



Công Ty Cổ Phần Cơ Điện Lạnh [MUA, +35.1%] (REE: HOSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

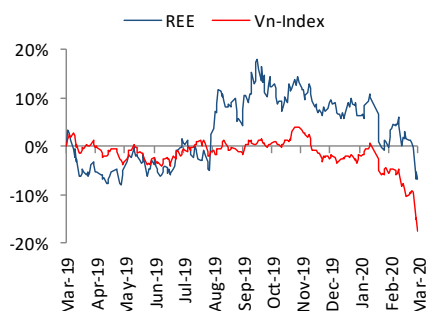
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	27,000
Giá mục tiêu (đồng/cp)	36,500
Tiềm năng tăng/giảm (%)	35.1
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	36,500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	29,498
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	(13.6)
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	(16.8)
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	(6.6)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	9,255
KLGDQ (SLCP, 3 tháng)	712,845
SL CP lưu hành (triệu cp)	310,058
Nước ngoài đang sở hữu (%)	49.0
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	5.6
P/E dự phóng 12 tháng (x)	4.6

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2017A	2018A	2019E	2020F
Doanh thu (tỷ đồng)	4,995	5,106	5,268	5,708
Tăng trưởng (% y/y)	35.4	3.0	3.2	8.3
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,523	1,757	1,638	1,850
Tăng trưởng (% y/y)	26.0	27.6	(6.7)	12.3
Biên lợi nhuận ròng (%)	30.5	36.9	31.1	32.4
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	8,034	9,928	11,101	11,476
Tổng tài sản (tỷ đồng)	13,635	15,499	19,619	26,792
ROA (%)	10.7	12.0	9.3	7.9
ROE (%)	16.8	19.2	15.5	16.4
EPS (đồng)	4,441	5,754	5,287	5,960
BVPS (đồng)	27,935	31,923	35,809	37,019
Cổ tức (đồng)	1,600	1,600	1,800	1,600
P/E (x)	7.8	6.0	6.7	4.6
EV/EBITDA (x)	9.2	11.2	12.6	13.5
P/B (x)	1.3	1.2	1.0	0.97

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-Index



Nguồn: FiinPro

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- REE là công ty đầu tư chủ yếu vào lĩnh vực điện và nước, chiếm khoảng 70% lợi nhuận sau thuế của công ty. Chúng tôi cho rằng việc dịch bệnh bùng phát không làm ảnh hưởng quá nhiều tới các lĩnh vực REE đang đầu tư.
- Biên lợi nhuận gộp trong năm 2019 là 25.4% tăng nhẹ so với cùng kỳ năm 2018 là 24.0%, biên lợi nhuận gộp được cải thiện so với cùng kỳ do mảng cho thuê văn phòng với biên lợi nhuận gộp cao khoảng 50%-60% tăng trưởng tốt.
- Tình hình thủy văn được dự báo sẽ tiếp tục bất lợi trong năm 2020, chúng tôi dự báo mảng thủy điện sẽ không có nhiều tăng trưởng trong năm 2020.

ĐIỂM HỖ TRỢ ĐẦU TƯ

- Mảng bất động sản và cho thuê văn phòng sẽ tiếp tục đóng góp chính vào sự tăng trưởng của REE trong năm 2020 khi tòa nhà Etown 5 và Etown Central tiếp tục ghi nhận lợi nhuận.
- Chúng tôi ước tính công ty có khả năng ghi nhận lợi nhuận trước thuế thêm 210 tỷ đồng vào Q1.2020 từ đánh giá lại công ty con theo thông tư 202 nếu REE chào mua thành công 60 triệu cổ phiếu nâng sở hữu từ 21.1% lên 50.08%.
- Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 ước tính đạt 5,708 tỷ đồng (+8.3% yoy) và 1,850 tỷ đồng (+12.3% yoy) chưa tính lợi nhuận từ định giá lại công ty con.

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 **36,500 đồng/cổ phiếu**.
- Rủi ro: chu kỳ bất động sản và dịch bệnh có thể ảnh hưởng đến mảng xây dựng M&E và mảng bất động sản.

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 36,500 đồng/cổ phiếu

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của REE năm 2019 đạt 4,896 tỷ đồng (-9.6% yoy) và 1,639 tỷ đồng (-8.1% yoy), EPS đạt 5,287 đồng/cổ phiếu.

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2019

REE công bố kết quả kinh doanh với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 4,896 tỷ đồng (-9.6% yoy) và 1,639 tỷ đồng (-6.7% yoy). Doanh thu giảm mạnh so với ước tính của chúng tôi trong báo cáo trước do mảng M&E sụt giảm 14.0% so với cùng kỳ chỉ đạt 974 tỷ đồng, và mảng bất động sản chỉ đạt 284 tỷ đồng (-19.3% yoy) trong Q4.2019 do thị trường bất động sản chưa có dấu hiệu phục hồi rõ ràng. Ngoài ra, chi phí tài chính cũng tăng mạnh trong Q4.2019 đạt 110 tỷ đồng (+72.5% yoy) làm lợi nhuận sau thuế Q4.2019 chỉ đạt 449 tỷ đồng (-18.4% yoy).

Biên lợi nhuận gộp trong năm 2019 là 25.4% tăng nhẹ so với cùng kỳ năm 2018 là 24.0%, biên lợi nhuận gộp được cải thiện so với cùng kỳ do mảng cho thuê văn phòng với biên lợi nhuận gộp cao khoảng 50%-60% tăng trưởng tốt. Các mảng cho thuê văn phòng có sự tăng trưởng khá tốt khi Etown 5 bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận cho thuê văn phòng trong 6 tháng cuối năm 2019.

Tình hình thủy văn bất lợi đã làm cho kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp thủy sụt giảm mạnh so với cùng kỳ với 15 trong tổng số 19 doanh nghiệp thủy điện được thống kê giảm doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ, trong khi đó mảng nhiệt điện với khoản đầu tư lớn nhất vào PPC cũng cho kết quả kém khả quan so với cùng kỳ.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2020

Năm 2020 dự kiến doanh thu đạt 5,708 tỷ đồng (+16.7% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,850 tỷ đồng (+12.9% yoy).

Trong năm 2020, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của REE dự kiến lần lượt đạt 5,708 tỷ đồng (+16.7% yoy) và 1,850 tỷ đồng (+12.9% yoy). REE đã mua vào 60 triệu cổ phiếu VSH, nâng số lượng nắm giữ cổ phiếu VSH từ 21.1% lên 50.08%, chuyển từ công ty liên doanh, liên kết thành công ty con và sẽ đánh giá lại khoản đầu tư vào VSH, theo ước tính của chúng tôi REE sẽ ghi nhận lợi nhuận từ việc mua thành công VSH vào Q1.2020 với lợi nhuận trước thuế là 210 tỷ đồng. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận từ việc mua VSH, lợi nhuận sau thuế của REE năm 2020 dự phóng đạt 1,832 tỷ đồng (+9.0% yoy).

Mảng cơ điện lạnh ước tính tăng trước đạt 15% đạt mức doanh thu khoảng 3,500 tỷ đồng và biên lợi nhuận được giữ ở mức ổn định, lợi nhuận sau thuế mảng M&E ước tính đạt khoảng 260 tỷ đồng.

Mảng cho thuê văn phòng tiếp tục là động lực tăng trưởng trong năm 2020, REE có kế hoạch bắt đầu khởi công dự án Etown 6 trong cuối năm 2020, Etown 6 sẽ bổ sung thêm cho REE 70.000m² diện tích cho thuê từ năm 2023 trở đi (tăng 50% so với diện tích hiện nay là 150.000m²). Nguồn vốn đầu tư dự kiến là 2,000 tỷ đồng, chúng tôi cho rằng REE sẽ dùng nguồn vốn từ phát hành trái phiếu khoảng 2,300 tỷ đồng trong Q1.2019 để phát triển Etown 6.

Mảng kinh doanh điện nước dự báo sẽ không có nhiều biến động so với năm 2019, tình hình thủy văn tiếp tục gặp bất lợi dưới tác động của El Nino. Lợi nhuận sau thuế năm 2020 dự báo đạt khoảng 1,000 tỷ đồng

REE vừa thông báo chi trả cổ tức bằng tiền mặt 1,600 đồng/cổ phiếu, thời gian chi trả dự kiến là 10/04/2020.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2019E-2020F

Chỉ tiêu	2016A	2017A	2018	2019E	2020F
Doanh thu thuần	3,659	4,995	5,106	4,889	5,708
Giá vốn hàng bán	2,478	3,566	3,574	3,643	4,249
Lợi nhuận gộp	1,182	1,429	1,532	1,246	1,659
Chi phí bán hàng	89	95	109	78	106
Chi phí quản lý doanh nghiệp	220	242	277	222	319
Lợi nhuận trước thuế	1,376	1,721	2,206	1,920	2,028
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	1,174	1,523	1,757	1,638	1,850

Nguồn: REE, EVS dự phóng

Định giá và Khuyến nghị

Với mức giá hiện tại 27,000 đồng/cp, REE hiện đang giao dịch tại mức PE forward 2020 là 4.6x. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần đối với REE. 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.

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu REE giá mục tiêu 36,500 đồng/cổ phiếu

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 **36,500 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	Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2016	2017	2018
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