

Ngày 28/08/2014



Khuyến nghị: MUA

**Biểu đồ giá và khối lượng của REE**



**Thông tin cổ phiếu (28/08/2014)**

Giá giao dịch (VNĐ)	29.200
Vốn hoá thị trường (tỷ VNĐ)	7.544
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	2.656
Số CPLH (cp)	265.648.792
52 Tuần Cao/Thấp	33.600/21.000
KLGD BQ ngày (3 Tháng)	1.102.914

**Các chỉ tiêu tài chính**

	2013	2014E
LNST (tỷ VNĐ)	975	893
Tăng trưởng (%)	N/A	-8,4
EPS (VNĐ)	3.989	3.365
BV (VNĐ)	21.242	20.714
ROE (%)	20,73	16,24
ROA (%)	14,43	12,30

Nguồn: BCTC REE

**Điểm nhấn cơ bản:**

- Công ty REE M&E là nhà thầu giữ vị thế hàng đầu trong nước về dịch vụ cơ điện công trình. Doanh thu từ mảng hoạt động này luôn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu của REE (chiếm tỷ trọng 59% trong năm 2013) với tốc độ tăng trưởng trung bình giai 5 năm trở lại đây đạt 41% và dự kiến sẽ tăng khoảng 20% trong năm 2014.
- Hiện tại, REE đang sở hữu khoảng hơn 113.00m<sup>2</sup> diện tích văn phòng cho thuê tại khu vực Tp. Hồ Chí Minh với tỷ lệ lấp đầy trong 6 tháng đầu năm là 98%. Đây là mảng hoạt động đem lại dòng tiền ổn định cho REE ngay cả trong thời kỳ nền kinh tế gặp khó khăn. Hoạt động cho thuê văn phòng của REE luôn đạt tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên doanh thu ở mức cao, trung bình trên 45% nhờ tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao và lợi thế giá đất rẻ.
- Tính đến thời điểm 30/06/2014, giá trị đầu tư của REE vào các công ty liên kết đạt khoảng 2.700 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là các khoản đầu tư vào các công ty thuộc 3 lĩnh vực điện, nước và than. Đây đều là những khoản đầu tư dài hạn vào những ngành năng lượng mang tính thiết yếu, gắn liền với tốc độ phát triển của nền kinh tế. Hoạt động đầu tư đóng góp tỷ trọng cao nhất vào lợi nhuận sau thuế của REE (chiếm tỷ trọng 64% trong năm 2013).
- Mảng hoạt động Reetech của công ty gặp khó khăn trong những năm qua do sản phẩm có tính cạnh tranh yếu. Bước sang năm 2014, với việc trở thành đối tác nhập khẩu và phân phối nhãn hiệu điều hòa General (Nhật Bản), doanh thu từ hoạt động này của REE được dự báo sẽ tăng khoảng 27%.
- Hiện nay cổ phiếu REE đang được giao dịch tại mức giá là 29.200 đồng/cp tương đương với P/E2014E và P/B2014E là 8,67 và 1,41. Với việc lợi nhuận từ hoạt động liên doanh liên kết giảm tương đối trong năm nay, kết quả lợi nhuận sau thuế của REE sẽ có sự sụt giảm, tuy nhiên, xét về dài hạn, chúng tôi cho rằng công ty sẽ có sự tăng trưởng trở lại. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua đối với cổ phiếu REE cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

Chuyên viên phân tích – Chu Hoàng Nam - [namch@msbs.com.vn](mailto:namch@msbs.com.vn)

## 1. Tổng quan về công ty

Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh được thành lập từ năm 1977 với tên gọi ban đầu là Xí nghiệp quốc doanh Cơ điện lạnh thuộc sở hữu của Nhà nước. Công ty bắt đầu niêm yết trên sàn giao dịch TP. Hồ Chí Minh với mã chứng khoán REE vào ngày 28/07/2000. REE hiện nay là một công ty tổ chức theo mô hình "holding" hoạt động trong bốn lĩnh vực chính:

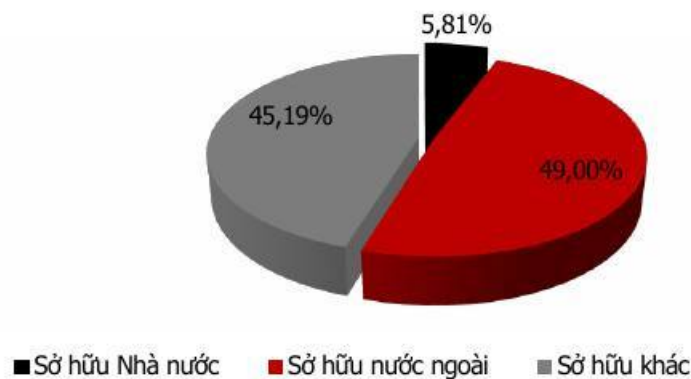
**Công ty REE M&E** là đơn vị hàng đầu về cơ điện công trình cho các công trình thương mại, công nghiệp, dân dụng và cơ sở hạ tầng.

**Công ty điện máy REE** chuyên kinh doanh sản phẩm điều hòa mang thương hiệu Reetech cho nhà ở và văn phòng.

**Công ty REE Real Estate và công ty REE Land** cung cấp dịch vụ khai thác và quản lý bất động sản..

**Đầu tư chiến lược:** Chiếm tỷ trọng lớn trong giá trị đầu tư của REE là các công ty thuộc 3 lĩnh vực điện, than và nước.

### Cơ cấu cổ đông REE



**Nguồn:** Stockbiz

Nhà đầu tư nước ngoài đã sở hữu toàn bộ tỷ lệ cho phép là 49% cổ phần tại REE (trong đó công ty Platinum Victory Pte. Ptd chiếm 17,58%). Bà Nguyễn Mai Thanh – Chủ tịch HĐQT - cùng chồng là ông Nguyễn Ngọc Hải sở hữu 9,51% cổ phần tại REE.

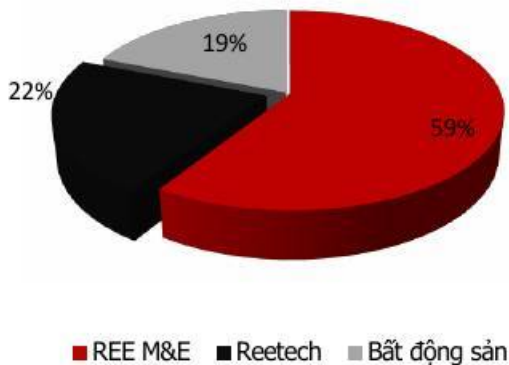
Platinum Victory Pte. Ptd hiện đang nắm giữ 138,9 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi của công ty. Số trái phiếu này có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu khi tỷ lệ sở hữu (room) của nhà đầu tư nước ngoài của cổ phiếu REE còn ở mức giới hạn cho phép. Giá chuyển đổi là 22.000 VNĐ và sẽ được điều chỉnh như thỏa thuận đăng ký chuyển đổi trái phiếu.

## 2. Kết quả hoạt động kinh doanh

**Doanh thu biến động không ổn định.** Trong giai đoạn 2009 – 2013, doanh thu hợp nhất của REE có sự tăng trưởng không ổn định, tăng mạnh trong hai năm 2010 và 2012 với mức tăng lần lượt là 54% và 32% tuy nhiên trong hai năm 2011 và 2013 doanh thu của công ty lại chỉ đạt mức tăng khiêm tốn dưới 1%. Doanh thu của công ty biến động không ổn định chủ yếu là do tác động từ hoạt động chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng doanh thu là cơ điện công trình (REE M&E).

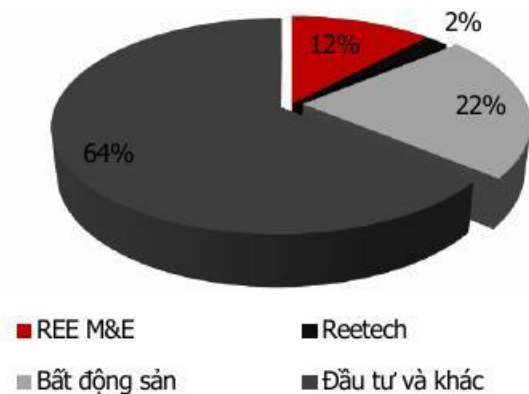
**Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận sau thuế có sự dịch chuyển.** Tỷ trọng trong tổng doanh thu của hoạt động REE M&E tăng nhanh từ 34% trong năm 2009 lên mức 59% năm 2013. Trái lại, với việc đối mặt với sức tiêu thụ yếu khi sản phẩm điều hòa Reetech không thể cạnh tranh với các nhãn hiệu hàng đầu khác, doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động điện máy ngày càng chiếm tỷ trọng nhỏ, chỉ còn giữ được mức 22% trong tổng doanh thu và 2% trong tổng lợi nhuận sau thuế của REE. Xét trên tỷ trọng lợi nhuận sau thuế, hoạt động đầu tư chiến lược ngày càng chiếm tỷ lệ cao khi đã tăng từ mức 20% năm 2010 lên 64% trong năm 2013 (đạt 621 tỷ đồng năm 2013). Doanh thu từ lĩnh vực bất động sản trong đó cho thuê văn phòng là chủ yếu chỉ chiếm tỷ trọng 19% năm 2013 (giảm từ 26% năm 2009 do sự tăng trưởng của hoạt động REE M&E) tuy nhiên đây lại là hoạt động đem lại biên lợi nhuận sau thuế cao nhất cho công ty (đạt trung bình 45% giai đoạn 2008 - 2013).

Cơ cấu doanh thu REE năm 2013



Nguồn: BCTN REE, MSBS

Cơ cấu lợi nhuận sau thuế REE năm 2013

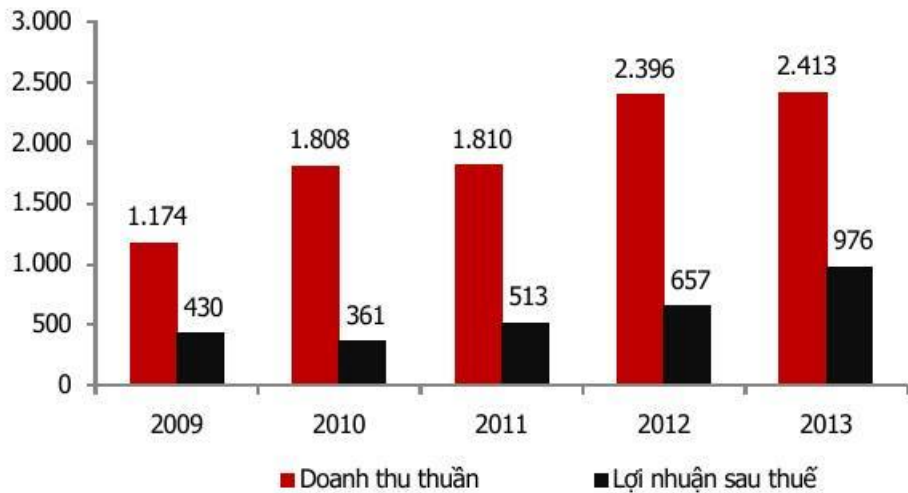


Nguồn: BCTN REE, MSBS

**Kết quả kinh doanh tăng trưởng đột biến.** Năm 2013, Công ty cổ phần cơ điện lạnh đạt kết quả kinh doanh cao nhất trong suốt 36 năm hoạt động với tổng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2.414 tỷ đồng và 976 tỷ đồng. Trong đó, hoạt động REE M&E đóng góp 1.417 tỷ đồng doanh thu (tăng 145 so với năm 2012) và 120 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (tăng 12% so với năm 2012); mảng kinh doanh văn phòng cho thuê cũng có sự tăng trưởng nhẹ về doanh thu và lợi nhuận. Trong khi đó, hoạt động điện lạnh chứng kiến sự sụt giảm cả về doanh thu và lợi nhuận khi lần lượt giảm 26% và 22% so với năm trước. Trong năm 2013, các khoản đầu tư chiến lược và hoạt động kinh doanh khác đem về cho REE 621 tỷ đồng lãi sau thuế, tăng 90% so với năm 2012 và chiếm tới 64% tỷ trọng lợi nhuận sau thuế của công ty.

**Lợi nhuận giảm sút nửa đầu năm 2014 do lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết giảm mạnh.** Kết thúc nửa đầu năm 2014, mặc dù doanh thu vẫn đạt được mức tăng trưởng nhẹ tuy nhiên lợi nhuận sau thuế của REE lại có xu hướng giảm do sự sụt giảm trong kết quả kinh doanh của nhóm công ty liên doanh liên kết, đặc biệt là công ty cổ phần nhiệt điện Phả Lại. Quý 1/2014, doanh thu của REE đạt mức tăng trưởng 8% so với cùng kỳ, lãi gộp tăng mạnh 15% tuy nhiên kết quả lợi nhuận sau thuế của công ty lại giảm 40% khi khoản mục lợi nhuận từ liên doanh liên kết chỉ đạt hơn 71 tỷ đồng (giảm 74% so với quý 1/2013).

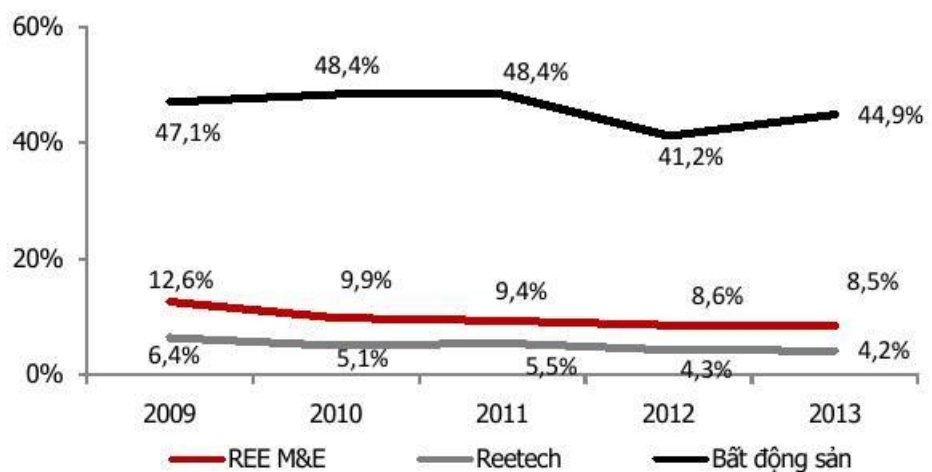
**Tăng trưởng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế REE (Đv: tỷ đồng)**



Nguồn: BCTN REE

Tình hình không có nhiều thay đổi trong quý 2. Doanh thu thuần của REE quý 2/2014 đạt 619 tỷ đồng, tăng nhẹ 1,5% so với cùng kỳ 2013. Mảng kinh doanh chính bao gồm hoạt động M&E, điện máy, văn phòng cho thuê mang lại cho công ty 309 tỷ đồng lợi nhuận thuần, tăng mạnh gần 81% so với quý 2 năm trước. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế quý 2 của công ty chỉ đạt 205 tỷ đồng, giảm 19% so với cùng kỳ năm trước do hoạt động liên doanh liên kết ghi nhận khoản lỗ 70 tỷ đồng. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2014, doanh thu thuần của REE tăng nhẹ 4,3% trong khi đó lợi nhuận sau thuế lại giảm mạnh gần 32%.

**Biên lợi nhuận thuần các hoạt động kinh doanh REE**



Nguồn: BCTN REE

### 3. Hoạt động kinh doanh chính

#### Dịch vụ cơ điện công trình

Thông thường trong một dự án xây dựng chia làm hai phần chính: Phần xây dựng thô và phần cơ điện (M&E); trong đó M&E chiếm khoảng 40% - 60% tổng khối lượng của dự án tương đương với khoảng 20% - 30% tổng giá trị đầu tư của công trình. Trong phần M&E lại được chia làm bốn hạng mục chính gồm: hệ thống thông gió và điều hòa không khí, cấp thoát nước và thiết bị vệ sinh, phần điện và hệ thống phòng cháy chữa cháy. Trong 4 hạng mục trên thì phần điện gồm điện nặng và điện nhẹ chiếm khoảng 40% - 60% khối lượng M&E (tùy từng dự án có thể lên đến 70%, 80%).

**Hoạt động cơ điện công trình chịu sự phụ thuộc lớn vào sự biến động của hoạt động xây dựng, đặc biệt là xây dựng công trình.** Năm 2013 là thời kỳ không thuận lợi đối với ngành xây dựng. Tình hình kinh tế thế giới diễn biến phức tạp với tốc độ hồi phục chậm; kinh tế trong nước đối mặt với nhiều khó khăn như tình hình bất động sản trầm lắng, tồn kho ở mức cao, nợ xấu tăng nhanh tạo ra nhiều sức ép đối với các doanh nghiệp trong ngành xây dựng. Trong bối cảnh đó, theo số liệu từ Bộ Xây dựng, giá trị sản xuất toàn ngành xây dựng năm 2013 (theo giá hiện hành) vẫn đạt 770,41 tỷ đồng, tăng 7% so với năm 2012, chiếm 5,94% tỷ trọng GDP cả nước và được đánh giá là một điểm sáng của kinh tế.

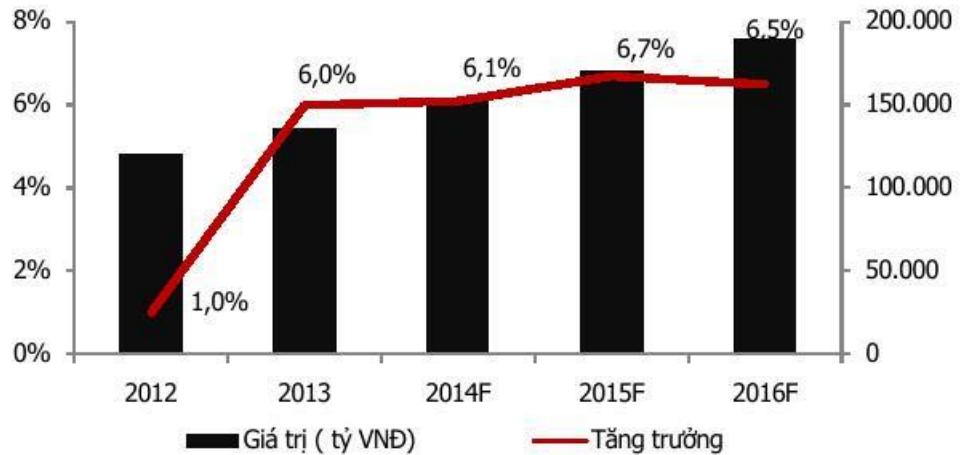
#### **Giá trị sản xuất ngành xây dựng chia theo khu vực (Đv: nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: GSO

**Triển vọng lạc quan cho ngành xây dựng.** Trải qua giai đoạn, nền kinh tế Việt Nam đón nhận nhiều tín hiệu tích cực mặc dù nhìn chung tốc độ tăng trưởng còn tương đối chậm do ảnh hưởng từ nhiều yếu tố khách quan và chủ quan như căng thẳng chính trị với Trung Quốc, tổng cầu trong nước yếu, nợ xấu tăng... Kinh tế hồi phục, đặc biệt là việc thị trường bất động sản chính thức phá băng với giao dịch sôi động trở lại, nhiều công trình được khởi công là yếu tố hỗ trợ tốt cho hoạt động của ngành xây dựng nói chung và hoạt động cơ điện công trình nói riêng. Kết thúc 7 tháng đầu năm 2014, giá trị sản xuất toàn ngành xây dựng ước đạt 78.576 tỷ đồng, bằng 57,9% kế hoạch cả năm 2014 và bằng 98,2% so với cùng kỳ năm 2013. Với sự ủng hộ từ yếu tố vĩ mô, tăng trưởng ngành xây dựng được dự báo có thể đạt được mức tăng từ 10% - 12% trong năm 2014, và có thể tăng trưởng ở mức trung bình 12% đến năm 2017.

**Giá trị xây dựng và tốc độ tăng trưởng hoạt động xây dựng dân dụng**



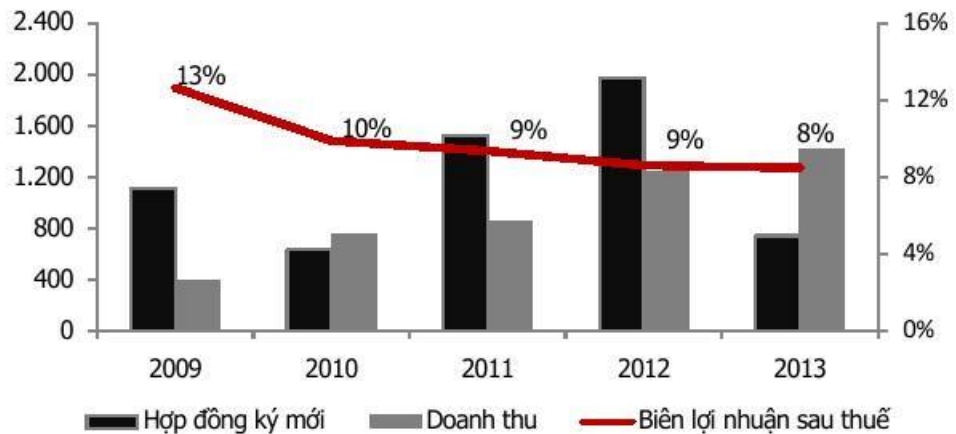
Nguồn: BMI

**Cơ điện công trình (M&E) là hoạt động kinh doanh cốt lõi đầu tiên của REE và luôn chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng doanh thu của công ty.** Năm 2013, mảng dịch vụ M&E đem lại cho công ty 1.417 tỷ đồng doanh thu và 120 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, lần lượt chiếm tỷ trọng 59% và 12% trong tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của REE. Doanh thu năm 2013 đến từ các dự án đã hoàn thành như khách sạn Pullman Saigon Centre, Crowne Plaza Nha Trang, khu căn hộ cao cấp Thảo Điền Pearl và các dự án lớn đang triển khai như nhà ga hành khách T2- cảng hàng không quốc tế Nội Bài. Kết thúc 6 tháng đầu năm 2014, doanh thu và lợi nhuận kinh doanh của hoạt động này đạt 702 tỷ đồng và 123 tỷ đồng, lần lượt tăng 9% và 86% so với cùng kỳ năm 2013.

**Doanh thu tăng trưởng nhanh, biên lợi nhuận giảm.** Trong giai đoạn 2009 - 2013 tốc độ tăng trưởng CAGR về doanh thu và lợi nhuận kinh doanh của hoạt động cơ điện công trình đạt 37% và 24%. Tỷ trọng trong tổng doanh thu thuần của hoạt động M&E tăng nhanh từ 42% năm 2010 lên 59% năm 2013 tuy nhiên tỷ trọng trong lợi nhuận sau thuế lại giảm từ 21% xuống 12% trong cùng giai đoạn. Như vậy có thể thấy mặc dù là hoạt động đem lại nguồn doanh thu lớn nhất cho REE nhưng biên lợi nhuận thuần của mảng cơ điện công trình là không cao và đang có xu hướng giảm trong những năm gần đây (từ mức hai con số là gần 13% trong năm 2009 xuống chỉ còn hơn 8% năm 2013). Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sụt giảm là do công ty thực hiện ghi nhận doanh thu thận trọng do yếu tố kinh tế khó khăn ảnh hưởng tới khả năng thanh toán của khách hàng; bên cạnh đó còn do chi phí đầu vào tăng, cạnh tranh ngày càng gay gắt và ảnh hưởng từ biến động tỷ giá hối đoái.

**Tiềm năng tăng trưởng doanh thu cao nhờ những hợp đồng lớn hoàn thành và được ký mới trong năm 2014.** Năm 2013, tổng giá trị hợp đồng ký mới của REE đạt 742 tỷ đồng. Trong quý 1 năm 2014, REE đã ghi nhận được 2.050 tỷ đồng hợp đồng ký mới, trong đó đáng chú ý là gói thầu cơ điện cho trụ sở ngân hàng Vietinbank tại Hà Nội với giá trị 1.789 tỷ đồng. Năm 2014, doanh thu hoạt động M&E của công ty nhiều khả năng tăng cao khi sẽ có nhiều dự án hoàn thành trong năm nay như Cao ốc VP Việt Thuận Thành, Cao Ốc MC, Trung tâm thương mại Trung Hòa, nhà Quốc Hội, Vietcombank Tower, trụ sở giao dịch ngân hàng Công thương tại TP. Hồ Chí Minh, nhà ga hàng không cảng quốc tế Nội Bài T2, Phòng khám đa khoa Tam Hợp, Sora Garden 1, nhà máy ACE Sanofi. Theo dự báo của chúng tôi, doanh thu hoạt động M&E của REE trong năm 2014 có thể đạt 1.700 tỷ đồng, tăng khoảng 20% so với năm 2013.

**Doanh thu, giá trị hợp đồng ký mới và biên lợi nhuận sau thuế hoạt động M&E (Đv: tỷ đồng)**



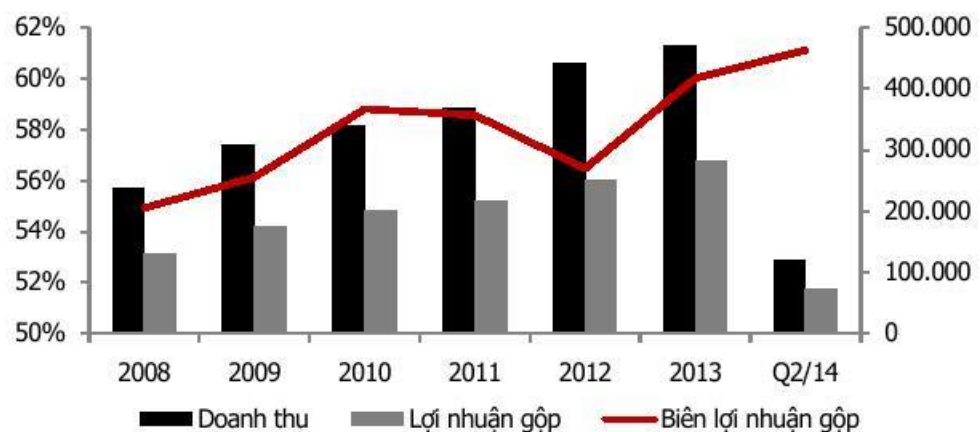
Nguồn: BCTN

**Khai thác, quản lý bất động sản**

Hoạt động kinh doanh bất động sản của REE đạt dưới sự quản lý trực tiếp của hai công ty con là REE Estate và Reeland, trong đó chủ yếu mang dịch vụ cho thuê văn phòng (hạng B). Doanh thu hoạt động cho thuê văn phòng luôn có sự tăng trưởng ổn định. Năm 2013, doanh thu hoạt động này của REE đạt 433 tỷ đồng, tăng 8,3% so với năm 2012; kết quả mang về cho công ty 204 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 14,6% so với năm trước.

**Đem lại dòng tiền ổn định, lợi nhuận gộp cao.** Doanh thu cho thuê văn phòng chiếm tỷ trọng khoảng 18% - 20% trong tổng doanh thu của REE. Nhờ lợi thế về giá đất rẻ và tỷ lệ lấp đầy tương đối cao (trên 95%), lĩnh vực văn phòng của REE luôn đạt tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu cao, trung bình khoảng 45% trong 6 năm trở lại đây. Tỷ trọng trong lợi nhuận sau thuế của mảng bất động sản giảm từ 49% năm 2010 xuống chỉ còn 22% năm 2013, một phần do lợi nhuận đầu tư chiếm lược tăng nhanh, tuy nhiên nguyên nhân chính là do ngành bất động sản trong giai đoạn 2008 - 2013 rơi vào tình trạng khủng hoảng. Kết thúc nửa đầu năm 2014, doanh thu và lợi nhuận kinh doanh hoạt động bất động sản của REE lần lượt đạt 235 tỷ đồng và 146 tỷ đồng, tăng nhẹ 0,9% và 1,4% so với cùng kỳ năm 2013.

**Doanh thu, kết quả kinh doanh và biên lợi nhuận lĩnh vực bất động sản (Đv: tỷ đồng)**



Nguồn: BCTN REE

Trong giai đoạn 2009 – 2013, hoạt động cho thuê văn phòng của REE đạt tốc độ tăng trưởng CAGR về doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 11% và 10%. Trong năm 2014 với sự phục hồi đáng kể của ngành bất động sản, hoạt động cho thuê văn phòng của REE sẽ có điều kiện để tiếp tục đạt được mức tăng trưởng khá.

**Danh sách văn phòng cho thuê của REE**

Danh sách cho thuê	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Vị trí	Giá thuê* (USD/m <sup>2</sup> )
E-Town	29.480	Q. Tân Bình, HCM	15
E-Town 2	26.663	Q. Tân Bình, HCM	15
E-Town EW	4.300	Q. Tân Bình, HCM	15
E-Town 3	12.097	Q. Tân Bình, HCM	15
E-Town 4	12.760	Q. Tân Bình, HCM	15
Maison pasteur	1.353	Q1, HCM	16
IDC Hai Ba Trưng	2.004	Q3, HCM	15
366 Nguyễn Trãi	3.120	Q5, HCM	15
REE Tower	17.823	Q4, HCM	15
<b>Tổng cộng</b>	<b>109.600</b>		

*Nguồn: REE, MSBS (Giá thuê chưa bao gồm phí quản lý và các phụ phí khác)*

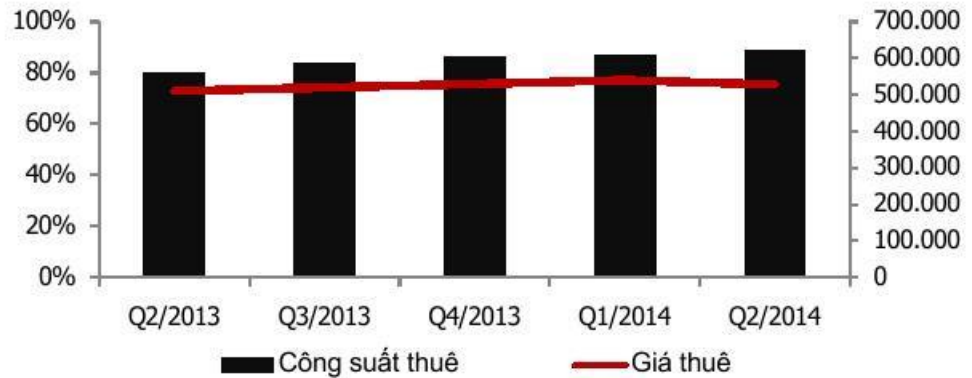
Tại Đại hội đồng cổ đông thường niên năm vào tháng 3/2014, công ty cho biết dự kiến dự án tòa văn phòng tại 11, Đoàn Văn Bơ sẽ được phê duyệt trong năm nay, cung cấp thêm 30.000 m<sup>2</sup> diện tích văn phòng cho thuê vào năm 2016.

**Thị trường văn phòng cho thuê tại TP. Hồ Chí Minh diễn biến tích cực.** Theo báo cáo nghiên cứu từ Colliers International, trong quý 2/2104, tỷ lệ lấp đầy của tòa nhà hạng A được cải thiện trong khi giá thuê giảm 0,74% so với quý trước (cao hơn 5% so với cùng kỳ năm trước); cùng với đó tỷ lệ trống của văn phòng hạng B cũng giảm từ 9,2% xuống 8,6%.

**Xu hướng chuyển dịch của thị trường văn phòng cho thuê sang các khu vực ngoài trung tâm.** Hiện nay thị trường đang ngày càng ít lựa chọn cho khách thuê có nhu cầu tìm kiếm diện tích văn phòng phù hợp hạng A và B tại khu vực trung tâm. Điều này mở ra nhiều cơ hội hơn cho các văn phòng tại các quận lân cận với mức giá cạnh tranh hơn. Colliers International dự báo xu hướng chuyển dịch ra xa trung tâm sẽ ngày càng phổ biến hơn trong năm tới. Theo dự báo giá thuê và tỷ lệ lấp đầy tại thị trường văn phòng sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới nhờ sự phục hồi của nền kinh tế và sự gia tăng đều đặn về nhu cầu.



Tình hình cho thuê văn phòng tại TP. Hồ Chí Minh (Đơn vị: VNĐ/m<sup>2</sup>/tháng)



Nguồn: Collier International

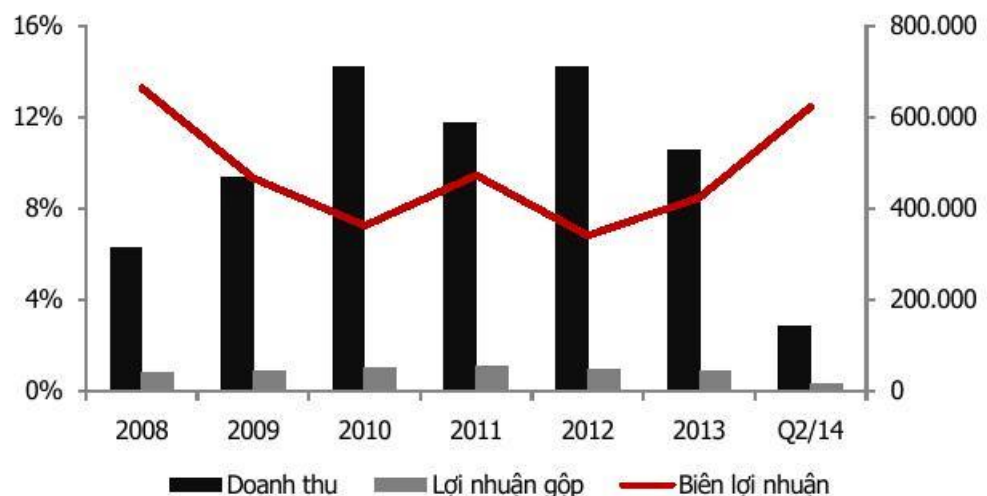
Dựa trên những yếu tố thuận lợi nêu trên, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động bất động sản của REE vẫn sẽ có sự tăng trưởng trong năm nay tuy nhiên tốc độ tăng là không cao. Doanh thu từ hoạt động cho thuê văn phòng của REE năm nay sẽ đạt 475 tỷ đồng, tăng nhẹ 1,5% so với năm 2013 và biên lợi nhuận của hoạt động này vẫn sẽ giữ ở mức trung bình 60%.

**Điện lạnh**

Công ty điện máy REE là nhà sản xuất máy điều hòa không khí với thương hiệu Reetech – thương hiệu điều hòa không khí đầu tiên tại Việt Nam. Sản phẩm điều hòa của REE có công suất từ 9.000 BTU đến 60.000 BTU đáp ứng nhu cầu của hầu hết các đối tượng từ hộ gia đình tới các văn phòng, cao ốc lớn.

**Sản phẩm không phổ biến, thị phần thấp.** Mặc dù là thương hiệu lâu năm tuy nhiên hiện sản phẩm điều hòa của REE không thể cạnh tranh đối với các nhãn hiệu điều hòa nổi tiếng hiện nay như Mitsubishi, Panasonic, LG..., đặc biệt là tại thị trường miền Bắc. Theo tính toán, thị phần của REE trên thị trường hiện nay chỉ đạt khoảng hơn 4%.

**Doanh thu, lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp hoạt động điện lạnh (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: BCTN REE

**Doanh thu và lợi nhuận của mảng kinh doanh hoạt động điện lạnh của REE giảm dần trong những năm gần đây mặc dù tốc độ tiêu thụ điều hòa trên thị trường Việt Nam gia tăng đáng kể.** Năm 2013, doanh thu từ điện lạnh của công ty đạt 526 tỷ đồng, giảm gần 26% so với năm trước do số lượng máy điều hòa tiêu thụ được chỉ đạt 41.079 chiếc, giảm hơn 16%. Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế hoạt động điện lạnh đóng góp cho REE cũng ngày càng khiêm tốn. Tỷ lệ doanh thu điện lạnh trên tổng doanh thu của công ty giảm từ 39% năm 2010 xuống 22% trong năm 2012; trong khi đó tỷ trọng trong lợi nhuận sau thuế của hoạt động này cũng chỉ chiếm 2% trong năm 2013.

**Nỗ lực cải thiện hoạt động.** Trong năm 2013, REE đã thực hiện sắp xếp, tổ chức lại bộ máy sản xuất, đưa ra cơ chế khuyến khích phần đầu tăng năng suất, tăng thu nhập cho người lao động. Bên cạnh đó để nâng cao kết quả kinh doanh, REE cũng đã tiến hành đàm phán cùng đối tác thành lập liên doanh nhập khẩu và phân phối sản phẩm, hệ thống điều hòa không khí mang thương hiệu General của Nhật Bản. Điều hòa General trong đó đáng chú ý là dòng General Inverter là dòng máy có hiệu quả sử dụng năng lượng và hiệu suất hoạt động cao.

**Tốc độ tiêu thụ điều hòa tăng mạnh trên thị trường Việt Nam.** Mặc dù tốc độ tiêu thụ điều hòa trong thời điểm mùa nóng năm nay có chậm hơn so với mọi năm do sức cầu yếu tuy nhiên tiêu thụ điều hòa tại Việt Nam năm 2014 được dự báo sẽ tăng khoảng 20% đạt 1,2 triệu máy. Với tốc độ gia tăng dân số, tốc độ đô thị hóa ở mức cao, điều kiện khí hậu khắc nghiệt hơn và cùng với yếu tố kinh tế phục hồi, ngành điều hòa tại Việt Nam có triển vọng tăng trưởng tương đối cao. Dựa trên những yếu tố thuận lợi đó, chúng tôi dự báo doanh thu điện lạnh của REE sẽ có sự tăng trưởng trở lại trong năm nay, đạt khoảng 672 tỷ đồng.

#### **Đầu tư chiến lược**

Đầu tư trong những năm trở lại đây là hoạt động luôn chiếm tỷ trọng cao trong lợi nhuận sau thuế của REE. Tỷ trọng lợi nhuận từ đầu tư trong tổng lợi nhuận sau thuế của REE tăng từ 20% năm 2010 lên 64% năm 2013.

#### **Danh sách công ty liên doanh liên kết của REE (tính đến thời điểm 30/06/2014)**

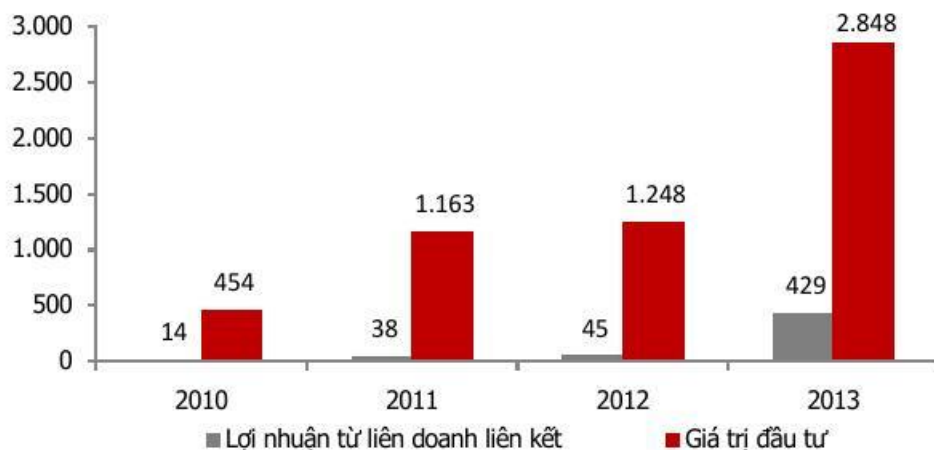
Tên công ty	Ngành	Tỷ lệ sở hữu (%)	Giá trị đầu tư (tỷ VNĐ)	Đóng góp LN 2013 (tỷ VNĐ)	Đóng góp LN 2014E (tỷ VNĐ)
CTCP BOO Nước Thủ Đức	Nước	42,10	374	-	-
CT Đầu tư hạ tầng BĐS Việt Nam	Bất động sản	46,37	164	-	-
CTCP Địa Ốc Sài Gòn	Bất động sản	28,87	60	-	-
CTCP Cơ Địa Đoàn Nhất	Cơ điện	35,00	20	-	-
CTCP Cơ Địa Chất Lượng	Cơ điện	35,62	2,6	-	-
CTCP Cơ Địa Hợp Phát	Cơ điện	35,00	1,6	-	-
CTCP Thủy điện Thác Mơ	Điện	39,02	397	55	27
CTCP Nhiệt Điện Ninh Bình	Điện	29,44	66	9	27
CTCP Đầu tư và kinh doanh nước sạch Sài Gòn	Nước	40,00	60	-	-
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	Điện	22,37	1.179	364	208
CTCP Than Núi Béo	Than	23,62	80	18	7
CTCP Than Đèo Nai	Than	24,01	66	6	4
CTCP Cấp nước Thủ Đức	Nước	43,11	54	9	9
CTCP Thủy điện SROK Phu Mieng	Điện	34,42	15	3	6
CTCP Cấp nước Tân Hiệp	Nước	32,00	17	-	-

**Giá trị đầu tư vào công ty liên doanh liên kết tăng nhanh.** Ngoài các khoản đầu tư ngắn hạn như tiền gửi ngân hàng, đầu tư vào chứng khoán giao dịch, điểm đáng chú ý đối với khoản mục đầu tư của REE là các khoản đầu tư dài hạn vào các công ty liên doanh, liên kết đã niêm yết và chưa niêm yết. Giá trị đầu tư vào công ty liên doanh liên kết của REE tăng từ 219 tỷ đồng trong năm 2008 lên mức 2.848 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2013. Tính đến thời điểm 30/06/2014, giá trị đầu tư vào công ty liên kết đồng kiểm soát đạt 2.701 tỷ đồng, giảm so với thời điểm cuối năm 2013 do công ty cổ phần thủy điện Thác Bà trở thành công ty sau khi REE thực hiện mua thêm 12,5 triệu cổ phiếu TBC (tăng tỷ lệ sở hữu lên 58,14%).

**Đầu tư tập trung.** Định hướng trong những năm gần đây của REE là tập trung đầu tư vào các lĩnh vực cơ sở hạ tầng, trong đó chiếm tỷ trọng lớn là các doanh nghiệp thuộc 3 ngành nước, điện và than. Trong cơ cấu các khoản đầu tư dài hạn vào công ty liên kết, đồng kiểm soát, giá trị các khoản đầu tư vào cơ sở hạ tầng (điện, than, nước) chiếm tới hơn 86% tổng giá trị đầu tư. Với ngành nghề kinh doanh cốt lõi là cơ điện công trình và gần 37 năm kinh nghiệm hoạt động, công ty có đủ khả năng tham gia và đạt được những thành công nhất định trong các lĩnh vực đầu tư hiện tại.

**Lợi nhuận liên doanh liên kết tăng trưởng mạnh năm 2013.** Theo số liệu từ báo cáo tài chính năm 2013 của REE, trong số 621 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế hoạt động đầu tư, lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết đóng góp hơn 428 tỷ đồng. Trong đó khoản đầu tư vào công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại (PPC) đóng góp tỷ trọng lớn nhất. Năm 2013 là năm mà nhiệt điện Phả Lại đạt được kết quả kinh doanh đột biến nhờ nhiều yếu tố thuận lợi: đồng Yên giảm giá giúp PPC có lãi chênh lệch tỷ giá 1.136 tỷ đồng đồng thời hoạt động sản xuất điện cũng đem lại doanh thu 6.582 tỷ đồng giúp lợi nhuận sau thuế PPC đạt 1.639 tỷ đồng, tăng gần 220% so với năm 2012.

#### Lợi nhuận từ hoạt động liên doanh liên kết của REE (Đv: tỷ đồng)



**Nguồn: BCTC REE**

Trải qua nửa đầu năm 2014, kết quả lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết của công ty giảm đáng kể và là nguyên nhân chính khiến kết quả kinh doanh chung của công ty chứng kiến sự sụt giảm. Lợi nhuận từ công ty liên kết quý 1 chỉ đạt 71,7 tỷ đồng, giảm gần 74% so với cùng kỳ. 6 tháng năm 2014, lợi nhuận từ liên kết của REE chỉ đạt gần 2 tỷ đồng (do quý 2/2014 lỗ gần 70 tỷ đồng), so với khoản lãi 382 tỷ đồng của quý 2/2013. Nguyên nhân chính của sự sụt giảm mạnh này đến từ kết quả kinh doanh không tốt của PPC do khoản lỗ tỷ giá vì sự tăng giá trở lại của đồng Yên Nhật.

**Không còn sự đột biến trong năm 2014.** Theo mô hình dự báo của chúng tôi, khoản lợi nhuận từ liên doanh, liên kết của REE trong năm 2014 sẽ đạt 292 tỷ đồng, giảm khoảng 32% so với năm 2013. Mặc dù vậy chúng tôi cho rằng đây chỉ là sự sụt giảm trong ngắn hạn. Về dài hạn, với khả năng hồi phục tích cực của nền kinh tế, các công ty liên kết của REE có tiềm năng tăng trưởng tốt khi cả ba ngành điện, nước, than đều đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của kinh tế.

#### 4. Định giá

##### Dự báo doanh thu và lợi nhuận của REE

Chỉ tiêu (đv: tỷ VNĐ)	2012	2013	2014E
Doanh thu	2.395	2.413	2.848
Cơ điện công trình	1.245	1.417	1.701
Điện lạnh	713	526	672
Bất động sản	437	470	475
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	N/A	0,8%	18,0%
Cơ điện công trình	N/A	13,8%	20,0%
Điện lạnh	N/A	-26,2%	27,8%
Bất động sản	N/A	7,6%	1,1%
Lãi (lỗ) từ công ty liên doanh liên kết	44	428	291
Lợi nhuận sau thuế	656	975	893
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	N/A	49%	-8%
EPS	2.703	3.989	3.365
Giá trị sổ sách 1 cp (BVPS)	17.232	21.242	20.714
P/E	-	-	8,67
P/B	-	-	1,41

Dựa trên mô hình định giá, chúng tôi ước tính P/E 2014 và P/B 2014 lần lượt đạt 8,67 lần và 1,41 lần, vẫn ở mức tương đối thấp so với trung bình thị trường. REE là một cổ phiếu bluechips đang được định giá thấp, thích hợp cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn, đặc biệt là trong điều kiện thị trường đang nằm trong xu hướng tăng điểm.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MARITIME BANK****Trụ sở chính:**

Tầng 1&3 Tòa nhà Sky City - 88 Láng Hạ - Đống Đa - Hà Nội  
Điện thoại: (04) 37765929 - Fax: (04) 37765928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 9, 115 Trần Hưng đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Điện thoại: (844) 3776 5929 / Ext 3240 – Fax: (844) 3822 3131

**Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:**

Tầng 2, Maritime Bank Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (08) 3521 4299 - Fax: (08) 3914 1969

**Các điểm mở tài khoản liên kết:**

Gần 200 điểm mở tài khoản tại các chi nhánh Ngân hàng MSB tại Hà Nội, TP HCM, Hải Phòng, Quảng Ninh, Phú Thọ, Vĩnh Phúc, Thái Nguyên, Ninh Bình, Thanh Hóa, Nghệ An, Bình Dương, Đồng Nai và Vũng Tàu.

**Website:** [www.msbs.com.vn](http://www.msbs.com.vn)

**TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU**

**Nguyễn Mai Phương** – Head of Research

Email: [phuongnm@msbs.com.vn](mailto:phuongnm@msbs.com.vn)

**TS Lê Đức Khánh** – Chief Economist / Head of Trading Strategy

Email: [khanhd@msbs.com.vn](mailto:khanhd@msbs.com.vn)

**Đặng Trần Hải Đăng** – Head of Equity Research

Email: [dangdth@msbs.com.vn](mailto:dangdth@msbs.com.vn)

**Trịnh Thị Hồng** – Analyst

Email: [hongtt@msbs.com.vn](mailto:hongtt@msbs.com.vn)

**Chu Hoàng Nam** – Analyst

Email: [namch@msbs.com.vn](mailto:namch@msbs.com.vn)

**Hoàng Thị Hà Phương** – Analyst

Email: [phuonghth@msbs.com.vn](mailto:phuonghth@msbs.com.vn)

**Để nhận các sản phẩm nghiên cứu của MSBS, vui lòng đăng ký qua email:**

[msbs\\_research@msbs.com.vn](mailto:msbs_research@msbs.com.vn)

**Để đọc trực tuyến các sản phẩm nghiên cứu và tương tác trực tiếp với MSBS, vui lòng truy cập:**

<https://facebook.com/MaritimeBankSecurities>

***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 MSBS ("Công ty"), MSBS 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 MSBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSBS 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.*

*MSBS có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSBS có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.*

*Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSBS có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.*

*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 văn bản chấp thuận của MSBS. Khi sử dụng các nội dung đã được MSBS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.*