vay JPY trước hạn do tình hình tỷ giá JPY hiện chưa thuận lợi.
- REE vẫn đánh giá PPC là khoản đầu tư hiệu quả và sẽ hoàn vốn trong 2 năm tới.
- REE sẽ hỗ trợ trực tiếp với VSH trong vụ kiện với nhà thầu Huadong Trung Quốc trong quý 02/2017. Những lý do chính để REE quyết định đầu tư vào VSH là REE đánh giá đây là doanh nghiệp sở hữu những nhà máy thủy điện rất tốt và một số diễn biến mới của vụ kiện có thể tích cực hơn cho VSH.
- Kế hoạch cổ tức năm 2017 không thấp hơn 10% trên vốn điều lệ để đầu tư cho chiến lược phát triển bền vững trong những năm tới.

Luận điểm đầu tư: Cổ phiếu REE đã tăng giá hơn 45% kể từ lần khuyến nghị đầu tiên của chúng tôi và đã điều chỉnh khoảng 10% từ mức đỉnh sau khi công bố tài liệu ĐHCĐ. Sau khi đánh giá lại các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp này vẫn còn nhiều tiềm năng và tiếp tục khuyến nghị **MUA** cổ phiếu REE với **giá mục tiêu 12 tháng là 33.011 (Upside +22,3%)** dựa trên những luận điểm sau:

(1) Chúng tôi đánh giá kế hoạch kinh doanh thận trọng không phản ánh được hết tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

- Đặc biệt trong mảng M&E, với giá trị backlog đến thời điểm hiện tại khoảng 6.000 tỷ đồng, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sẽ đạt lần lượt 2,174 tỷ (+25% yoy) và 326 tỷ (+9,8% yoy).
- Đối với mảng đầu tư, sau một năm khó khăn của ngành điện, REE đã đặt kế hoạch thận trọng hơn rất nhiều. Tuy nhiên theo ghi nhận của chúng tôi, quý 01/2017 là thời điểm các nhà máy điện có sự cải thiện rất lớn về kết quả kinh doanh. Hiện lượng La Nina gần đây đã khiến cho lưu lượng nước về trên các hồ thủy điện ở khu vực miền trung (REE đang đầu tư vào VSH, CHP và Sông Ba Hạ) tăng đột biến, gấp 2-3 lần so với cùng kỳ. Hiện tại REE đang sở hữu 18,96% của CHP, chúng tôi cũng dự báo doanh nghiệp sẽ sớm nâng tỷ lệ này lên trên mức 20% trong năm nay. Đóng góp thêm của CHP và VSH vào lợi nhuận của REE sẽ giúp mảng kinh doanh này tăng trưởng đột biến trong năm nay.

- Gánh nặng từ PPC sẽ giảm bớt. Nhờ ký được hợp đồng mua bán điện chính thức, sản lượng điện theo hợp đồng (Qc) của PPC sẽ tăng mạnh 34% lên gần 4 tỷ kWh. Theo đó, về cơ bản những khó khăn đối với PPC đã qua, gánh nặng của khoản đầu tư này đối với REE sẽ giảm đáng kể. Theo dự phóng của chúng tôi, LNST PPC có thể đạt đến 100 tỷ đồng trong quý 01/2017, cải thiện mạnh so với mức lỗ 157 tỷ đồng ở cùng kỳ năm ngoái.
- Nhà máy nước Thủ Đức 3 sẽ hoạt động tối đa công suất và kỳ vọng sẽ có lãi trong năm nay. Bên cạnh đó, nhà máy nước Tân Hiệp 2 cũng đã bắt đầu phát nước từ năm 2017 và kỳ vọng đạt mức công suất tối đa trong năm 2018.
- Việc thoái vốn khỏi các doanh nghiệp ngành than sẽ diễn ra trong năm nay.
- Đối với mảng bất động sản, dự án đất nền ở Quảng Ngãi của VIID đã bán hết nhưng mới chỉ ghi nhận 56 tỷ lợi nhuận (tương đương 30% dự án) trong năm 2016, phần lợi nhuận còn lại của dự án dự kiến đạt 120 tỷ đồng sẽ ghi nhận trong năm 2017. Đối với CTCP Địa ốc Sài Gòn (SGR), lợi nhuận từ việc bán dự án SaigonRes Plaza cũng sẽ tiếp tục ghi nhận khoảng 50% còn lại trong năm 2017. Bên cạnh đó, SGR cũng còn quỹ đất rất lớn lên đến 16-17 dự án, đảm bảo cho doanh thu tăng trưởng đều đặn cho năm 2017 – 2018.
- Đối với mảng văn phòng cho thuê chưa có tăng trưởng trong năm 2017, tuy nhiên việc tòa nhà Etown Central với gần 35.000m2 sàn cho thuê đi vào hoàn thành sẽ đem lại lợi nhuận đột biến cho mảng kinh doanh này từ năm 2018.
- Theo đó, trên quan điểm thận trọng chúng tôi dự phóng LNST 2017F và 2018F của REE sẽ đạt lần lượt 1.268 (+14,4% yoy) và 1.384 tỷ đồng (+9,2% yoy), tương đương EPS 2017F và 2018F là 4.090 và 4.463 đồng/cp.

(2) REE xứng đáng được định giá ở mức hợp lý hơn. Trong quá khứ, cổ phiếu REE được giao dịch ở mức P/E khoảng 7-7,5 lần, điều này phản ánh hợp lý tất cả những rủi ro và sự chưa hiệu quả giai đoạn đầu của quá trình đầu tư của REE. Tuy nhiên, ở thời điểm hiện tại, khi những gì khó khăn nhất đối với doanh nghiệp đã qua đi, giai đoạn “hái quả” đã đến, chúng tôi quyết định định giá lại từng mảng kinh doanh và nhận định doanh nghiệp xứng đáng được định giá ở mức hợp lý hơn. Cụ thể:

- Với vị thế đầu ngành của mình, REE M&E cũng có khả năng lựa chọn chủ đầu tư rất tốt, tương tự CTD trong mảng xây dựng dân dụng. Các dự án mà doanh nghiệp đang tham gia cũng không quá phụ thuộc vào phân khúc chung cư (vốn có biên lợi nhuận thấp hơn và phụ thuộc lớn vào chu kỳ bất động sản), do đó rủi ro cũng được giảm thiểu. Chúng tôi sử dụng mức P/E 9x để định giá cho mảng kinh doanh này.
- Đối với mảng đầu tư vào ngành điện, các doanh nghiệp ngành điện đang niêm yết trên sàn (có cả các doanh nghiệp mà REE đầu tư vào) hiện nay đang giao dịch ở mức P/E bình quân là khoảng 10x. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu 8,5x để định giá mảng đầu tư của REE.
- Trên tổng thể, cơ cấu các hoạt động của REE đem lại cho doanh nghiệp sự ổn định rất lớn về mặt dòng tiền, điều này tạo nên sự điều tiết vốn hài hòa hơn trong nội bộ, giảm thiểu được rất nhiều rủi ro trong khi vẫn tạo ra tiền để tiếp tục tái đầu tư. Với sự ổn định đó, chúng tôi chỉ sử dụng P/E mục tiêu 7x để định giá các mảng kinh doanh còn lại của doanh nghiệp.

Tổng hợp định giá	2017F	2018F	P/E mục tiêu	Giá mục tiêu 2017F	Giá mục tiêu 2018F
Lợi nhuận ròng (Tỷ đồng)	1.268	1.384			
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>+14,4%</i>	<i>+9,2%</i>			
EPS (Đồng/cp)	4.090	4.463		33.011	36.231
<i>Trong đó:</i>					
- M&E	1.053	1.262	9x	9.464	11.358
- Bất động sản & văn phòng	1.348	1.437	7x	9.437	10.059
- Đầu tư	1.523	1.646	8,5x	12.948	13.991
- Khác	166	118	7x	1.162	823

Theo kết quả định giá trên, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu REE trong 12 tháng tới là 33.011 đồng/cp (tương đương P/E 2017F là 8,07x).

Liên hệ

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Ngân hàng, Hàng không

Phạm Thiên Quang (Quang.PhamThien@mbs.com.vn)

Trần Yến Linh (Linh.tranthyen@mbs.com.vn)

Điện, Công nghiệp, Xây dựng

Nguyễn Ngọc Hoàng (Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn)

Cao su, sẫm lốp

Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Nguyễn Thạch Thảo (Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)

Lâm Trần Tấn Sĩ (Si.LamTranTan@mbs.com.vn)

Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

MBS Institutional sales

Nguyễn Việt Dũng (Dung1.NguyenViet@mbs.com.vn)

Trương Hoa Minh (Minh.TruongHoa@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi [(giá mục tiêu – giá hiện tại) + cổ tức]/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘ SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.