

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

Ngày 19 tháng 8 năm 2014

BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (19/8/2014)	(đồng/cp)	27.200
Giá mục tiêu		28.400
Khuyến nghị ngắn hạn		Năm giữ
Ngưỡng kháng cự trung hạn		28.900
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn		26.800
Mã Bloomberg: REE VN	Sàn niêm yết: HSX	
Ngành: M&E, cho thuê văn phòng, đầu tư tài chính		
Bêta		1,23
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần (nghìn đồng)		34,9 / 21,0
Khối lượng lưu hành (triệu cp)		265,6
Vốn hóa (tỷ đồng)		7.226
Tỷ lệ free-float (triệu cp)		185,0
KLGDĐQ 12 tháng (cp)		1.442.948
Sở hữu nước ngoài (%)		48,4%

Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (đồng)
2014 VPBS dự báo	5,6%	2.407
Trượt 12 tháng gần nhất (tại cuối Q2/2014)	5,9%	2.913
2013	5,9%	3.980
2012	5,9%	2.704
2011	5,9%	2.464

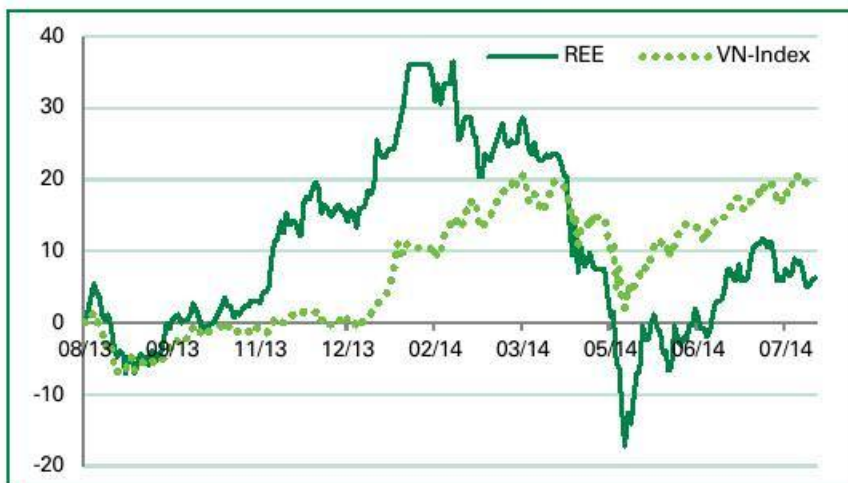
Chỉ số tài chính	REE	Nhóm cùng ngành	VNI
2014 P/E	11,2	16,8	14,3
2014 P/B	1,2	2,1	2,2
2013 Nợ vay/VCSH	10,1%	88,5%	97,6%
2013 Biên LN ròng	40,4%	3,0%	9,9%
2013 ROE	14,4%	17,9%	14,9%
2013 ROA	20,7%	4,5%	3,4%

Giới thiệu về công ty:

REE được thành lập vào năm 1977, và là một đơn vị quốc doanh, niêm yết trên Sàn Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2000.

Các ngành nghề kinh doanh bao gồm: cơ điện công trình (chiếm 60% doanh thu hợp nhất 6T2014); sản xuất, lắp ráp và phân phối hệ thống điều hòa không khí (20%); và quản lý và khai thác bất động sản (20%). Ngoài ra, REE còn có những khoản đầu tư chiến lược phần lớn vào các ngành cơ sở hạ tầng.

Nhóm cùng ngành: thông tin ngành thể hiện ở bảng trên là chỉ số trung bình của các công ty thuộc thị trường Châu Á mới nổi chuyên về dịch vụ M&E và sản xuất máy điều hòa, do thiếu các công ty niêm yết trong nước có cùng quy mô với REE cũng như do sự đa dạng trong hoạt động kinh doanh của REE. (xem thêm chi tiết ở trang 7)



Trong báo cáo cập nhật CTCP Cơ điện lạnh (REE-HSX), chúng tôi thay đổi khuyến nghị dài hạn từ MUA sang NĂM GIỮ và kỳ vọng mức tăng giá và lợi suất cổ tức là 10% dựa trên các yếu tố sau:

- ❖ **Lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết 6T2014 giảm sâu 99,5%** so với cùng kỳ, chủ yếu do kết quả kinh doanh thấp của CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC-HSX). Chúng tôi dự báo thận trọng khoản lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết năm 2014 sẽ thấp hơn 90% so với năm ngoài.
- ❖ **Lợi nhuận mảng dịch vụ cơ điện công trình (M&E) tăng cao** nhờ vào các dự án lớn hoàn thành. Lợi nhuận kinh doanh 6T2014 của mảng này tăng mạnh 87,7% so với cùng kỳ năm ngoài. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh năm 2014 của mảng này lần lượt tăng 15,0% và 98,7% so với năm ngoài.
- ❖ **Mô hình định giá** chiết khấu dòng tiền (DCF) và tổng các giá trị thành phần (SOP) của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là 28.400 đồng/cổ phiếu, với mức tăng giá dự kiến là 4,4% so với giá đóng cửa vào ngày 19 tháng 8 năm 2014, và lợi suất cổ tức năm 2014 ước tính là 5,6%.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

KẾT QUẢ KINH DOANH 6T2014

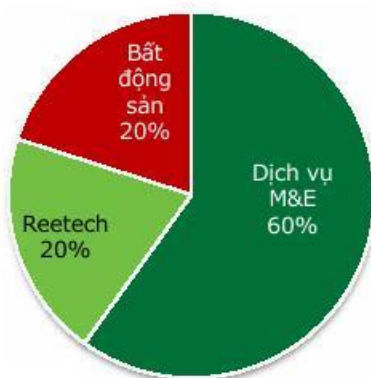
Trong 6 tháng đầu năm 2014 (6T2014), REE ghi nhận 1.171,0 tỷ đồng doanh thu thuần hợp nhất, tăng 4,3% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, mảng M&E vẫn đóng vai trò lớn nhất (59,9% doanh thu thuần), theo sau là bất động sản (20,1%) và Reetech (20,0%). Lợi nhuận hoạt động kinh doanh hợp nhất cũng tăng 21,3% so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu do tăng biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh của mảng dịch vụ M&E (từ 10% trong 6T2013 lên đến 18% trong 6T2014). Tuy nhiên, lãi ròng hợp nhất lại giảm mạnh 31,6% so với cùng kỳ năm ngoái xuống còn 437,5 tỷ đồng, do sự sụt giảm lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết. Như vậy, công ty đã hoàn thành 49% kế hoạch lợi nhuận ròng cả năm.

Những kết quả này khá tương đồng với dự báo của chúng tôi trong báo cáo lần đầu phát hành ngày 21 tháng 5 năm 2014, tương ứng 44,5% doanh thu thuần và 52,3% lãi ròng dự báo năm 2014 của chúng tôi.

Chúng tôi nhận thấy rằng doanh thu của REE trong nửa cuối năm 2014 sẽ cao hơn nửa đầu năm 2014 do hợp nhất với CTCP Thủy điện Thác Bà (TBC-HSX) và việc doanh thu mảng M&E tăng cao.

Chúng tôi hạ thấp dự báo lãi ròng năm 2014 do lợi nhuận đến từ các công ty liên doanh, liên kết trong 6T2014 giảm sâu, dẫn đến giá mục tiêu của chúng tôi đối với cổ phiếu REE thay đổi. Một nguyên nhân khác đến từ việc hợp nhất TBC vào cuối năm nay. Cụ thể là REE đã ghi nhận 89,8 tỷ đồng lợi thế thương mại từ việc mua thêm 32% vốn của TBC vào tháng 5 năm 2014. Khoản lợi thế thương mại này sẽ được phân bổ theo đường thẳng trong vòng 3 năm, dẫn đến chi phí của REE tăng lên tương ứng.

Doanh thu 6T2014



Nguồn: Dữ liệu công ty

Kết quả kinh doanh hợp nhất 6T2014

tỷ đồng	6T2014	So với cùng kỳ	Kế hoạch năm 2014	% Kế hoạch	VPBS dự báo	% VPBS dự báo
Doanh thu thuần	1.171	4%	2.654	44%	2.802	42%
Dịch vụ M&E	702	9%	1.460	48%	1.630	43%
Reetech	234	-4%	750	31%	526	45%
Bất động sản	235	0%	444	53%	478	49%
LN sau thuế mảng đầu tư chiến lược	166	-62%	482	34%	206	81%
Lãi ròng	438	-32%	892	49%	649	68%

Ghi chú: khoản lợi nhuận sau thuế của mảng đầu tư chiến lược được ước tính với thuế suất là 22%
 Nguồn: Dữ liệu công ty, VPBS

Dịch vụ M&E – mảng sinh lời nhiều nhất trong 6T2014

Trong nửa đầu năm 2014, doanh thu của mảng này tăng nhẹ 8,9% so với cùng kỳ năm ngoái lên mức 702,0 tỷ đồng, và lợi nhuận hoạt động kinh doanh tăng mạnh 87,7% so với cùng kỳ lên 123,3 tỷ đồng. Các kết quả này khá tương ứng với dự báo của chúng tôi cho cả năm, lần lượt đạt 43,5% và 47,2%. Do các công trình lớn được hoàn thành trong năm 2014 như: nhà ga T2 sân bay Nội Bài, tòa nhà Vietcombank chi nhánh Hồ Chí Minh, Tòa nhà Quốc hội, nên REE

ghi nhận doanh thu đầy đủ và ít chi phí hơn, dẫn đến biên lợi nhuận hoạt động tăng đáng kể. Ban lãnh đạo đã cập nhật số liệu hợp đồng ký mới đạt khoảng 2,4 nghìn tỷ đồng tại ngày 30 tháng 6 năm 2014. Theo đó, giá trị hợp đồng chưa thực hiện còn lại là 3,3 nghìn tỷ đồng.

Chúng tôi giữ nguyên dự phóng doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh của mảng dịch vụ M&E như trong báo cáo lần đầu. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng doanh thu của mảng này trong năm 2014 sẽ cao hơn kế hoạch 1.460 tỷ đồng của ban lãnh đạo, do doanh thu 6T2014 đã bằng 80,2% kế hoạch cả năm. Tương tự, lợi nhuận sau thuế của mảng này sẽ vượt xa kế hoạch 140 tỷ đồng.

Bất động sản – tăng nhẹ do tỷ lệ lấp đầy tăng

Tỷ lệ lấp đầy tăng từ mức 95% trong năm 2013 lên 98% trong 6T2014. Doanh thu của mảng này tăng nhẹ 0,5% so với cùng kỳ, đạt 235 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận hoạt động kinh doanh đạt 146 tỷ đồng, tăng nhẹ 1% so với cùng kỳ.

Theo báo cáo nghiên cứu của Colliers International, giá thuê văn phòng hạng B vùng ngoài trung tâm đã giảm nhẹ trong quý 2 năm 2014. Đây cũng là nguyên nhân vì sao doanh thu của REE chỉ tăng nhẹ 0,5% so với cùng kỳ mặc dù tỷ lệ lấp đầy các văn phòng của REE tăng 3%. Tuy nhiên, nhờ vào các yếu tố kinh tế khả quan hơn vào nửa cuối năm 2014, chúng tôi duy trì mức dự báo giá thuê văn phòng sẽ tăng 3% mỗi năm từ năm 2014 đến năm 2018.

Qua cuộc trao đổi gần đây của chúng tôi với ban lãnh đạo, dự án văn phòng cho thuê tại số 9 Đoàn Văn Bơ, quận 4 (kế bên Tòa nhà REE), dự kiến sẽ được xây dựng vào đầu năm 2015 và đưa vào sử dụng năm 2017. Tổng vốn đầu tư dự toán khoảng từ 600 đến 700 tỷ đồng với tỷ lệ nợ vay cao nhất khoảng 70%. Tuy nhiên, do chưa có thông báo chính thức, chúng tôi chưa đưa thông tin này vào mô hình định giá.

Reetech – chưa có tín hiệu khả quan

Trong 6T2014, doanh thu mảng Reetech chỉ đạt 234,2 tỷ đồng, giảm 4,2% so với cùng kỳ, mặc dù công ty đã thành lập liên doanh với đối tác Nhật Bản để phân phối máy điều hòa thương hiệu "General" của Nhật trong quý 3 năm 2013. Ngoài ra, quý 2 là mùa nóng nhất trong năm nhưng doanh thu tiếp tục giảm. Biên lợi nhuận hoạt động giảm từ mức 12,7% trong 6T2013 xuống 9,8% trong 6T2014, dẫn đến lợi nhuận hoạt động kinh doanh trong 6T2014 giảm 25,9% so với cùng kỳ xuống mức 23,0 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng việc phân phối sản phẩm của Nhật chỉ có thể giữ doanh thu của Reetech ở mức bằng với năm ngoái.

Chúng tôi tin rằng doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh của mảng Reetech trong 6 tháng cuối năm nay sẽ cao hơn so với cùng kỳ năm ngoái do một số dự án M&E có thể sẽ sử dụng sản phẩm Reetech. Do đó, chúng tôi duy trì mức dự báo doanh thu và lợi nhuận hoạt động kinh doanh của mảng này sẽ không có tăng trưởng so với năm ngoái.

Đầu tư chiến lược – kết quả 6T2014 giảm sâu do lỗ chênh lệch tỷ giá của CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC-HSX)

Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết trong 6T2014 chỉ đạt vón vẹn 2,0 tỷ đồng, giảm sâu 99,5% so với cùng kỳ, do thiếu khoản lời lớn từ việc đồng Yên giảm giá so với VND. Tuy nhiên, trong báo cáo cập nhật PPC của chúng tôi phát hành vào ngày 13 tháng 8 năm 2014, chúng tôi duy trì dự báo đồng Yên sẽ giảm giá vào cuối năm nay. Kết quả là lợi nhuận từ PPC trong khoản lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết của REE vào nửa cuối năm 2014 sẽ cao hơn số liệu 6 tháng đầu năm. Nhưng trên cơ sở thận trọng, chúng tôi hạ thấp dự báo cho khoản lợi nhuận của PPC do giá bán điện chưa chốt và PPC phải ghi nhận giá điện trên cơ sở thận trọng.

Thêm vào đó, các công ty điện liên kết của REE cũng đang trong quá trình thảo luận giá bán điện cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), nên kết quả kinh doanh của các công ty này (ngoại trừ PPC) đang dựa trên giá bán của năm 2013. Mặc dù vậy, kết quả kinh doanh của CTCP Thủy điện Thác Bà (TBC-HSX) và CTCP Thủy điện Thác Mơ (TMP-HSX) khá khả quan và cao hơn cùng kỳ do lượng nước về nhiều hơn, dẫn đến sản lượng tăng mạnh.

Bên cạnh đó, do REE đã khấu trừ 139,4 tỷ đồng cổ tức trong khoản lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết, nên khoản lợi nhuận này trong 6T2014 giảm mạnh so với cùng kỳ năm ngoái.

Lợi nhuận sau thuế của các khoản đầu tư chiến lược đặt mục tiêu đạt 482 tỷ đồng năm 2014, bao gồm cả lợi nhuận từ liên doanh, liên kết, thu nhập cổ tức và thanh lý đầu tư. Trong 6T2014, mảng này đạt 167,8 tỷ đồng lợi nhuận hoạt động kinh doanh.

Chúng tôi hạ dự báo cho khoản lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết do (1) TBC-HSX không còn là công ty liên kết của REE từ ngày 27 tháng 5 năm 2014; (2) báo cáo kết quả kinh doanh 6T2014 giảm của một số công ty liên kết như: CTCP Than Đèo Nai (TDN-HNX), CTCP Than Núi Béo (NBC-HNX).

CTCP Thủy điện Thác Bà (TBC-HSX) – trở thành công ty con của REE

Vào ngày 27 tháng 5 năm 2014, REE mua 12,5 triệu cổ phiếu TBC từ CTCP Chứng khoán Hồ Chí Minh (HCM-HSX), tăng tỷ lệ sở hữu lên 58,14% và TBC trở thành công ty con của REE. Trong quý 2 năm 2014, REE chỉ mới hợp nhất bảng cân đối kế toán của TBC chứ chưa hợp nhất kết quả kinh doanh.

Theo thông tin từ cuộc thảo luận của chúng tôi với ban lãnh đạo, REE vẫn ghi nhận 24% lãi ròng của TBC như khoản lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết. Tại ngày 30 tháng 6 năm 2014, REE ghi nhận 89,8 tỷ đồng lợi thế thương mại từ việc mua thêm 32% cổ phiếu của TBC trong tháng 5 năm 2014. Khoản này sẽ được phân bổ vào chi phí trong vòng ba năm.

Chúng tôi dự phóng kết quả của TBC (bao gồm kết quả kinh doanh và bảng cân đối kế toán), và hợp nhất vào mô hình định giá của REE với giả định như sau:

- **Doanh thu:** tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 15% trong năm 2014 và 2015 và 10% từ năm 2016 đến 2018, do chi phí khấu hao của TBC sẽ giảm từ năm 2016, dẫn đến giá bán điện cho EVN cũng giảm theo. REE sẽ hợp nhất doanh thu của TBC trong nửa cuối năm 2014.
- **Biên lãi gộp:** duy trì ở mức 59% do khấu trừ giữa việc tăng giá nhiên liệu và khấu hao giảm
- **Lãi tiền gửi:** duy trì ở mức 6% trên khoản tiền và tương đương tiền
- **Thuế suất:** công ty chịu thuế suất 10% cho các hoạt động kinh doanh chính trong khoảng thời gian dự báo. Lợi nhuận từ các hoạt động kinh doanh khác như lãi tiền gửi, lợi nhuận khác chịu mức thuế suất 22% (trong năm 2014 và 2015) và 20% (kể từ năm 2016 trở đi). Kết quả là thuế suất hiệu dụng của công ty là 11% từ năm 2014 đến 2017, và 12% vào năm 2018.
- **Số ngày phải thu:** duy trì ở mức 86 ngày
- **Số ngày phải trả:** duy trì ở mức 29 ngày
- **Chi phí đầu tư:** 55 tỷ đồng vào năm 2014 và 50 tỷ đồng mỗi năm từ năm 2015 đến 2018 để thay thế máy móc cũ
- **Cổ tức:** duy trì ở mức 14% trên mệnh giá và bằng tiền mặt trong giai đoạn dự báo

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi áp dụng hai phương pháp: mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) và tổng giá trị thành phần (SOP) để đưa ra giá trị hợp lý của REE tại mức **28.400** đồng/ cổ phiếu, thấp hơn giá mục tiêu 30.900 đồng trong báo cáo lần đầu, do lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết giảm sâu và việc hợp nhất TBC (bao gồm phân bổ lợi thế thương mại).

Đồng thời, chúng tôi thay đổi tỷ trọng của phương pháp DCF từ 50% lên 70% để phản ánh việc hợp nhất TBC như công ty con.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Giá (đồng/cp)
Mô hình DCF	26.720	70%	18.700
Mô hình SOP	32.306	30%	9.700
Giá trị hợp lý			28.400

MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (DCF)

Mô hình DCF của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là 26.720 đồng/cổ phiếu.

Các thay đổi của yếu tố đầu vào cập nhật theo dữ liệu hiện tại cho mô hình DCF như sau:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 6,42%.
- *Tỷ suất lợi nhuận thị trường dự kiến* ở mức 15%.
- *Beta của REE* được ước tính ở mức 1,23.
- *Chi phí vốn cổ phần* được ước tính là 16,97% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 17%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của REE là 5%.

Kết quả hoạt động kinh doanh

Do chúng tôi hợp nhất kết quả kinh doanh nửa cuối năm của TBC vào mô hình định giá DCF, các giả định chính của chúng tôi thay đổi như sau:

- *Tốc độ tăng trưởng doanh thu:* 16% mỗi năm trong năm 2014 và 2015, 8% trong năm 2016, và 7% trong năm 2017 và 2018
- *Biên lãi gộp:* từ 29% đến 33% mỗi năm trong giai đoạn dự báo
- *Lợi ích cổ đông thiểu số:* phát sinh thêm từ việc hợp nhất TBC
- *Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết:* Chúng tôi dự báo phần lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết dựa trên xu hướng tăng trưởng của ngành và tình hình hoạt động kinh doanh 6T2014 của từng công ty.

Dự phóng lợi nhuận của các công ty liên doanh, liên kết

(tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f
Phần LN từ công ty liên doanh, liên kết	38	45	429	42	170	193	236	264
% Tăng trưởng	173%	17%	861%	-90%	305%	14%	23%	12%

Nguồn: BCTC đã kiểm toán, VPBS dự báo

Bảng cân đối kế toán

Chúng tôi đưa ra các giả định chính đối với bảng cân đối kế toán hợp nhất của REE như sau:

- *Số ngày phải thu:* thay đổi từ 156 đến 158 ngày mỗi năm do hợp nhất TBC
- *Số ngày tồn kho:* tăng lên 115 ngày do hợp nhất TBC
- *Chi phí vốn đầu tư:* thêm chi phí vốn đầu tư của TBC như chúng tôi đã đề cập ở trên

TỔNG GIÁ TRỊ CÁC THÀNH PHẦN (SOP)

Chúng tôi sử dụng phương pháp tổng các giá trị thành phần (SOP) để định giá các mảng hoạt động của REE. Mô hình của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu là 32.306 đồng/cổ phiếu.

Mảng kinh doanh	Giá trị (tỷ đồng)
Dịch vụ M&E	P/E tại mức 8,4 lần 1.706
Reetech	P/E tại mức 13,3 lần 327
Cho thuê văn phòng	Chiết khấu dòng tiền vĩnh viễn 2.045
Đầu tư chiến lược *	Giá trị thị trường và chiết khấu 10% 4.178
Cộng: Tiền thuẩn	326
Giá trị công ty	8.582
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	265.648.792
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	32.306

(*): Đầu tư chiến lược bao gồm giá trị đầu tư vào TBC

Mảng kinh doanh	P/E công ty / P/E thị trường	P/E VN-Index năm 2014	P/E mục tiêu của REE
Dịch vụ M&E	0,6	14,3	8,4
Reetech	0,9	14,3	13,3

So sánh công ty cùng ngành trong mảng dịch vụ M&E và Reetech

Công ty	Sàn chứng khoán	Vốn hóa	Q1 - FY2014				Q2 - FY2014				FY 2013		P/E		P/B		P/E tương đối hiện tại	P/B tương đối hiện tại
			Doanh thu		Lãi ròng		Doanh thu		Lãi ròng		ROA	ROE	Hiện tại	2014E	Hiện tại	2014E		
			triệu USD	% tăng tương	triệu USD	% tăng tương	triệu USD	% tăng tương	triệu USD	% tăng tương								
Dịch vụ M&E																		
Seaprox Refrigeration Industry Corp	HSX	18	5	-23%	1,1	126%	8	-15%	0,5	59%	5,4%	11,6%	7,2	9,4	1,1	0,9	0,5	0,5
Adhi Karya Persero Tbk PT	In-đô-nê-xi-a	484	122	-13%	1,4	15%	151	-25%	3,8	-35%	4,6%	29,9%	14,3	12,1	3,8	3,0	0,7	5,0
China State Construction Engineering Corp	Thượng Hải	15.632	25.933	32%	758,3	32%	n/a	n/a	n/a	n/a	2,8%	18,6%	4,7	4,2	0,8	0,7	0,4	0,6
Sino-Thai Engineering & Construction PCL	Băng Cốc	1.160	162	-12%	12,7	-6%	161	3%	12,4	34%	7,7%	25,6%	19,9	23,8	4,8	4,4	1,1	2,1
Crest Builder Holdings Bhd	Ma-lay-xi-a	82	15	-58%	0,0	n/m	n/a	n/a	n/a	n/a	5,2%	14,8%	3,7	9,4	0,7	n/a	0,2	0,3
Wijaya Karya Persero Tbk PT	In-đô-nê-xi-a	1.522	236	-13%	14,2	-13%	264	-3%	9,9	-21%	4,8%	20,6%	31,0	25,7	4,4	4,6	1,5	1,6
Trung bình		3.150	4.412	-15%	131,3	31%	146	-10%	6,7	9%	5,1%	20,2%	13,5	14,1	2,6	2,7	0,7	1,7
Trung vị		822	142	-13%	7,0	15%	156	-9%	6,8	6%	5,0%	19,6%	10,7	10,7	2,4	3,0	0,6	1,1
CTCP Cơ Điện Lạnh	HSX	340	26	8%	10,9	-40%	29	1%	9,7	-19%	14,4%	20,7%	9,3	11,2	1,4	1,2	0,6	0,7
Reetech																		
LG Electronics Inc	Hàn Quốc	12.376	13.348	3%	70,0	214%	14.942	10%	358,8	205%	0,5%	1,4%	29,4	13,9	1,1	1,1	2,5	1,0
Gree Electric Appliances Inc	Thâm Quyển	14.372	4.068	14%	369,6	72%	n/a	n/a	n/a	n/a	9,0%	35,5%	7,5	6,7	2,4	2,0	0,3	0,9
Qingdao Haier Co Ltd	Thượng Hải	7.963	3.656	11%	142,2	23%	n/a	n/a	n/a	n/a	7,5%	32,6%	10,1	9,5	2,8	2,3	0,9	1,9
TCL Corp	Thâm Quyển	4.169	3.458	17%	120,5	147%	3.621	9%	118,6	126%	2,7%	16,3%	7,7	8,7	1,5	1,2	0,3	0,5
Sichuan Changhong Electric Co Ltd	Thượng Hải	2.787	2.042	-1%	1,5	-94%	2.340	-4%	-30,5	n/m	0,9%	3,7%	n/m	38,5	1,2	1,2	n/m	0,9
Taiwan Sanyo Electric Co Ltd	Đài Loan	319	34	-12%	0,2	-68%	48	-8%	2,8	21%	3,5%	4,6%	37,4	39,4	1,9	1,3	2,2	1,1
Trung bình		6.998	4.434	5%	117,3	49%	5.238	2%	112,4	117%	4,0%	15,7%	18,4	19,5	1,8	1,5	1,2	1,0
Trung vị		6.066	3.557	7%	95,2	48%	2.981	3%	60,7	126%	3,1%	10,4%	10,1	11,7	1,7	1,3	0,9	0,9
CTCP Cơ Điện Lạnh	HSX	340	26	8%	10,9	-40%	29	1%	9,7	-19%	14,4%	20,7%	9,3	11,2	1,4	1,2	0,6	0,7

Dữ liệu tại ngày 19/8/2014. Nguồn: Bloomberg, VPBS

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Độ nhạy của giá cổ phiếu REE do sự thay đổi của WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		WACC						
		14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	3%	32.400	30.100	28.100	26.400	24.900	23.600	22.500
	4%	34.100	31.500	29.200	27.300	25.600	24.300	23.100
	5%	36.200	33.100	30.600	28.400	26.600	25.000	23.700
	6%	38.800	35.100	32.200	29.700	27.600	25.900	24.400
	7%	42.200	37.700	34.100	31.200	28.800	26.900	25.300

Độ nhạy của giá cổ phiếu REE do sự thay đổi của chỉ số P/E mảng dịch vụ M&E và % chiết khấu của giá trị đầu tư chiến lược trong mô hình SOP

		% chiết khấu giá trị đầu tư chiến lược						
		-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
P/E mảng M&E	6,4	29.500	29.000	28.500	27.900	27.400	26.900	26.400
	6,9	29.600	29.100	28.600	28.000	27.500	27.000	26.500
	7,4	29.700	29.200	28.700	28.200	27.600	27.100	26.600
	7,9	29.800	29.300	28.800	28.300	27.800	27.200	26.700
	8,4	30.000	29.400	28.900	28.400	27.900	27.300	26.800
	8,9	30.100	29.600	29.000	28.500	28.000	27.500	26.900
	9,4	30.200	29.700	29.100	28.600	28.100	27.600	27.000
	9,9	30.300	29.800	29.300	28.700	28.200	27.700	27.200
	10,4	30.400	29.900	29.400	28.900	28.300	27.800	27.300

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	1.810	2.396	2.413	2.802	3.240	3.513	3.756	4.020
Dịch vụ M&E	855	1.244	1.418	1.630	1.826	2.045	2.229	2.430
Reetech	587	711	526	526	526	526	526	526
Bất động sản	369	441	470	478	492	507	522	538
Điện				168	396	435	479	527
% tăng trưởng	0,1%	32,3%	0,7%	16,1%	15,6%	8,4%	6,9%	7,0%
Giá vốn hàng bán	1.269	1.810	1.810	1.986	2.192	2.430	2.572	2.703
Lợi nhuận gộp	541	585	603	816	1.048	1.084	1.184	1.317
Chi phí bán hàng	57	52	50	53	57	62	66	70
Chi phí quản lý doanh nghiệp	99	135	166	184	199	215	229	245
Tổng CPBH và CPQLDN	156	187	216	237	256	277	295	314
EBIT	385	398	387	579	792	807	889	1.003
Khấu hao	41	61	61	115	166	169	159	100
EBITDA	426	459	449	695	958	975	1.048	1.103
Doanh thu tài chính	346	514	353	308	344	428	505	606
Chi phí tài chính	143	163	86	69	67	64	66	69
Lợi nhuận khác	7	3	5	6	6	6	6	6
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	38	45	429	42	170	193	236	264
EBT	632	797	1.088	866	1.245	1.370	1.571	1.809
Thuế	119	140	112	147	230	255	294	345
Thuế suất hiệu dụng	18,8%	17,6%	10,3%	17,0%	18,4%	18,6%	18,7%	19,1%
Lợi nhuận sau thuế	513	657	976	719	1.016	1.114	1.277	1.464
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1	0	0	72	83	94	105	118
LNST cổ đông công ty mẹ	512	657	976	646	932	1.020	1.172	1.346
Biên LN ròng	28,3%	27,4%	40,4%	23,1%	28,8%	29,0%	31,2%	33,5%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2.464	2.704	3.980	2.407	3.427	3.751	4.309	4.949
Phân tích các chỉ số	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Chỉ số sinh lời								
Biên LN gộp	29,9%	24,4%	25,0%	29,1%	32,4%	30,8%	31,5%	32,8%
Biên EBITDA	23,5%	19,2%	18,6%	24,8%	29,6%	27,8%	27,9%	27,4%
Biên LN hoạt động	21,3%	16,6%	16,0%	20,7%	24,5%	23,0%	23,7%	24,9%
Biên LN ròng	28,3%	27,4%	40,4%	23,1%	28,8%	29,0%	31,2%	33,5%
Tỷ số LN/tổng tài sản	10,0%	11,1%	14,4%	8,3%	10,3%	9,8%	9,9%	9,9%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	15,1%	16,3%	20,7%	11,6%	14,2%	13,2%	13,1%	12,9%
Chỉ số đòn bẩy								
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	5,4x	10,5x	6,8x	14,2x	23,0x	27,7x	31,2x	34,5x
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư từ EBITDA (EBITDA / (I + capex))	1,5x	6,9x	6,7x	0,3x	14,8x	16,5x	14,3x	12,4x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	6,1%	15,5%	9,1%	7,4%	5,6%	4,8%	4,3%	3,9%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	6,5%	18,3%	10,1%	8,5%	6,3%	5,4%	4,8%	4,3%
Chỉ số thanh khoản								
Hệ số vòng quay tài sản	2,9x	2,7x	2,9x	3,1x	3,0x	3,2x	3,3x	3,6x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	117,4	108,5	140,8	158,3	156,4	157,9	156,8	158,1
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	185,9	150,5	164,2	164,3	164,1	164,3	164,1	164,3
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	177,8	117,7	105,3	114,9	114,5	114,8	114,6	114,9
Hệ số thanh toán hiện hành	2,0x	2,0x	1,8x	2,0x	2,6x	2,8x	3,5x	3,7x
Hệ số thanh toán nhanh	1,4x	1,6x	1,4x	1,6x	2,2x	2,4x	3,1x	3,2x

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tiền và các khoản tương đương tiền	427	835	536	1.039	2.172	3.228	4.599	5.842
Các khoản đầu tư ngắn hạn	774	884	417	417	417	417	417	417
Các khoản phải thu	565	859	1.003	1.428	1.349	1.690	1.536	1.948
Hàng tồn kho	667	501	544	706	670	858	757	945
Tài sản ngắn hạn khác	48	45	63	84	97	105	113	121
Tài sản ngắn hạn	2.480	3.123	2.562	3.673	4.705	6.299	7.421	9.272
Tài sản cố định	830	783	730	1.101	996	887	788	748
Các khoản đầu tư dài hạn	1.975	2.646	3.629	3.671	3.840	4.033	4.270	4.534
Tài sản dài hạn khác	11	22	34	28	32	35	38	40
Tài sản dài hạn	2.817	3.452	4.393	4.800	4.868	4.955	5.096	5.322
Lợi thế thương mại	0	0	0	75	45	15	0	0
Tổng tài sản	5.297	6.574	6.954	8.548	9.618	11.269	12.517	14.594
Các khoản phải trả	595	898	731	1.057	914	1.273	1.040	1.394
Vay nợ ngắn hạn	152	83	285	336	389	422	451	482
Nợ ngắn hạn khác	502	591	404	455	526	571	611	656
Nợ ngắn hạn	1.248	1.572	1.421	1.848	1.828	2.265	2.102	2.532
Vay nợ dài hạn	99	690	238	173	63	29	8	0
Nợ dài hạn khác	83	96	95	112	130	141	150	161
Nợ dài hạn	182	787	333	285	193	169	158	161
Nợ phải trả	1.431	2.358	1.753	2.133	2.021	2.434	2.260	2.693
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	3.194	3.221	3.640	4.073	4.517	4.895	5.264	5.633
Lợi nhuận chưa phân phối	583	826	1.354	1.570	2.067	2.652	3.389	4.300
Vốn khác	89	169	203	349	536	744	982	1.254
Vốn chủ sở hữu	3.866	4.216	5.197	5.992	7.120	8.291	9.635	11.187
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	5	423	477	544	622	715
Tổng nguồn vốn	5.297	6.574	6.954	8.548	9.618	11.269	12.517	14.594
BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	669	987	465	553	1.140	1.063	1.394	1.244
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(1.037)	(795)	(523)	(603)	(200)	(223)	(281)	(324)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(377)	215	(241)	554	193	215	259	322
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(744)	407	(299)	503	1.133	1.056	1.372	1.243
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.172	427	835	536	1.039	2.172	3.228	4.599
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	427	835	536	1.039	2.172	3.228	4.599	5.842

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Sau khi giảm điểm mạnh từ tháng 3 năm 2014, REE tạo đáy tại 21.000 đồng/cổ phiếu vào đầu tháng 5. Sau đó, REE xuất hiện một xu hướng tăng giá trung hạn, giúp giá cổ phiếu đạt mức cao nhất tại 28.900 đồng/cổ phiếu vào ngày 21 tháng 7. Hiện tại, REE đang dao động trong một biên độ hẹp từ 26.500 đến 28.000 đồng/cổ phiếu và không phát ra tín hiệu xu hướng. Các đường trung bình động ngắn và trung hạn của REE đang hội tụ lại gần nhau, cho thấy tín hiệu kỹ thuật về một nhịp tích lũy của cổ phiếu này.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu REE tại thời điểm phát hành báo cáo.

Mã chứng khoán	REE (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	28.900
Giá thấp nhất trong 3 tháng	21.000
Đường MA 50 ngày	26.800
Đường MA 100 ngày	27.000
Kháng cự trung hạn	28.900
Hỗ trợ trung hạn	26.800
Khuyến nghị	NĂM GIỮ



HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản
honglb@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Quỳnh Trang

Chuyên viên phân tích
trangntq@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Lý Đức Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418