



Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh [MUA, +22.7%] (REE: HOSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

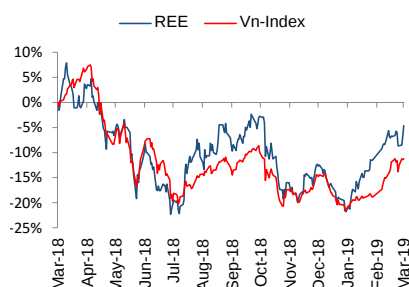
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	34,050
Giá mục tiêu (đồng/cp)	41,800
Tiềm năng tăng/giảm (%)	22.7
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	39,300
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	27,600
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	7.4
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	2.6
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	20.9
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	10,696
KLGDQ (ngàn cổ, 3 tháng)	310,050
SL CP lưu hành (triệu cp)	310
Nước ngoài đang sở hữu (%)	49
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49
P/E trượt 12 tháng (x)	6.0
P/E dự phóng 12 tháng (x)	6.1

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2016A	2017A	2018A	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,659	4,995	5,106	5,694
Tăng trưởng (% y/y)	38.4	35.4	3.0	11.5
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,174	1,523	1,757	1,809
Tăng trưởng (% y/y)	28.3	26.0	27.6	2.9
Biên lợi nhuận ròng (%)	32.1	30.5	36.9	31.7
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	7,156	8,034	9,928	10,736
Tổng tài sản (tỷ đồng)	10,831	13,635	15,499	15,982
ROA (%)	10.4	10.7	12.0	11.5
ROE (%)	15.2	16.8	19.2	17.5
EPS (đồng)	3,526	4,441	5,754	5,523
BVPS (đồng)	24,795	27,935	31,923	34,626
Cổ tức (đồng)	1,000	1,600	1,600	1,800
P/E (x)	9.8	7.8	6.0	6.1
EV/EBITDA (x)	11.1	9.2	11.2	11.0
P/B (x)	1.5	1.3	1.2	1.0

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Mảng M&E dự phóng trong năm 2019 sẽ đạt doanh thu 2,980 tỷ đồng (+10.1% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 300 tỷ đồng (+25% yoy) nhờ không còn các khoản trích trước chi phí như trong năm 2108. Giá trị hợp đồng chuyển giao sang 2019 đạt khoảng hơn 5,000 tỷ đồng.
- Mảng Reetech sẽ không có nhiều thay đổi trong năm 2019, kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế sẽ giữ nguyên như trong năm 2018 đạt lần lượt là 720 tỷ đồng và 4 tỷ đồng.
- Lợi nhuận sau thuế mảng đầu tư chiến lược điện và nước trong năm 2019 sẽ giảm, do tình hình thiên văn không thuận lợi cho các công ty thủy điện.
- Mảng cho thuê văn phòng sẽ ghi nhận nhiều tăng trưởng trong năm 2019 khi dự án Etown Central tăng tỷ lệ lấp đầy lên gần 100%. Ngoài ra, trong năm 2019 còn đưa vào hoạt động Etown 5 vào quý 2 với diện tích cho thuê khoảng 14,000 m2, với giá cho thuê đạt 17USD/m2, tỷ lệ lấp đầy dự kiến đạt 100% trong năm 2019.

ĐIỂM HỖ TRỢ ĐẦU TƯ

- Cổ tức tiền mặt duy trì đều đặn với tỷ lệ 16%-18%/năm.
- Hiện REE là cổ phiếu được nhà đầu tư nước ngoài ưa thích, hiện đang trong tình trạng hết room (room nước ngoài là 49%)
- REE thực hiện các khoản đầu tư vào công ty điện và nước theo chiến lược lâu dài và thận trọng, rủi ro về việc lợi nhuận và doanh thu giảm đã được tối thiểu hóa.

ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần đối với cổ phiếu REE.
- Giá mục tiêu: REE được xác định giá hợp lý ở mức **41,800 đồng/cổ phiếu**.
- Mảng điện của REE bị ảnh hưởng nhiều bởi tình hình thủy văn, và sự biến động trong chu kỳ bất động sản sẽ ảnh hưởng tới mảng M&E.

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 41,800 đồng/cổ phiếu

Trần Văn Thảo, CFA – Chuyên viên Nghiên cứu
thaotv@eves.com.vn

Ngành nghề kinh doanh**I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP**

REE là Công ty có nền tảng hoạt động vững chắc với bốn mảng kinh doanh chính tạo ra nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định: (1) Dịch vụ xây lắp cơ điện công trình M&E, (2) Kinh doanh điện gia dụng với thương hiệu Reetech, (3) Cho thuê văn phòng, và (4) Đầu tư chiến lược tập trung ngành tiện ích điện và nước.

REE hiện tại là nhà thầu cơ điện công trình hàng đầu tại Việt Nam, cung cấp dịch vụ M&E cho rất nhiều công trình lớn và có uy tín trên thị trường. Hoạt động cho thuê văn phòng hiện nay, REE đang quản lý và cho thuê với diện tích văn phòng hơn 140,000m² hạng B+C tập trung tại hai quận Tân Bình và Quận 4, Tp. HCM. Mảng đầu tư dài hạn của REE tập trung vào các ngành tiện ích như điện, nước và than rất có tiềm năng phát triển trong tương lai.

Cơ cấu sở hữu

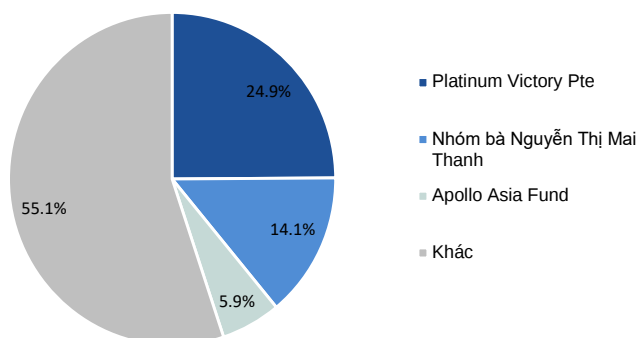
REE được đánh giá là một trong những công ty niêm yết có cơ chế Quản trị và Điều hành được tổ chức tốt nhất hiện nay. Cổ đông lớn nhất hiện tại của REE là nhà đầu tư chiến lược Platinum Victory Pte đến từ Singapore với 24.9%, Bà Mai Thanh-CEO và gia đình là nhóm cổ đông lớn thứ hai với 14.1%, Apollo Asia Fund Ltd chiếm 5.9%, và các cổ đông khác chiếm 55.1%.

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận

Do tính chất các khoản đầu tư chiến lược của REE tại các công ty liên kết đa số ở tỷ lệ dưới mức chi phối nên phần doanh thu không hợp nhất vào doanh thu công ty, dù đóng góp lợi nhuận từ mảng hoạt động này chiếm đa số với 45% trong tổng số lợi nhuận toàn công ty. Tiếp theo, mảng cho thuê văn phòng đóng góp doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt chiếm 11.6% và 17.1% trong toàn bộ công ty. Kế đến, mảng điện máy công trình (M&E) đóng góp phần lớn doanh thu, với 53.0% và lợi nhuận chiếm 16.2%. Thấp nhất, đóng góp từ mảng kinh doanh thương mại máy lạnh lần lượt doanh thu và lợi nhuận chiếm 14.1% và 0.2%.

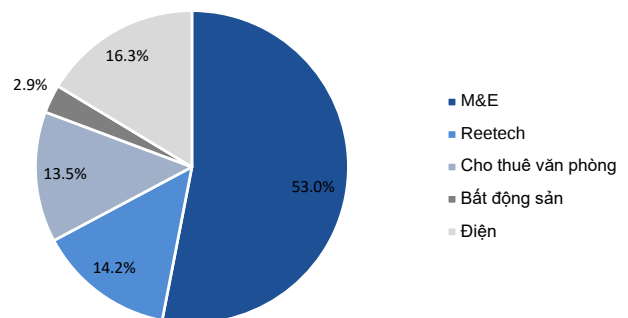
Dự báo cơ cấu lợi nhuận và doanh thu các năm tiếp theo sẽ không có nhiều biến động nhưng tỷ trọng của từng mảng sẽ có nhiều thay đổi do mảng M&E sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2019 trong khi mảng điện được dự báo sẽ gặp nhiều khó khăn năm 2018 do tình hình thủy văn không thuận lợi, doanh thu đóng góp chính vẫn đến từ mảng cơ điện công trình, ước tính khoảng 45%-50%, về lợi nhuận với đóng góp chính tiếp tục đến từ mảng đầu tư chiến lược, ước tính chiếm khoảng 50% trong tổng lợi nhuận công ty.

Hình 1: Cơ cấu sở hữu năm 2018



Nguồn: REE

Hình 2: Cơ cấu doanh thu năm 2018



Nguồn: REE

Mảng dịch vụ xây lắp cơ điện công trình (M&E)

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA REE

REE là công ty hàng đầu về cơ điện công trình cho các công trình thương mại, công nghiệp, dân dụng và cơ sở hạ tầng. Giá trị của các hệ thống M&E chiếm khoảng 20%-30% giá trị các công trình xây dựng, do đó M&E là mảng kinh doanh cốt lõi của REE và luôn chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng doanh thu của công ty trong nhiều năm qua. Trong năm 2018, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của mảng M&E đạt lần lượt là 2,705 tỷ đồng (+15.7% yoy) và 239 tỷ đồng (-25.7% yoy) do công ty hạch toán trước các khoản chi phí liên quan tới dự án Vietinbank Tower. Tổng giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2018 đạt khoảng 3,600 tỷ đồng tương đương cùng kỳ, giá trị hợp đồng chuyển tiếp từ 2018 sang 2019 đạt khoảng 6,500 tỷ đồng.

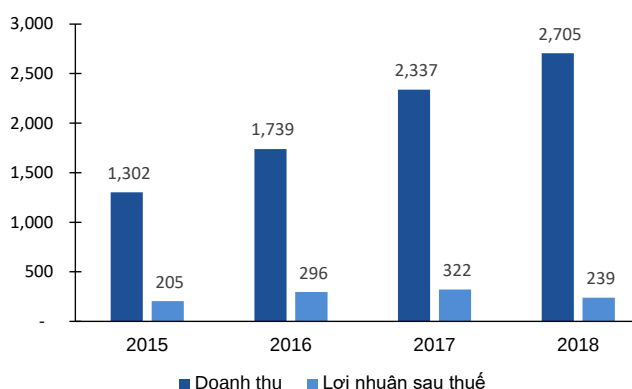
Mảng M&E đóng góp phần lớn vào doanh thu toàn công ty với 53.0%, trong đó những dự án được ký trong 2H2018 bao gồm: chung cư Sunshine Center, Empire City, Opal Tower...

Mặc dù doanh thu tăng trưởng 15.7% yoy nhưng lợi nhuận sau thuế lại giảm -9.0% yoy do gần đây REE phải trích trước các chi phí liên quan tới dự án Vietinbank Tower, ngoài ra các công trình xây dựng của các chủ đầu tư đang bị chậm tiến độ bởi việc thanh tra quản lý, sử dụng đất của Chính Phủ ở các tỉnh thành trên cả nước, và cạnh tranh gay gắt trong ngành dẫn đến biên lợi nhuận ròng của Công ty giảm xuống còn 8.8% (so với 13.8% trong năm 2017).

Do backlog năm 2018 hơn 6,500 tỷ đồng sẽ bảo đảm cho REE tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng trong các năm tới, dự phóng năm 2019 biên lợi nhuận ròng sẽ ổn định trở lại. Chúng tôi dự phóng mảng xây lắp công trình sau 2019 sẽ duy trì trở lại mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt 15% yoy và 26.4% yoy.

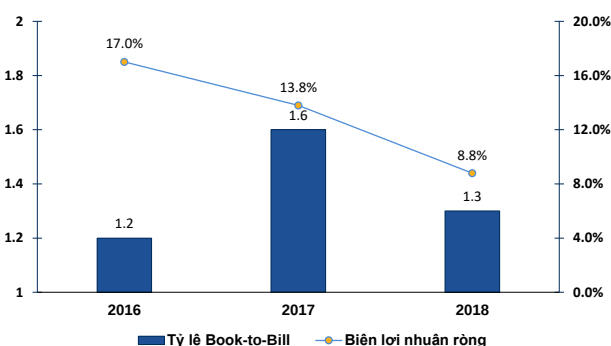
REE M&E đã có kinh nghiệm trong việc xây dựng nhà ga T2 Nội Bài và làm việc với các nhà tổng thầu quốc tế như Nhật Bản, Hàn Quốc... Về dài hạn, theo đánh giá của chúng tôi, khi dự án sân bay Long Thành triển khai, sẽ kéo theo nhiều công việc liên quan đến xây dựng và M&E, chiếm 25-30% giá trị công trình và hy vọng sẽ có nhiều công việc cho REE cùng tham gia xây dựng dự án chiến lược này của Việt Nam.

Hình 3: Doanh thu và lợi nhuận của mảng M&E



Nguồn: REE

Hình 4: Chỉ số hoạt động của mảng M&E



Nguồn: EVS research

Mảng hoạt động cho thuê văn phòng

Hoạt động cho thuê văn phòng là mảng kinh doanh truyền thống của REE và cho dòng tiền và lợi nhuận ổn định trong nhiều năm qua. Hưởng lợi từ kết quả đầu tư văn phòng từ nhiều năm trước với chi phí thấp biên lợi nhuận của hoạt động cho thuê văn phòng luôn duy trì ở mức cao quanh 51% hàng năm và đóng góp lớn vào cơ cấu lợi nhuận của toàn bộ nhóm công ty REE với khoảng 21%.

Hiện tại, REE đang quản lý bất động sản cho thuê với diện tích văn phòng hơn 140,000m² hạng B+C với giá cho thuê bình quân 19-25 USD/m²/tháng. Tỷ lệ lấp đầy văn phòng cho thuê được duy trì gần 100%.

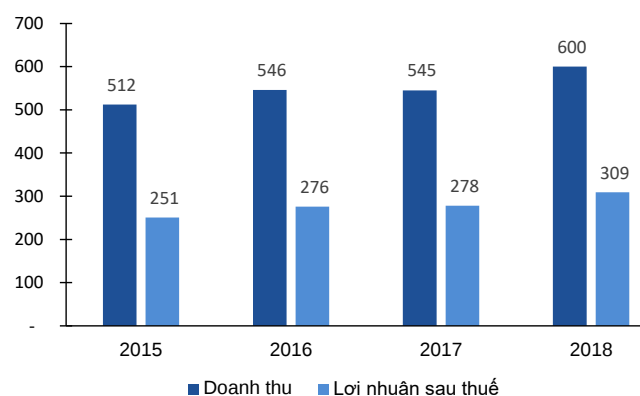
Trong năm 2018 doanh thu và lợi nhuận sau thuế từ mảng bất động sản đạt 838 tỷ đồng (-11.9% yoy) và 420 tỷ đồng (+3.4% yoy), trong đó mảng cho thuê văn phòng ước đạt doanh thu 688 tỷ đồng (+26.2% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 354 tỷ đồng (+27.3% yoy) nhờ đóng góp của tòa nhà Etown Central (số 11 Đoàn Văn Bơ, quận 4, Tp.HCM) với tỷ lệ lấp đầy hiện tại là gần 100%, nhưng hiện chưa ghi nhận toàn bộ doanh thu và lợi nhuận từ tòa nhà này do một số khách hàng thuê cần 1-2 tháng để thiết kế lại văn phòng, những tháng này REE sẽ không thu phí từ khách hàng.

Giá cho thuê văn phòng dự báo sẽ tăng nhẹ trong các năm sắp tới, hiện giá cho thuê văn phòng trung bình của REE là 17.8 USD/m². Theo báo cáo của CBRE và Savills, dự báo giá thuê văn phòng đang trong xu hướng tăng giá, ước tính giai đoạn 2018-2020 tăng trưởng khoảng 5%-6% hàng năm, và nhu cầu phân khúc văn phòng hạng B+C cũng sẽ tăng theo nhờ nhu cầu lớn từ các công ty cho thuê văn phòng chia sẻ tham gia vào thị trường. Theo đó, chúng tôi dự phóng năm 2019 doanh thu mảng cho thuê văn phòng doanh thu và lợi nhuận dự phóng tăng trưởng lần lượt 15.2% và 15% yoy.

REE đã thông qua kế hoạch phát hành trái phiếu 2,320 tỷ đồng với lãi suất 7% cố định sử dụng vào việc phát triển các dự án bất động sản văn phòng cho thuê trên quỹ đất hiện hữu (khu văn phòng Etown) và mua thêm các quỹ đất mới.

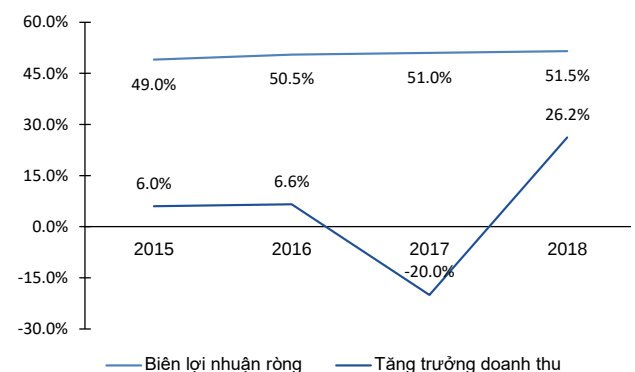
Ngoài ra, REE cũng đang tiếp tục hoàn thiện dự án cao ốc Etown 5 (364 Cộng Hòa, quận Tân Bình, TPHCM). Dự án Etown 5 cao 17 tầng, có 3 tầng hầm với tổng diện tích sàn là 30,000m² (diện tích cho thuê ước tính là 14,000m²), dự kiến hoàn thành và đi vào hoạt động trong Q2.2019 sẽ là một trong những tòa nhà văn phòng được đầu tư hiện đại bậc nhất hiện nay. Hiện số người đăng ký thuê văn phòng của Etown 5 gần 100%, nhưng việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sẽ có độ trễ do thời gian thiết kế của các đơn vị đi thuê. Etown 5 sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận vào Q3 và Q4 năm 2019.

Hình 5: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế mảng cho thuê văn phòng



Nguồn: REE

Hình 6: Biên lợi nhuận ròng mảng cho thuê văn phòng



Nguồn: EVS

Hình 7: Các tòa nhà hiện tại cho thuê của REE trong năm 2018

Tên	Diện tích (m2)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá cho thuê ước tính (USD)
Etown	29,505	95%	19
Etown ew	4,233	100%	16
Etown 2	26,388	95%	19
Etown 3	13,000	90%	16
Etown 4	10,500	90%	17
IDC Building	2,004	100%	23
Maison	1,353	100%	23
ReeCorp	3,370	100%	21
REE Tower	18,482	100%	23
REE Bà Hom	1,574	100%	15
Etown Central	34,000	100%	25
Etown 5*	14,000	NA	NA
Tổng diện tích cho thuê	158,409		

Nguồn: REE, EVS, * dự kiến hoạt động trong Q2.2019

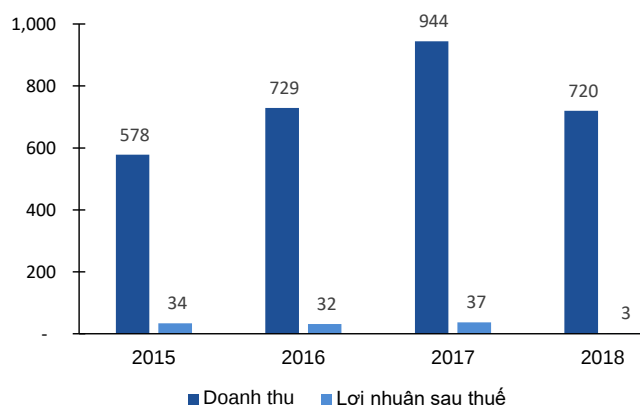
Mảng sản xuất kinh doanh điện gia dụng (Reetech)

ReeTech là sản phẩm chủ lực của REE ở mảng sản xuất và kinh doanh hàng điện, điện lạnh gia dụng. Theo báo cáo nghiên cứu của BSRIA, thương hiệu máy lạnh ReeTech chiếm khoảng 8% thị phần trong nước, và hiện đang đối mặt với sự cạnh tranh với các hãng điện tử gia dụng lớn từ nước ngoài như Samsung, LG, Toshiba, Sanyo. Tuy nhiên, với sự thành lập liên doanh với hãng General từ Nhật Bản, đặc biệt là năm 2019 kỳ vọng thời tiết hạn hán sẽ giúp ReeTech có sự khởi sắc cả doanh thu và doanh số bán hàng, khi thương hiệu máy lạnh mới General được quảng bá rộng rãi đến người tiêu dùng.

Năm 2018, mảng Reetech đạt doanh thu và lợi nhuận sau thuế 720 tỷ đồng (-23.7% yoy) và 3 tỷ đồng (-91.9% yoy). Chúng tôi dự phóng hoạt động kinh doanh thương mại với thương hiệu ReeTech tiếp tục đối mặt với sự cạnh tranh mạnh mẽ với các thương hiệu máy lạnh nước ngoài trong năm 2019.

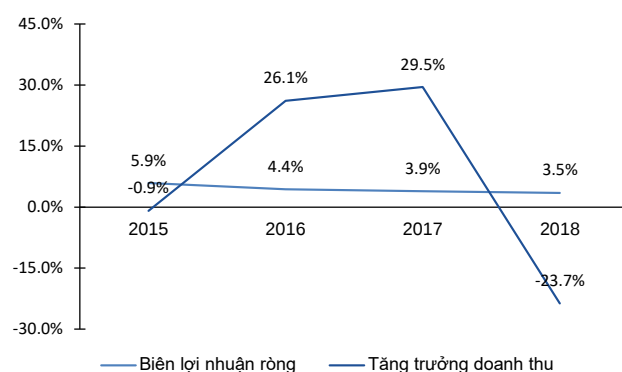
Qua trao đổi với REE, REE cho biết cũng có ý định thoái vốn khỏi ReeTech nếu tìm được nhà đầu tư và giá mua phù hợp, do mảng ReeTech cũng chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong lợi nhuận (2.9%). Việc thoái vốn sẽ giúp REE tập trung hơn cho các mảng hoạt động chính khác.

Hình 8: Doanh thu và lợi nhuận của mảng Reetech



Nguồn: REE

Hình 9: Biên lợi nhuận ròng của mảng Reetech



Nguồn: REE

Mảng đầu tư chiến lược

REE tập trung đầu tư vào các công ty thuộc ngành tiện ích gồm điện và nước. Tổng giá trị tài sản khoản mục đầu tư cuối năm 2018 chiếm 45% giá trị tài sản toàn công ty và REE sẽ gia tăng khoản mục đầu tư thông qua việc tìm kiếm các khoản đầu tư mới-tập trung vào các công ty điện & nước với mức sinh lời hợp lý.

Tỷ suất sinh lời (ROI) toàn bộ hoạt động đầu tư chiến lược đạt mức 11%-15% là khá tốt, chúng tôi kỳ vọng REE tiếp tục duy trì mức sinh lời cao này trong năm 2018 và các năm sau đó.

Hình 10: Danh sách các công ty liên kết REE đang nắm giữ (tỷ đồng):

Tên Công ty	MCK	Tỷ lệ sở hữu (1)	Book value 2018	Vốn hóa 06.03.2018 (2)	Giá trị thuộc sở hữu của REE (1)*(2)
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH	21.01%	734	3,537	743
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	SBA	25.76%	581	863	222
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	22.68%	595	3,201	726
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	42.63%	585	2,513	1,071
CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng	ISH	34.30%	184	733	251
CTCP Thủy điện Bình Điền	NA	25.47%	75	Na	75
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	24.09%	1,377	7,678	1,850
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	NBP	29.45%	75	139	41
CTCP Phong điện Thuận Bình	NA	25.00%	50	NA	50
CTCP Đầu tư nước sạch sông Đà	NA	35.88%	693	NA	693
CTCP B.O.O Nước Thủ Đức	NA	42.07%	283	NA	283
CTCP Đầu tư và kinh doanh Nước sạch Sài Gòn	NA	40.00%	130	NA	130
CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp	NA	32.00%	89	NA	89
CTCP Cấp nước Thủ Đức	TDW	44.17%	63	244	108
CTCP nước Nhà Bè	NBW	20.02%	40	177	35
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW	20.05%	31	253	51
CTCP Nước sạch Sông Đà	VCW	35.95%	765	2,625	944
CTCP Địa ốc Sài Gòn	SGR	28.87%	187	865	250
CT TNHH Trịnh Xá Đa Hội	NA	18.73%	251	NA	251
CTCP Cơ điện Đoàn Nhất	NA	35.00%	38	NA	38
Tổng			6,826		7,901

Nguồn: REE, EVS

Hiện tại, CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) là khoản đầu tư lớn nhất của REE, với giá trị đầu tư đạt 1,377 tỷ đồng, chiếm 20.2% giá trị đầu tư và cũng đóng góp chính vào lợi nhuận mảng đầu tư chiến lược, chiếm 29.5% trong năm 2018.

Hiện tại, CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) là khoản đầu tư lớn nhất của REE, với giá trị đầu tư đạt 1,377 tỷ đồng, chiếm 20.2% giá trị đầu tư và cũng đóng góp chính vào lợi nhuận mảng đầu tư chiến lược, chiếm 29.5% trong năm 2018. Lợi nhuận từ PPC trong 2018 đóng góp 278 tỷ đồng (chiếm 27.9% tổng lợi nhuận từ liên doanh liên kết 2018) vào tổng lợi nhuận từ liên doanh liên kết. Kết quả PPC 2018 tăng trưởng tốt so với cùng kỳ do sản lượng tiêu thụ điện đạt 4,950 triệu kWh (+9.7% yoy) và giá bán bình quân 1,025 đồng/kWh (+61% yoy). Trong năm 2018 PPC đã chi 350 tỷ đồng cho hoạt động bảo trì và đã được hạch toán hết vào vào chi phí trong năm 2018, PPC không có kế hoạch bảo trì trong năm 2019 nhưng có khả năng sẽ chi 400 tỷ đồng bảo trì trong năm 2020. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế trong năm 2018 đạt lần lượt là 7,116 tỷ đồng (+14.1% yoy) và 1,155 tỷ đồng (+35.4% yoy). El Nino được kỳ vọng sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2019, thời tiết nắng nóng sẽ tăng nhu cầu sử dụng điện và giá điện được kỳ vọng tăng.

PPC có kế hoạch nâng cấp nhà máy Phả Lại 1 và các dự án giảm phát khí thải mới đối với Phả Lại 1 và Phả Lại 2 với tổng chi phí ước tính khoảng 4,500 tỷ đồng, điều này sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận cũng như khả năng trả cổ tức trong tương lai của PPC. Ngoài ra, PPC đã trả hết các khoản nợ bằng đồng JPY, lợi nhuận trong tương lai sẽ không còn phụ thuộc quá nhiều vào sự biến động tỷ giá VND/JPY.

Những năm gần đây, đóng góp lợi nhuận từ hoạt động đầu tư chiến lược vào nhóm REE chiếm tỷ lệ cao nhất với tỷ lệ 30%-50% và do đó ảnh hưởng quan trọng đến kết quả hoạt động chung của toàn nhóm REE. Tính đến thời điểm hiện tại, REE đang sở hữu 696 MW công suất phát điện và 446,200 m³/ngày tại 4 nhà máy nước.

Trong năm 2018, mảng đầu tư liên doanh liên kết đạt 998 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng 39.0% yoy nhờ đóng góp lớn từ PPC và các công ty thủy điện được hưởng lợi từ tình hình thủy văn thuận lợi..

Trong năm 2019, chúng tôi ước tính REE sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ sở hữu lớn như hiện nay và tiếp tục tìm cách gia tăng tỷ lệ sở hữu khi có cơ hội tại các công ty điện như Thủy điện Thác Bà (TBC), Thủy điện Thác Mơ (TMP), Nhiệt điện Phả Lại (PPC) và BOO Thủ Đức và dự báo không có những biến động lớn.

Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao chiến lược đầu tư vào các công ty như nhà máy nhiệt điện, nhà máy thủy điện, nhà máy xử lý và cung cấp nước sạch. Các khoản đầu tư này có tính chất lâu dài, mang tính rủi ro thấp vì phục vụ nhu cầu của đa số dân cư.

III. TRIỂN VỌNG NĂM 2019

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận năm 2019 đạt lần lượt là 5,782 tỷ đồng (+13.3% yoy) và 1,809 tỷ đồng (+2.9%).

Trong năm 2019, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 5,782 tỷ đồng (+13.3% yoy) và 1,809 tỷ đồng (+2.9% yoy). Nếu loại bỏ khoản lợi nhuận từ việc chuyển giao đất trong năm 2018 (lợi nhuận từ việc chuyển giao này là 121 tỷ đồng) thì lợi nhuận sau thuế của REE năm 2019 tăng 9.1%.

Nhờ số lượng hợp đồng chuyển tiếp trong năm 2018 là 6,500 tỷ đồng, sẽ giúp mảng M&E tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng 15%-20% trong các năm tới. Cho năm 2019, mảng M&E dự báo doanh thu đạt 3,110 tỷ đồng (+15% yoy), biên lợi nhuận ròng trở về mức bình thường do không còn chi phí trích trước như trong năm 2018 đạt 13.5%, do đó lợi nhuận ròng năm 2019 đạt 419 tỷ đồng (+75.3% yoy).

Mảng Reetech chúng tôi dự báo sẽ không có nhiều biến động trong năm 2019, đây chỉ là mảng phụ trợ cho mảng M&E và đóng góp tỷ trọng nhỏ trong lợi nhuận của REE. Trong năm 2019, Reetech kỳ vọng đạt mức doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 828 tỷ đồng (+15% yoy) và 31 tỷ đồng (+933.3% yoy).

Mảng cho thuê văn phòng sẽ là mảng đóng góp chính tăng trưởng trong năm 2019.

Mảng cho thuê văn phòng sẽ đóng góp tăng trưởng chính vào lợi nhuận năm 2019, khi tòa nhà Etown central bắt đầu ghi nhận toàn bộ doanh thu và lợi nhuận, ngoài ra còn có sự đóng góp của tòa nhà Etown 5 với 14,000 m² sàn cho thuê, giá cho thuê trung bình 17 USD/m² bắt đầu đi vào hoạt động trong Q2.2019. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế trong năm 2019 dự báo đạt là 805 tỷ đồng (+17.0% yoy) và 415 tỷ đồng (+17.2% yoy).

Tình hình thủy văn năm nay được dự báo là không thuận lợi cho thủy điện như trong năm 2018 nên đóng góp từ mảng điện sẽ giảm so với 2018. Cụ thể, trong năm 2019 chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 800 tỷ đồng (-5.1% yoy) và 865 tỷ đồng (-21.9% yoy).

Tỷ đồng	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F
Doanh thu thuần	2,643	3,659	4,995	5,106	5,694
Giá vốn hàng bán	1,752	2,478	3,566	3,574	3,969
Lợi nhuận gộp	891	1,182	1,429	1,532	1,726
Chi phí bán hàng	54	89	95	109	123
Chi phí quản lý doanh nghiệp	182	220	242	277	292
Chi phí tài chính	81	68	275	203	173
Lợi nhuận trước thuế	1,046	1,376	1,721	2,206	2,142
Lợi nhuận sau thuế	888	1,174	1,523	1,757	1,809

Nguồn: REE, EVS dự phóng

IV. RỦI RO ĐẦU TƯ

Sự biến động của chu kỳ bất động sản sẽ ảnh hưởng tới các mảng hoạt động chính của REE (M&E, bất động sản).

Mảng điện của REE bị ảnh hưởng nhiều bởi tình hình thủy văn, và việc nâng cấp nhà máy Phả Lại 1 và Phả Lại 2 có thể ảnh hưởng tới lợi nhuận và cổ tức của PPC trong tương lai.

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Do REE có nhiều mảng kinh doanh khác nhau và hoạt động như một tập đoàn đa ngành, do đó chúng tôi đánh giá và áp dụng phương pháp định giá từng phần đối với REE là hợp lý nhất. Theo đó, chúng tôi định giá REE theo 2 phần chính: (1) các khoản đầu tư và công ty liên doanh liên kết (đầu tư và lĩnh vực tiện ích); (2) bao gồm 3 hoạt động chính còn lại của Công ty: mảng cơ điện lạnh (M&E), mảng sản xuất kinh doanh điện gia dụng (ReeTech) và mảng cho thuê văn phòng (Office).

Chúng tôi áp dụng phương pháp Mark-to-Market đối với phần (1)- danh mục đầu tư vào lĩnh vực tiện ích: như bảng 1 chúng ta thấy rằng giá trị thị trường của các công ty liên doanh liên kết của REE đạt 7,901 tỷ đồng (đối với những công ty không niêm yết chúng tôi giả định giá thị trường bằng giá trị mà REE đã đầu tư (book value)).

Áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với phần (2): với 3 mảng hoạt động chính M&E, ReeTech, và cho thuê văn phòng.

Bảng chiết khấu dòng tiền đối với mảng (2) đã loại bỏ phần lợi nhuận từ liên doanh liên kết:

	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	1,309	1,495	1,590	1,723	1,836
- Thuế	(221)	(264)	(290)	(322)	(351)
+ Khấu hao	230	235	240	246	252
- Vốn lưu động	(205)	(36)	(47)	(45)	(59)
- Mua sắm tài sản cố định	(84)	(86)	(105)	(96)	(253)
FCFF	1,006	1,320	1,375	1,492	1,420

Beta	1.10
Lợi nhuận thị trường kỳ vọng (Rm)%	16.48%
Lãi suất phi rủi ro	4.75%
Chi phí vốn (COE) %	17.5%
Chi phí nợ (COD) %	7.0%
Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) %	16.4%

Giá trị chiết khấu FCFF (tỷ đồng)	5,735
+ Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn (tỷ đồng)	1,150
- Tổng nợ vay (tỷ đồng)	1,837
Giá trị của khoản đầu tư	7,901
Giá trị khoản Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	12,949
Số lượng cổ phiếu	310,050,296
Giá cổ phiếu (VND)	41,767

Khuyến nghị: Dựa trên kết quả định giá và phân tích nêu trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu REE với mức giá mục tiêu **41,800 đồng/cổ phiếu**.

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018
Doanh số thuần	3,659.36	4,995.17	5,100.65
Giá vốn hàng bán	-2,477.73	-3,565.77	-3,872.58
Lãi gộp	1,181.63	1,429.40	1,228.07
Thu nhập tài chính	176.06	174.54	303.53
Chi phí tài chính	-67.67	-274.78	-111.47
Trong đó: Chi phí lãi vay	-60.16	-104.64	-224.93
Chi phí bán hàng	-89.02	-94.59	-98.58
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-220.29	-241.82	-216.78
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,368.55	1,711.67	2,103.59
Thu nhập khác	15.28	18.61	23.84
Chi phí khác	-8.07	-9.13	-9.42
Thu nhập khác, ròng	7.21	9.48	14.42
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,375.75	1,721.15	2,118.00
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-202.09	-198.32	-233.25
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,173.66	1,522.83	1,884.75
Lợi ích của cổ đông thiểu số	80.42	145.74	100.77
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,093.24	1,377.09	1,783.98

Chỉ số hoạt động	2016	2017	2018
Tỷ suất lợi nhuận gộp	32.29%	28.62%	24.08%
Tỷ suất EBIT	23.84%	21.88%	17.89%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	37.60%	34.46%	41.52%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	32.07%	30.49%	36.95%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2016	2017	2018
Gián tiếp - Tỷ VNĐ			
Lãi trước thuế	1,375.75	1,721.15	2,118.00
Khấu hao TSCĐ	139.56	130.12	161.30
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-560.02	-888.64	-1,301.31
Chi phí lãi vay	60.16	105.04	226.51
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,008.02	1,131.17	1,022.83
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	363.33	-98.13	-731.74
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-503.44	-324.11	596.22
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	93.70	446.40	-267.41
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-37.46	-8.41	-30.85
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	680.52	992.25	96.66
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-308.56	-584.27	-348.34
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1.94	6.14	0.32
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-872.53	-496.99	-1,419.23
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	522.21	665.00	794.65
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-1,310.08	-911.29	-388.38
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp	214.41	110.59	433.83
Cổ tức và tiền lãi nhận được	548.28	729.30	700.47
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,204.33	-481.52	-226.69
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0.00	36.50	0.02
Tiền thu được các khoản đi vay	2,167.68	3,907.01	1,921.24
Tiền trả các khoản đi vay	-1,797.11	-2,420.37	-1,722.16
Cổ tức đã trả	-293.36	-597.10	-601.66
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	65.48	926.03	-402.57
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-458.33	1,436.76	-532.59
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,419.72	960.03	2,397.19
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	960.03	2,397.19	1,865.10

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018
TÀI SẢN NGẮN HẠN	4,105.23	5,651.35	6,016.43
Tiền và tương đương tiền	960.03	2,397.19	1,865.10
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	749.17	516.56	1,168.93
Các khoản phải thu	1,148.40	1,130.68	1,966.05
Hàng tồn kho, ròng	1,230.32	1,555.63	969.07
TÀI SẢN DÀI HẠN	7,291.41	8,643.32	9,483.16
Phải thu dài hạn	36.95	36.13	33.56
Tài sản cố định	528.64	492.27	445.42
Giá trị ròng tài sản đầu tư	673.43	624.01	1,602.83
Tài sản dở dang dài hạn	571.48	1,127.74	153.22
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	11,396.64	14,294.67	15,499.59
NỢ PHẢI TRẢ	3,675.49	5,601.39	5,571.22
Nợ ngắn hạn	2,617.61	2,926.95	3,055.70
Phải trả người bán	405.82	445.71	475.51
Người mua trả tiền trước	1,169.24	1,329.50	968.81
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	0.47	6.60	11.50
Vay ngắn hạn	594.47	672.10	1,111.46
Nợ dài hạn	1,057.88	2,674.44	2,515.52
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0.00	0.00	0.00
Người mua trả tiền trước dài hạn	0.00	0.00	0.00
Doanh thu chưa thực hiện	0.00	215.72	209.12
Vay dài hạn	899.22	2,308.62	2,069.93
VỐN CHỦ SỞ HỮU	7,721.14	8,693.28	9,928.37
Vốn góp	3,100.59	3,100.59	3,100.59
Thặng dư vốn cổ phần	1,050.49	1,050.49	1,050.49
Lãi chưa phân phối	2,765.89	3,642.40	4,927.78
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	565.01	658.94	609.52
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	11,396.64	14,294.67	15,499.59

Chỉ số chính	2016	2017	2018
Chỉ số định giá			
P/E	9.78	7.77	6.00
P/E pha loãng	9.86	7.83	6.04
P/B	1.49	1.33	1.15
P/S	2.92	2.14	2.10
P/Tangible Book	1.39	1.24	1.08
P/Cash Flow	15.72	10.78	110.66
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	11.10	9.22	11.19
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	12.87	10.32	13.16
Hiệu quả quản lý			
ROE%	15.18	16.78	19.16
ROA%	10.41	10.72	11.98
ROIC%	9.47	9.36	6.96
Cấu trúc tài chính			
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.43	0.83	0.63
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.87	1.22	1.28
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.57	1.93	1.97
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.48	0.64	0.56
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.32	0.39	0.36
Chỉ số hoạt động			
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	5.27	7.02	5.43
Hệ số quay vòng HTK	2.68	2.51	3.02
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	7.86	8.38	8.41

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +14%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-14%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -14%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- www.eves.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

Chi nhánh Hàm Nghi:

Tầng 4, Ruby Tower, 81-85 Hàm Nghi, Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 3915 2616 - Fax: (84) 28 3915 2618

Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586